

O 3T25 confirma o caminho para a desalavancagem

Os resultados do 3T25 consolidam a recuperação do EBITDA...

Como esperado, a FS Bio reportou resultados operacionais muito fortes no 3T25 (encerrado em dez-24), com um EBITDA de R\$ 740 milhões e margem de 25,4%, uma forte recuperação em relação aos R\$ 175 milhões reportados um ano atrás. A maior margem EBITDA por litro, de R\$ 1,2/litro (vs. R\$ 1,29/litro no t/t anterior e R\$ 0,29/litro no 3T24), decorre de i) melhores preços de etanol (aumento de 23,4% a/a), ii) maior processamento de milho (aumento de 9,4% a/a) e venda de etanol (+4% a/a), devido a investimentos em ganhos de eficiência, iii) menores preços realizados de milho (média de R\$ 44,17/saca no 3T, queda de 17,8% a/a), bem como iv) maior cobertura dos custos do milho pela receita de nutrição animal (chegando a 43% no t/t).

...enquanto a tendência de desalavancagem continua

Após atingir um pico de alavancagem de 7,4x no 1T25, a FS embarcou em uma forte tendência de desalavancagem, com a alavancagem (reportada) caindo para 4,9x no 2T25 e atingindo 4,0x agora no 3T25. A normalização de sua estrutura de capital continua a ser impulsionada principalmente pela forte evolução do EBITDA nos últimos 12 meses, embora o ritmo de desalavancagem nesse trimestre tenha desacelerado um pouco pela volatilidade cambial e pelo consumo sazonal de R\$ 1,0 bilhão em capital de giro (principalmente relacionado a compra de milho), gerando um fluxo de caixa negativo de R\$ 564 milhões e elevando a dívida líquida em R\$1,0 bilhão t/t para R\$ 7,9 bilhões. Ajustando a dívida líquida pelo estoque comercializável, a alavancagem líquida ficaria em 2,9x vs. 3,3x no anterior, conforme reportado.

Dinâmica favorável dos preços do etanol e do milho impulsiona a recuperação

Conforme destacamos nos últimos trimestres, a queda nos preços do milho foi, em grande parte, antecipada para este ano fiscal, pois a empresa conseguiu fixar os preços do milho em R\$ 42,84/saca para a safra 24/25 (contra R\$ 51,94/saca na safra anterior). Apesar do recente aumento do preço do milho no mercado interno, a administração indicou que já fixou mais de 60% das necessidades de milho do próximo ano a um preço semelhante de R\$ 42,59/saca, preparando o terreno para mais um bom ano. Em relação ao etanol, o ambiente favorável de preços no Brasil continua sendo impulsionado por um equilíbrio apertado entre a oferta e demanda e uma mudança para a produção máxima de açúcar pelas usinas de cana-de-açúcar. Os preços do etanol se recuperaram acentuadamente ao longo do ano e devem continuar fortes em 2025, especialmente considerando o recente aumento dos preços dos combustíveis no mercado interno (e os preços ainda abaixo da paridade no país devido à forte desvalorização do real).

Esperamos que a alavancagem caia ainda mais no quarto trimestre e para o exercício de 2026

Como os preços do milho para o restante do ano fiscal já foram fixados em níveis favoráveis e os preços do etanol permanecem mais altos no quarto trimestre, continuamos a esperar que a FS apresente resultados sólidos e reduza ainda mais a alavancagem para níveis abaixo de 3x até o final do ano fiscal de 2025 (31 de março de 2025). Esperamos que um forte ambiente de preços de etanol à

BTG Pactual – Credit Research Products

Frederico Khouri

Brasil – Banco BTG Pactual

Luís Fernando Gonçalves

Brasil – Banco BTG Pactual

BTG Pactual – Credit Research

Thomas Tenyi, CFA

Brasil – Banco BTG Pactual

Renan Tiburcio, CFA

Brasil – Banco BTG Pactual

Diego Espinoza

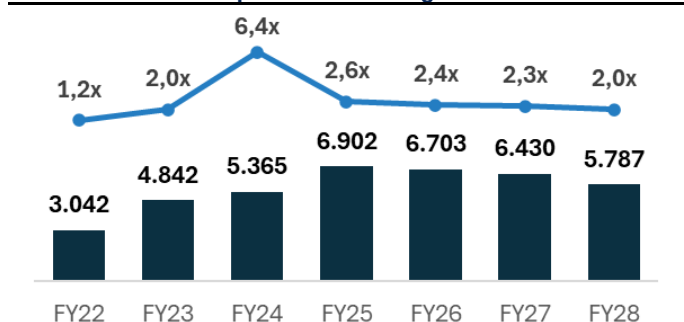
Brasil – Banco BTG Pactual

frente sustente margens de EBITDA por litro mais próximas de R\$ 1,2/litro para 2026 (EBITDA de R\$ 2,8 bilhões), aumentando ainda mais a geração de fluxo de caixa livre e a desalavancagem, compensando os impactos do aumento da taxa de juros. Durante a divulgação dos resultados, a administração mais uma vez reiterou seu foco principal na desalavancagem, indicando uma liberação esperada de R\$1,0 bilhão de capital de giro durante o quarto trimestre, impulsionando a dívida líquida com uma redução semelhante. Com relação à alocação de capital, a empresa tem três potenciais novos locais de operação, totalmente licenciados, poderia também expandir a capacidade em Primavera do Leste e poderia retomar o pagamento de dividendos (sem distribuir desde o 3T24). Todas essas opções seriam avaliadas quando a alavancagem cair abaixo de 3x e sujeitas à perspectiva para os preços do etanol e do milho, a fim de evitar pressões no balanço patrimonial.

Análise das métricas de alavancagem

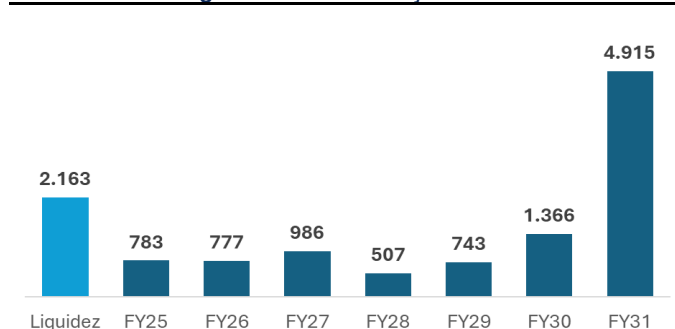
Da mesma forma que no último trimestre, ainda acreditamos que uma discussão sobre as métricas de alavancagem da FS é apropriada, tendo em vista a recente volatilidade dos resultados e as interpretações diferentes entre os investidores. Embora a alavancagem tenha caído para 4x e se espere que caia para menos de 3x no quarto trimestre, isso não leva em conta: i) passivos de arrendamento (R\$ 625 milhões), ii) custos de emissão de dívida capitalizados (R\$ 445 milhões), iii) risco sacado (que já caiu significativamente de R\$ 2,6 bilhões em 2024 para R\$1,2 bilhão agora), e iv) R\$ 1,3 bilhão em garantias fornecidas à FS Florestal, FS Infraestrutura e FS Grãos. Sobre as garantias, não achamos que seria justo adicionar o valor total à dívida, uma vez que elas já estão parcialmente incorporadas nos passivos de arrendamento (infra) e CPV (biomassa). Embora a linha de capital de giro (risco sacado) também possa ser adicionada à alavancagem, em nossa opinião, isso levanta a questão de se também se deve ajustar a alavancagem para os estoques de milho. Os dois primeiros ajustes (i e ii) gerariam um impacto de alavancagem 0,3x maior a partir do ano fiscal de 2025.

Gráfico 1: Dívida Líquida e Alavancagem



Fontes: Empresa e BTG Pactual

Gráfico 2: Cronograma de amortização



Fontes: Empresa e BTG Pactual

Figura 1: FS BIO Financials

Operacional	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Volume de Etanol, bn de L	1,42	1,46	2,07	2,37	2,37	2,59	2,67
Milho Processado, mn ton	3,28	3,32	4,79	5,33	5,32	5,82	6,00
Preço Etanol, R\$/L	3,11	2,87	2,26	2,57	2,80	2,80	2,85
Resultados	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Receita Líquida	6.635	7.551	8.072	10.305	10.686	11.888	12.501
Lucro Bruto	3.022	2.529	1.814	3.859	4.016	4.115	4.223
% mg bruta	45,6%	33,5%	22,5%	37,4%	37,6%	34,6%	33,8%
EBITDA	2.622	2.392	846	2.630	2.810	2.814	2.859
% mg EBITDA	39,5%	31,7%	10,5%	25,5%	26,3%	23,7%	22,9%
EBITDA R\$/L	1,85	1,64	0,41	1,11	1,19	1,09	1,07
Despesa Financeira	(765)	(1.152)	(1.523)	(1.690)	(1.747)	(1.417)	(1.303)
Lucro Líquido	1.485	877	(489)	740	620	873	1.004
FCL, R\$mi	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBITDA	2.622	2.392	846	2.630	2.810	2.814	2.859
Despesa Financeira	(846)	(828)	(1.537)	(1.282)	(1.366)	(1.177)	(1.033)
WK	(288)	(482)	1.761	(1.186)	(89)	(108)	(41)
IR	(88)	-	-	5	(50)	(103)	(174)
FCO	1.400	1.082	1.070	168	1.305	1.426	1.612
Capex manutenção	(1)	22	-	(59)	(62)	(71)	(76)
Capex expansão	(619)	(681)	(738)	(458)	(608)	(518)	-
FCI	(621)	(659)	(738)	(517)	(671)	(589)	(76)
Nova Dívida	3.947	4.199	7.530	418	500	500	-
Amortização	(195)	(1.590)	(9.160)	(2.165)	(775)	(952)	(507)
Dividendos	(1.144)	(713)	(666)	0	(316)	(324)	(622)
FCF	2.608	1.897	(2.295)	(1.747)	(591)	(776)	(1.129)
FCO - Manutenção	1.398	1.104	1.070	109	1.242	1.355	1.536
FCO - Capex	779	423	332	(350)	634	837	1.536
Endividamento, R\$ mi	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Liquidez	5.154	6.780	4.626	2.361	2.354	2.175	2.311
Dívida Bruta	8.386	11.622	10.055	9.263	9.058	8.606	8.099
Dívida Líquida	3.042	4.842	5.365	6.902	6.703	6.430	5.787
Índices de Crédito	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Dívida Líquida Reportada	3.042	4.842	5.365	6.902	6.703	6.430	5.787
Alavancagem Reportada	1,2x	2,0x	6,4x	2,6x	2,4x	2,3x	2,0x

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Disclaimers

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de performance referem-se ao passado; performance passada não é indicador de performance futura.

Certificação

Cada analista é responsável integral ou parcialmente pelo conteúdo deste relatório de pesquisa e certifica que:

- (i) todas as opiniões expressas refletem precisamente sua visão pessoal sobre os ativos ou títulos citados no relatório, sendo qualquer recomendação preparada de maneira independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas;
- (ii) nenhuma parcela de sua remuneração foi, é ou será relacionada a recomendações específicas ou opiniões expressas neste relatório de análise.

Analistas de valores mobiliários que contribuíram para este relatório não estão registrados/qualificados como analistas de valores mobiliários na NASD e na NYSE e, portanto, não estão sujeitos às restrições contidas nas regras da NASD e da NYSE relacionadas a comunicação com companhias cobertas, aparições em público e negociação de ativos mantidos em suas contas.

Parte da compensação do analista advém do lucro do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou suas afiliadas, consequentemente, as receitas advêm de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual e/ou suas afiliadas.

O analista responsável por este relatório é certificado de acordo com a regulamentação brasileira e aparece em posição de destaque, sendo dele o primeiro nome da lista de assinaturas encontrada na página inicial deste relatório. Analistas certificados estão identificados em negrito no local mencionado.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual. Nossas análises são baseadas em informações obtidas em fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, entre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual e seus clientes. O BTG Pactual ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias. As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos diante de seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às suas circunstâncias individuais e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e à regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos o direito de eventualmente recusar determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A. e em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, do qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores, assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos, e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo, total ou em parte, deste relatório de investimentos certifica que: i) todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso; e ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório. Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório é certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página e será dele o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A. atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de *disclosures* associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx