

Renda Fixa | Crédito Privado

Mapeando os Riscos do Setor Sucroalcooleiro

Do risco setorial ao risco de crédito

Resumo. Neste relatório, mapeamos os riscos com maior relevância para as companhias brasileiras de açúcar e etanol, avaliando sua transmissão ao perfil de crédito de cada emissor sob nossa cobertura. Em nosso cenário-base, incorporamos múltiplos vetores, incluindo a sobreoferta global de açúcar, a volatilidade do câmbio, a incerteza sobre a intensidade do El Niño na safra 2026/27 e a evolução do mandato de mistura do etanol.

Seguindo a metodologia do relatório Mapeando os Riscos do Agro (jun/26, [link](#)), organizamos a análise em três eixos: Parte I, Mapa dos Riscos, abrangendo riscos climáticos, geopolítica, regulação e preços; Parte II, Impactos nos Segmentos; e Parte III, Um Olhar sobre as Companhias, o qual analisamos comparativamente as principais companhias do setor e, na sequência, trazemos nossa avaliação de cada companhia que cobrimos, classificando-as em 3 grupos: nossas preferências, neutro e cautela.

Introdução. O Brasil é o maior produtor e exportador mundial de açúcar e o segundo maior produtor de etanol, respondendo por cerca de 40% das exportações mundiais do adoçante e por parcela crescente da matriz de combustíveis renováveis doméstica. Essa posição estrutural confere ao setor tanto uma vantagem competitiva de custo quanto uma sensibilidade acentuada a choques externos, sejam climáticos, cambiais ou regulatórios.

Os riscos transmitem-se de forma desigual entre os produtores. Flexibilidade de *mix*, disciplina de fixação e *hedge*, escala de moagem, diversificação de receitas, liquidez e acesso a financiamento de prazo mais longo são os principais amortecedores. Em sentido contrário, a alavancagem acumulada no ciclo de expansão e os choques climáticos e operacionais de 2024/25 aumentam a sensibilidade do crédito a preços, juros e necessidade de capital de giro.

O cenário de curto prazo combina vetores de sentido oposto, sendo que, de um lado, a elevação do mandato de mistura do etanol anidro ajuda a sustentar a demanda doméstica pelo biocombustível, e o câmbio pode jogar a favor dos exportadores de açúcar. Do outro lado, a sobreoferta global do açúcar pressiona os preços internacionais, e o El Niño em formação introduz incerteza sobre o rendimento da cana no Centro-Sul na safra 2026/27, com potencial impacto sobre ATR e volumes processados.

Quanto ao perfil de crédito das usinas, enxergamos 3 variáveis importantes que podem afetar o risco: (i) *mix* açúcar/etanol, que determina a exposição a cada mercado; (ii) a alavancagem e o perfil de vencimentos da dívida, dado o ciclo de investimentos intensivos característico do setor; e a política de *hedge* de preços. Empresas com maior flexibilidade operacional, menor alavancagem e caixa fortalecido tendem a absorver choques setoriais com menor impacto sobre o crédito.

Avaliamos que os riscos mapeados se transmitem de forma heterogênea ao conjunto de companhias sob nossa cobertura. Escala operacional, flexibilidade no *mix* de açúcar e etanol, bem como em matéria-prima, e nível de liquidez, atuam como amortecedores. Nesse sentido, classificamos as companhias em três blocos — nossas preferências, neutro e cautela — conforme detalhado a seguir na Figura 1.

Yuri Machado

yuri.machado@safra.com.br

Roberto Pasqualini

roberto.felize@safra.com.br

Rating	Fitch	Moody's	S&P
Colombo	–	–	brAAA
Copersucar	–	–	–
Cerradinho	–	–	brAA
São Martinho	–	–	brAAA
CMAA	–	–	brAA-
Usina Batatais	–	–	brAA-
Ferrari Agro	–	–	brAA-
FS	A(bra)	AA-.br	brAA-
Raízen	C(bra)	CC.br	SD

Figura 1. Companhias: Riscos e Classificação

Perfil e nossa avaliação de risco de crédito estão consolidados na Parte 3 – Um Olhar Sobre as Companhias.

Companhia	Principais Riscos	Fatores Mitigantes	Classificação
Colombo	Riscos climáticos, impactando a produtividade e investimentos em trato agrícola.	Maior exposição a áreas próprias e produtividade acima da média do centro-sul.	Preferência
Copersucar	Saída de usinas do acordo de acionistas e volatilidade na demanda pelos produtos.	Originação junto a usinas terceiras e diversificação das operações, com atuação global e originação de produtos no Brasil e EUA.	Preferência
Cerradinho	Queda da produtividade na operação de cana e serviço da dívida elevado.	Perfil operacional híbrido (cana e milho) e menor pressão de investimentos sobre a geração de caixa.	Preferência
São Martinho	Ciclo de capex elevado e riscos climáticos sobre produtividade.	Alavancagem controlada e produtividade agrícola histórica acima da média do Centro-Sul.	Preferência
CMAA	Liquidez restrita e cautela quanto ao processo de desalavancagem.	Rolagem de dívida em execução e redução do capex (ex-trato agrícola)	Neutro
Usina Batatais	Queda na produtividade e diluição de custos.	Avanço na renovação de plantio e áreas próprias.	Neutro
Ferrari Agroindústria	Menor escala e diversificação geográfica frente aos pares de maior porte	Eficiência na estrutura de custos, com manutenção de margens elevadas e recente ampliação da capacidade de moagem via JV.	Neutro
FS	Capex elevado e política mais agressiva de dividendos.	Expertise nas operações de etanol de milho e novas limitações para distribuição de lucros.	Cautela

Fonte: Safr.

Figura 2. Mercado Secundário: Spreads dos Emissores sob Cobertura — IPCA

Companhia	Ticker	Duration (anos)	Spread (bps)	Δ Spread m/m (bps)	Δ Spread 01/abr (bps)
Cerradinho	CERR18	5,6	143	8	12
Colombo	CRA021000MB	0,6	188	90	11
Colombo	CLAG13	1,4	96	-3	37
Colombo	CLAG15	4,8	100	13	58
São Martinho	SMT015	3,0	13	10	36
São Martinho	SMT014	4,7	35	12	21
São Martinho	SMT024	7,1	30	-3	-3
Ferrari	FRAG14	3,8	72	-2	17
Ferrari	FRAG16	5,6	83	5	-11
FS	CRA022001E2	1,5	299	29	-259
FS	CRA022004SD	1,7	316	27	-177
FS	CRA02300796	2,9	323	36	-170

Fonte: Anbima e Safr.

Figura 3. Mercado Secundário: Spreads dos Emissores sob Cobertura — CDI

Companhia	Ticker	Duration (anos)	Spread (p.p.)	Δ Spread m/m (p.p.)	Δ Spread 01/abr (p.p.)
Usina Batatais	CRA022001P6	1,5	1,3	0,0	0
FS	CRA02300795	2,6	3,2	0,3	-0,1
FS	CRA02300CCH	2,7	3,3	0,5	-1,4
FS	CRA024000B7	3,0	3,4	-0,3	-0,8

Fonte: Anbima e Safr.

Sumário

Parte 1 — Mapa de Riscos	4
Parte 2 — Impacto nos segmentos	10
Parte 3 – Um Olhar Sobre as Companhias	12
Colombo.....	14
Copersucar	16
Cerradinho.....	18
São Martinho	20
CMAA	22
Usina Batatais	24
Ferrari Agroindústria	26
FS.....	28
Raízen	30

Parte 1 — Mapa de Riscos

Figura 4. Cadeia de Transmissão do Risco ao Crédito do Setor Sucroenergético

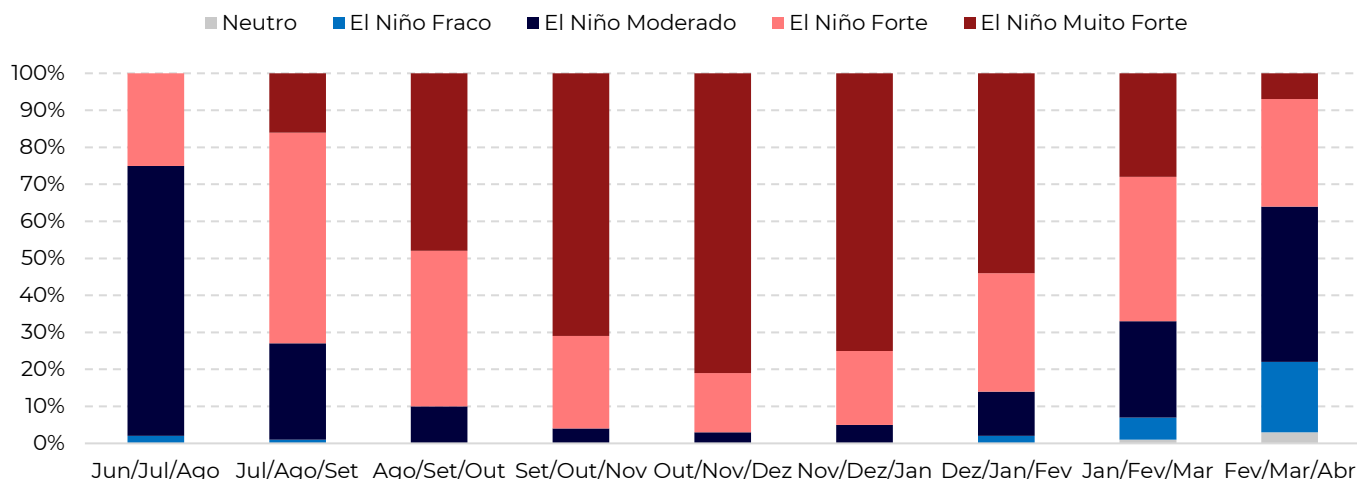


Fonte: Safr.

A. Risco Climático

El Niño passa a ser o cenário-base. Em 11/jun, a NOAA/CPC (*National Oceanic and Atmospheric Administration/Climate Analysis Center*) emitiu o El Niño Advisory que confirma o fenômeno no Pacífico tropical. A agência projeta fortalecimento ao longo do segundo semestre e atribui 75% de probabilidade de intensidade muito forte no trimestre nov/26-jan/27, definida por anomalia de temperatura da superfície do mar superior a +2,0 °C. A magnitude oceânica, contudo, não se traduz mecanicamente em impacto agrícola: a distribuição espacial e temporal das chuvas será mais relevante para a cana do que a classificação agregada do evento.

Figura 5. Probabilidade de magnitude do El Niño-Southern Oscillation (ENSO)



Fonte: NOAA e Safr.

Risco climático não é uniforme no Centro-Sul. Nas áreas canavieiras do Sudeste e do Sul, chuvas acima da média durante a colheita pode interromper a moagem, alongar a safra, reduzir a diluição de custos fixos e pressionar a concentração de açúcares. No entanto, a maior disponibilidade de água também pode favorecer rebrota dos canaviais, melhorando a produtividade. Como efeito de comparação histórica, o El Niño de 2015/16 surtiu um efeito de melhora na produtividade da cana, devido ao aumento de chuvas no Centro-Sul. Em partes do Centro-Oeste, por outro lado, o El Niño pode aumentar o risco de distribuição irregular de chuvas e déficit hídrico. Os maiores impactos devem recair sobre os produtores do Leste Asiático, como Índia e Tailândia.

Na segunda quinzena de maio, a moagem do Centro-Sul recuou 13,1% a/a, para 41,55 milhões de toneladas, e a Unica atribuiu parte do atraso às chuvas. O ATR acumulado até 1º/jun permaneceu 2,35% acima do ciclo anterior, em 119,7 kg por tonelada, o que mostra que o impacto sobre volume e qualidade ainda não era uniforme. No Norte-Nordeste, a produção projetada pela Conab corresponde a cerca de 59 milhões de toneladas de cana (+4% a/a), ou 8% da moagem total no país.

Etanol de milho: exposição climática distinta. O principal insumo é o milho segunda safra de 2026/27, plantado e desenvolvido no início de 2027. Uma quebra de produtividade elevaria o custo do grão e comprimiria o *spread* entre etanol, milho e coprodutos. O risco é particularmente relevante para projetos em *ramp-up* ou com estrutura de capital mais alavancada.

Efeitos residuais de 2024. Incêndios e déficit hídrico elevaram a necessidade de renovação em áreas afetadas e podem manter pressão sobre o *capex* agrícola.

Projeções para a Safra 26/27. De acordo com o primeiro levantamento da SF26/27 pela Conab, a safra de cana-de-açúcar de 26/27 deve observar um aumento de 5,3% a/a na produção e expansão de 1,9% a/a da área plantada, decorrente da renovação dos canaviais, mesmo com a mais difícil absorção de custos, CBIOs desvalorizados e crédito restritivo para os produtores. O aumento de volume, portanto, não assegura expansão de margem nem desalavancagem: a geração de caixa dependerá do *mix*, das fixações, da eficiência agrícola e industrial, do custo de carregamento dos estoques e da estrutura de capital de cada emissor.

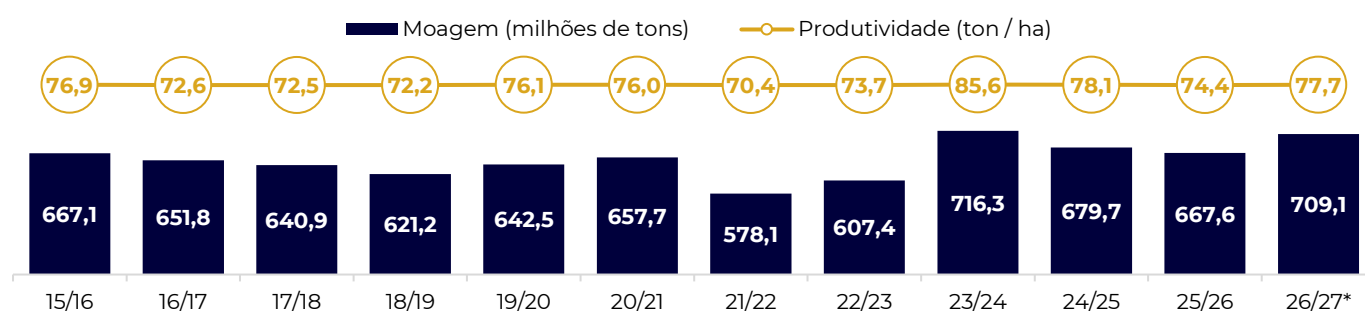
Apesar da incerteza em relação aos efeitos do El Niño no Centro-Sul, o crescimento da produtividade (ton/ha) foi projetado em 3,4% a/a. O ATR (kg/ton) deve cair 0,8% a/a, porém. O *mix* será mais alcooleiro nesta safra, com a diminuição de 0,5% a/a na produção de açúcar e avanço de 8,5% a/a na produção de etanol, haja vista aos preços de açúcar pressionados.

Figura 6. Distribuição Geográfica da Área de Cana Colhida por Estado (SF26/27)

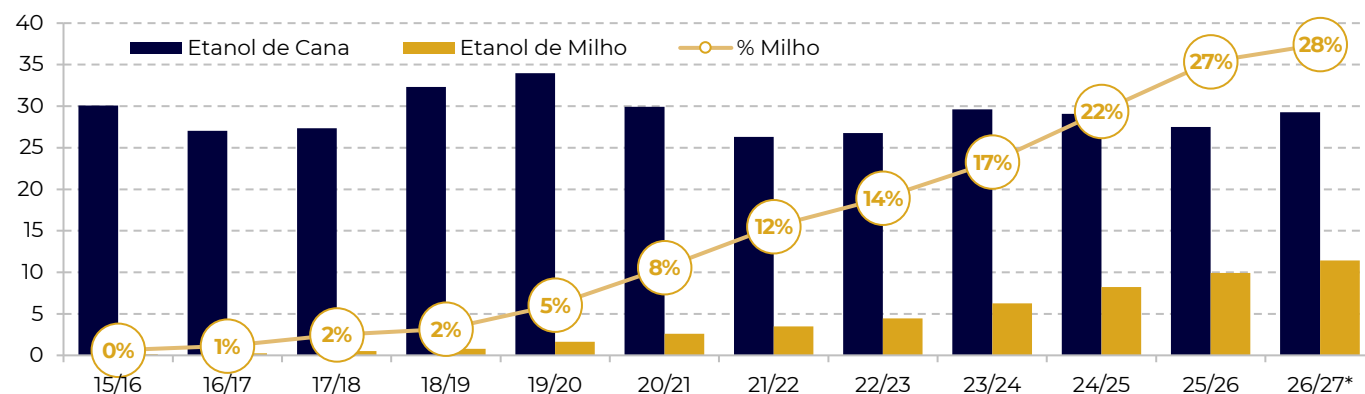
Estado	Área Plantada (mil ha)	% Área Total	Nº de Usinas
SP	4.525	50%	145
MG	1.058	12%	37
GO	1.028	11%	44
MS	737	8%	22
PR	497	5%	24
AL	292	3%	16
PE	231	3%	12
MT	226	2%	29
PB	129	1%	7
RN	82	1%	3
BA	76	1%	6
ES	61	1%	3
Outros	179	2%	27

Fonte: Única e Safr (*) Projeção da Conab para o 1º levantamento da safra 2026/27 relativo a abr/26.

Figura 7. Volume de Moagem (milhões de tons) e Produtividade Média no Centro-Sul (ton/ha)



Fonte: Única e Safr (*) Projeção da Conab para o 1º levantamento da safra 2026/27 relativo a abr/26.

Figura 8. Evolução da Produção de Etanol (bilhões de litros)

Fonte: Unica e Safr. (*) Projeção da Conab para o 1º levantamento da safra 2026/27 relativo a abr/26.

Nossa visão. Avaliamos que, na safra 2026/27, o risco climático está mais concentrado em qualidade, custos e calendário operacional do que em uma quebra expressiva de volume. A cana entra no período de El Niño com recuperação da produtividade agrícola e área colhida recorde, o que oferece alguma proteção à produção. Em um cenário de chuvas mais frequentes durante a colheita, o efeito mais provável seria menor ritmo de moagem, redução do ATR e aumento dos custos operacionais. Não descartamos, contudo, perdas de volume caso o fenômeno seja particularmente intenso. Parte mais relevante do impacto poderá aparecer com defasagem na safra 2027/28, caso as condições climáticas prejudiquem o plantio e a renovação dos canaviais ou intensifiquem o déficit hídrico, especialmente no Norte-Nordeste.

B. Risco Geopolítico, Comercial e Regulatório

Oriente Médio: de desescalada a reescalada

O conflito entre EUA/Israel e Irã afetou o fluxo pelo Estreito de Ormuz e pressionou petróleo, fertilizantes e fretes no primeiro semestre. Em junho, um acordo provisório reduziu temporariamente o risco, mas a retomada de ataques a embarcações e instalações no início de julho recolocou o cenário de prolongamento do conflito no centro da análise.

Para o setor sucroenergético, o choque é ambíguo. Petróleo mais alto pode sustentar a gasolina e melhorar a competitividade relativa do etanol, desde que haja transmissão para os preços domésticos. Em contrapartida, diesel, fretes e fertilizantes ficam mais caros. O Brasil importa mais de 80% dos fertilizantes que consome (de acordo com a Associação Nacional de Difusão de Adubos); aproximadamente 12% têm origem no Oriente Médio e, no caso da ureia, a participação regional é próxima de 36%. O saldo líquido depende da política de preços de combustíveis, do mix, da eficiência logística e da alavancagem de cada produtor, e não deve ser classificado de forma uniforme como positivo ou negativo.

Seção 301 dos EUA: o risco passou de evento potencial para medida implementada. Em 15/jul/26, o governo americano determinou tarifa adicional de 25% sobre importações originárias do Brasil, com vigência a partir de 22/jul e uma lista de exceções. As principais linhas tarifárias de açúcar e etanol não constam das exceções publicadas. Apesar disso, avaliamos que o impacto agregado sobre o setor sucroenergético tende a ser limitado. No caso do etanol, o mercado doméstico continua sendo o principal destino da produção brasileira, enquanto às exportações representam apenas 2,5% da produção nacional, com as exportações para os EUA representando cerca de 0,6% da produção total. No açúcar, embora existam impactos para exportadores mais expostos ao mercado americano, especialmente no Nordeste, os EUA são uma parcela relativamente pequena das exportações brasileiras totais do produto, que são amplamente diversificadas entre destinos globais. O principal risco permanece indireto: eventuais negociações bilaterais podem incluir o acesso do etanol americano ao mercado brasileiro, ampliando a concorrência em determinadas regiões, sobretudo Norte e Nordeste.

Mandatos globais podem ampliar mercados para o etanol. O mercado doméstico continua predominante para o produto brasileiro, mas a expansão de metas de mistura e descarbonização em outros países cria demanda potencial adicional. A cana tem vantagem de intensidade de carbono em vários mercados, embora logística, certificação e regras locais limitem a captura desse valor. O tema deve ser tratado como vetor de médio e longo prazo, e não como mitigante imediato de crédito.

Mandato de SAF. O mandato brasileiro e a rota *alcohol-to-jet* (ATJ) oferecem opcionalidade de longo prazo ao etanol de cana. A Lei do Combustível do Futuro estabelece redução de 1% das emissões da aviação a partir de 2027, com elevação gradual até 10% em 2037. Segundo a Empresa de Pesquisa Energética (EPE), a demanda potencial associada pode alcançar 1,0 a 3,0 bilhões de litros por ano a partir de 2027. No horizonte de crédito de 2026-2028, contudo, o impacto tende a ser limitado, pois os projetos exigem investimentos relevantes, com o desenvolvimento de infraestrutura, certificação, definição regulatória e contratos de compra. SAF deve ser tratado como potencial de valorização e diversificação futura, e não como mitigante de liquidez do ciclo corrente.

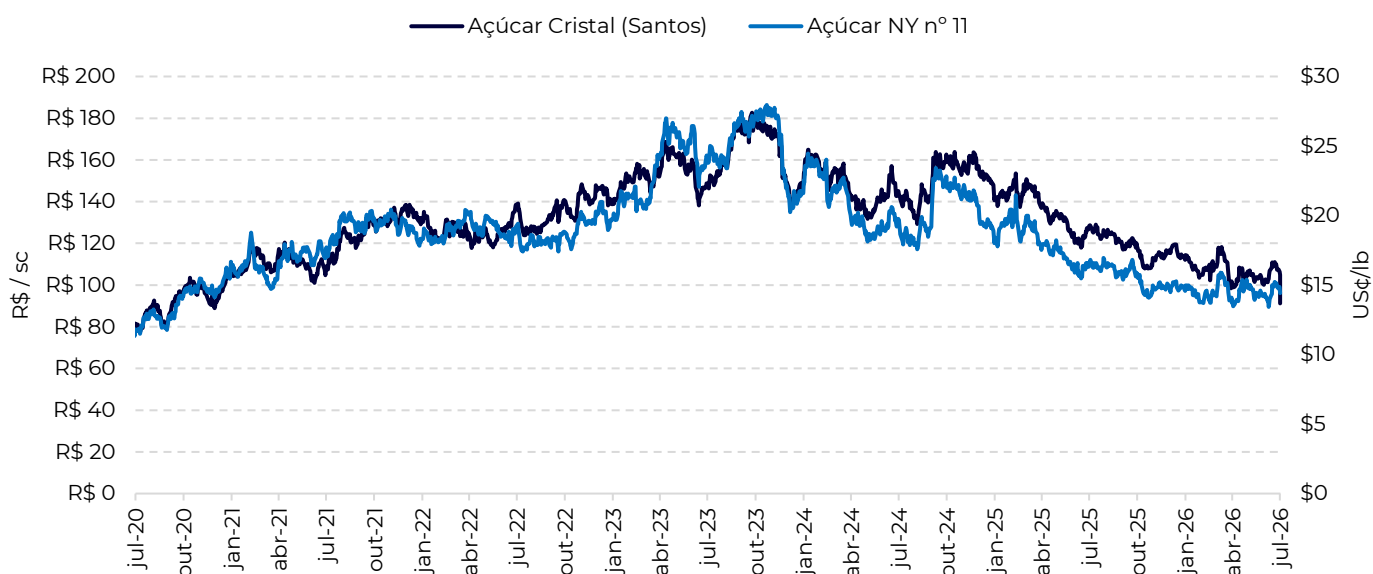
Eletificação é risco estrutural, não imediato. Os biocombustíveis permanecem centrais para a descarbonização do transporte leve brasileiro no curto e médio prazo. Ainda assim, a expansão de veículos híbridos e elétricos reduz gradualmente a demanda potencial por combustíveis do ciclo Otto. O ritmo dependerá de preço dos veículos, infraestrutura de recarga, política industrial e evolução tecnológica; por isso, o risco deve ser monitorado sem assumir que a eletrificação permanecerá distante por definição.

Nossa visão. O choque em Ormuz tem efeito duplo para o setor sucroenergético: eleva custos de fertilizantes, diesel e fretes, mas sustenta petróleo e gasolina, favorecendo a competitividade do etanol se houver transmissão aos preços domésticos. O saldo tende a ser mais favorável para usinas eficientes, pouco alavancadas e flexíveis no *mix*, embora dependa dos *hedges*, da política de combustíveis e da estrutura de cada emissor. No ambiente doméstico, o E32 oferece demanda incremental concreta no curto prazo, potencialmente próxima de 1,0 bilhão de litros anuais, enquanto RenovaBio mantém suporte estrutural; já o SAF deve ser tratado como opcionalidade de longo prazo, sem efeito mitigante relevante para o crédito no ciclo atual.

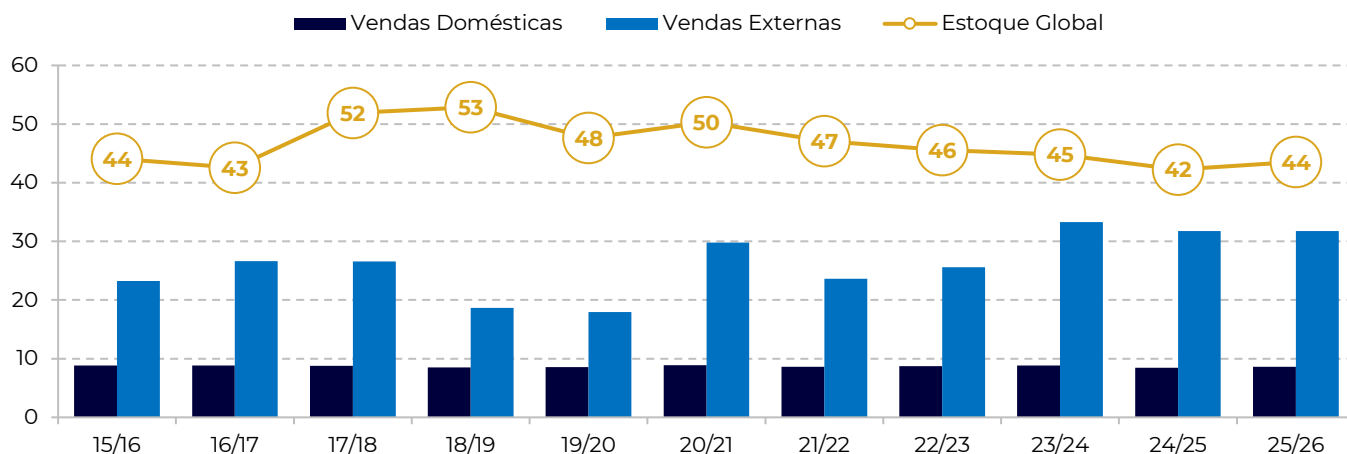
C. Preços, Crédito e Rentabilidade

Açúcar permanece pressionado, com recuperação apenas incipiente. O contrato nº 11 da bolsa de NY operou predominantemente na faixa de 14-15 cents/lb no primeiro semestre de 2026, após tocar mínimas de quase cinco anos no fim de 2025. Vale destacar que os atuais patamares de preços ainda implicam margens negativas para parte dos produtores, considerando que o custo médio de produção é estimado entre 15 e 17 cents/lb. Para 2026/27, Datagro, StoneX e Czarnikow passaram a projetar déficits globais de 3,17 milhões, 0,55 milhão e 0,60 milhão de toneladas, respectivamente. Os contratos diferidos chegaram à faixa de 15-16 cents/lb, abaixo dos níveis observados no ciclo anterior. O risco de monções (Índia), a produção europeia de beterraba e o *mix* brasileiro podem apoiar recuperação gradual; para as usinas com fixações realizadas em níveis baixos, porém, a melhora do mercado não se converte integralmente em receita.

Figura 9. Evolução do Preço de Açúcar



Fonte: CEPEA, Investing e Safra. (*) saca de 50 kg

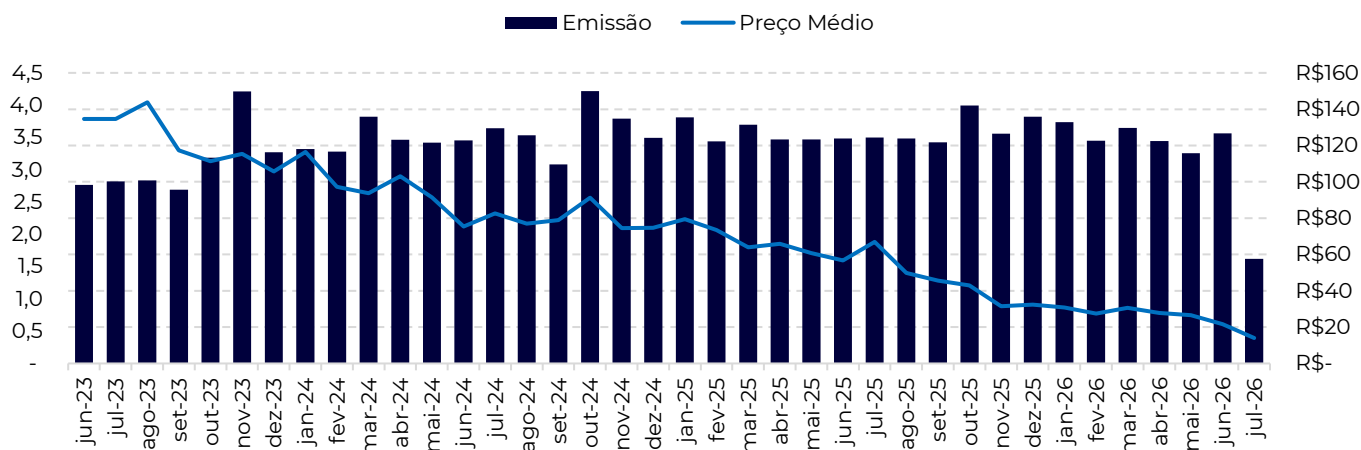
Figura 10. Estoques e Vendas de Açúcar (milhões de tons)

Fonte: Unica, USDA e Safr.

Etanol: oferta maior limita preços, enquanto a paridade sustenta a demanda. A Conab projeta 40,69 bilhões de litros em 2026/27. Em abril, o indicador Cepea/Esalq do hidratado em São Paulo caiu 7,0%, para R\$2,592/litro na semana de 13 a 17/abr, após média de R\$2,7805/litro na safra 2025/26. Na última semana de maio, a relação etanol/gasolina foi de 63,7% no Brasil e 60,7% em São Paulo, abaixo do limiar de referência de 70%. As vendas de hidratado no mercado interno cresceram 2,1% a/a em maio, para 1,77 bilhão de litros. A demanda, portanto, segue resiliente, mas não elimina o risco de pressão de preços provocado pela expansão da oferta.

E32 aumenta a demanda por anidro, mas não neutraliza sozinho o crescimento da oferta. O CNPE aprovou em 14/jul a elevação temporária da mistura de etanol anidro na gasolina de 30% para 32%, por 180 dias, com possibilidade de uma prorrogação. A estimativa setorial é de demanda adicional próxima de 1 bilhão de litros por ano e redução de aproximadamente 900 milhões de litros nas importações anuais de gasolina. Pela própria projeção da Conab, a produção total de etanol cresce cerca de 3,2 bilhões de litros em 2026/27. Assim, o E32 melhora o balanço, mas não garante recomposição de preços. A natureza temporária da medida e eventuais questionamentos regulatórios devem permanecer no mapa de riscos.

RenovaBio: CBIOS perderam capacidade de amortecer margens. A meta compulsória de 2026 é de 48,09 milhões de CBIOS. Os preços recuaram de aproximadamente R\$75 no início de 2025 para cerca de R\$29 em abr/26. Dados da B3 divulgados pela Unica indicavam 30,03 milhões de créditos disponíveis em 19/jun, equivalentes a aproximadamente 62% da meta anual, considerando títulos em poder de partes obrigadas, não obrigadas e emissores. O estoque elevado e a emissão de 20,07 milhões de CBIOS em 2026 até aquela data limitam uma recuperação mais forte do preço. A receita permanece positiva, mas sua contribuição marginal para o caixa é menor do que em períodos de preços mais altos.

Figura 11. Emissão de CBIOS (MM) e Preço Médio (R\$)

Fonte: B3 e Safr. (*) jul-26 considera dados até 16/07.

Juros elevados e crédito seletivo. A Selic permaneceu em 15% a.a. entre jun/25 e jan/26 e recuou para 14,25% após três cortes de 0,25 p.p. O Focus utilizado no compilado apontava 14,00% para o fim de 2026. Mesmo com o início do ciclo de cortes, o custo de carregamento de estoques e de rolagem da dívida permanece elevado. Um câmbio mais apreciado reduz a receita em reais das exportações de açúcar, embora alivie parte do custo de insumos importados. O efeito líquido depende do *hedge* e da moeda da dívida.

O ciclo de reestruturações no setor preocupa. A recuperação extrajudicial da Raízen envolve R\$65,1 bilhões e evidencia o risco de estratégias de expansão financiadas com alavancagem elevada. As recuperações extrajudiciais requeridas em 2026 superavam R\$109 bilhões, ante R\$41,5 bilhões em 2024, de acordo com o OBRE (Observatório Brasileiro de Recuperação Extrajudicial). No setor agrícola, inadimplência e recuperações de fornecedores de insumos restringem crédito e originação; no industrial, baixa liquidez, *capex* agrícola represado e vencimentos concentrados elevam a vulnerabilidade.

Nossa visão. O eixo de preços e crédito será o principal fator de diferenciação entre os emissores neste ciclo: o clima influencia o ambiente operacional, mas a estrutura de capital determina a capacidade de atravessá-lo. O setor combina volumes e demanda elevados com preços pouco remuneradores para açúcar, CBIOS e energia, além de juros ainda restritivos. Preferimos emissores com fixação disciplinada, liquidez para financiar estoques na entressafra e dívida alongada. Permanecemos céticos quanto a teses de desalavancagem condicionadas à recuperação do açúcar.

Figura 12. Quadro-Resumo dos Riscos Mapeados

Risco	Probabilidade	Impacto	Tendência
El Niño moderado a forte	Alta	Moderado	Estável
Reescalada Irã/Ormuz — petróleo, fertilizantes e frete *	Mod.-Alta	Mod.-Alto	Em elevação (colapso do acordo em 07/jul)
Sobreoferta global de açúcar / preços fracos	Alta	Mod.-Alto	Em queda parcial (déficits projetados p/ 26/27)
Seção 301 — tarifas e abertura do mercado de etanol	Moderada	Baixo	Vigência em 22/jul
Pressão de crédito / alavancagem e reestruturações	Alta	Mod.-Alto	Em elevação
CBIO deprimido (perda de receita ancilar)	Alta	Mod.-Baixo	Estável em mínimas
Câmbio apreciado (real forte)	Alta	Moderado	Estável
Não prorrogação do E32 / reversão regulatória	Baixa	Mod.-Baixo	Nova (vigência de 180 dias)
Queda abrupta do petróleo (acordo de paz duradouro)	Mod.-Baixa	Moderado	Simétrico ao risco Ormuz

Fonte: Safrá.

Parte 2 — Impacto nos segmentos

Açúcar. É o segmento mais exposto ao preço internacional e ao câmbio. A recuperação da produção na Índia, Tailândia, China e Paquistão pressionou a safra 2025/26; para 2026/27, consultorias passaram a projetar déficit, apoiadas por menor oferta europeia e incertezas climáticas. No Brasil, a Conab projeta 43,95 milhões de toneladas (-0,5% a/a), enquanto a produção do Centro-Sul acumulava queda próxima de 2% até 1º/jun. A flexibilidade de deslocar ATR para etanol funciona como estabilizador, mas é limitada por configuração industrial, contratos e fixações. Os principais indicadores de monitoramento são câmbio, curva de açúcar, ritmo de fixação de 2027/28 e evolução das estimativas de déficit global.

Etanol hidratado. A paridade de 61,7% no Brasil e 58,6% em São Paulo sustenta a demanda, mas a projeção de produção recorde reduz o poder de preço no mercado *spot*. O segmento tem elevada sensibilidade ao petróleo e à política doméstica nos preços da gasolina. Na entressafra, a estratégia de carregar estoques exige capital de giro a taxas ainda altas; por isso, a capacidade de estocagem só é vantagem quando há liquidez.

Etanol anidro. A demanda é mais previsível por decorrer da mistura obrigatória à gasolina. O E32 adiciona aproximadamente 1,0 bilhão de litros anuais em relação ao E30, enquanto a Conab projeta 11,0 bilhões de litros de anidro de cana (+8,4%) em 2026/27. O anidro normalmente negocia com prêmio sobre o hidratado, mas o diferencial varia ao longo da safra e não deve ser fixado em R\$0,35-0,40/litro sem atualização da média Cepea. Os riscos centrais são a vigência temporária do E32 e a possibilidade de maior concorrência de etanol importado.

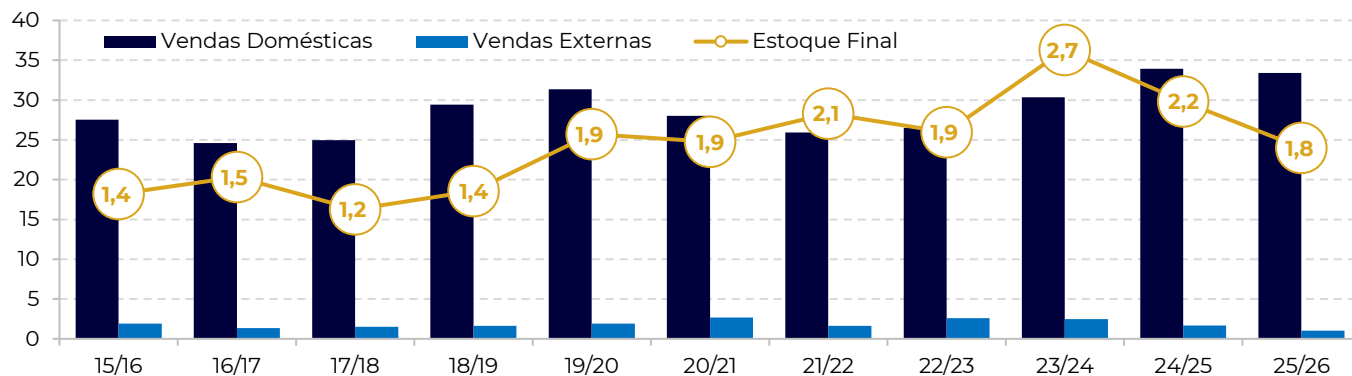
Etanol de milho. A Conab projeta 11,43 bilhões de litros em 2026/27 (+15,1%), novo recorde. Na segunda quinzena de maio, o produto respondeu por 19,41% do etanol fabricado no Centro-Sul, com 413,2 milhões de litros (+12,4% a/a). Naquela quinzena, estavam em operação dez unidades dedicadas a milho e nove usinas *flex* no Centro-Sul. O modelo reduz a sazonalidade da cana e gera coprodutos, mas concentra risco no preço do milho, na execução do *ramp-up* e no custo da dívida.

Bioeletricidade e CBIOS. A cogeração pode diversificar receita e reduzir exposição ao custo de energia, mas sua contribuição depende de contratos, sazonalidade e preços de mercado de cada usina. Para CBIOS, o estoque elevado e o preço próximo das mínimas reduzem a contribuição para a receita, especialmente em projetos cuja estrutura de capital incorporava premissas mais agressivas.

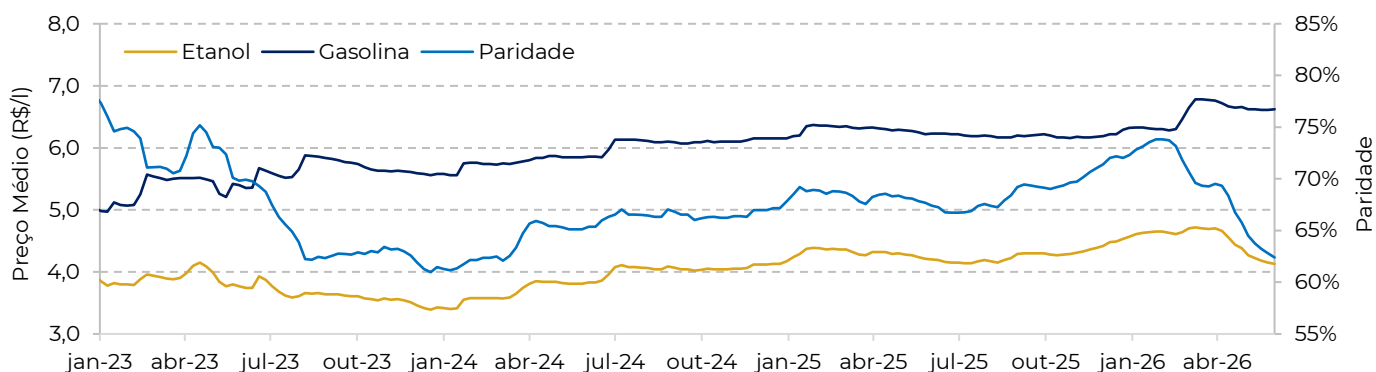
Figura 13. Quadro-Resumo dos Riscos por Segmento

	El Niño	Irã / Ormuz	Seção 301	Sobreoferta	Câmbio	Crédito/Juros
Açúcar	Mod.-Alto	Moderado	Moderado	Alto	Mod.-Alto	Moderado
Etanol hidratado	Moderado	Moderado	Baixo	Moderado	Baixo	Moderado
Etanol anidro	Moderado	Moderado	Baixo	Mod.-Baixo	Baixo	Moderado
Etanol de milho	Mod.-Alto	Moderado	Baixo	Moderado	Mod.-Baixo	Mod.-Alto
Bioeletricidade / CBIO	Mod.-Baixo	Mod.-Baixo	Baixo	Mod.-Alto	Baixo	Moderado
Fornecedores de cana	Alto	Mod.-Alto	Baixo	Moderado	Moderado	Alto

Fonte: Safrá.

Figura 14. Estoques e Vendas de Etanol Brasil (bilhões de litros)

Fonte: Unica e Safr.

Figura 15. Preços e Paridade Gasolina x Etanol

Fonte: ANP e Safr.

Agenda de Monitoramento e Catalisadores

22/jul/26 - Início da cobrança da tarifa adicional de 25% dos EUA sobre produtos brasileiros; monitorar aplicação às linhas de açúcar e etanol, reação comercial do Brasil e eventuais negociações bilaterais.

Ago/26 - Segundo levantamento da safra de cana 2026/27 da Conab e quinzenais da Unica; acompanhar moagem, ATR, mix, produção de etanol de milho e estoques.

4T26 - Ritmo de fixações de açúcar para 2027/28, revisões de oferta e demanda global, produção europeia, monções e política de exportação da Índia.

Jan/27 - Vencimento aproximado do período inicial de 180 dias do E32; acompanhar eventual prorrogação, conversão em medida permanente e questionamentos regulatórios.

Nossa visão. A safra 2026/27 combina produção projetada elevada, paridade favorável ao etanol e demanda regulatória adicional com preços de açúcar e CBIOs ainda fracos, juros elevados e necessidade de capital para renovação agrícola e carregamento de estoques. A transmissão do risco setorial ao crédito ocorre menos pelo volume agregado e mais pela capacidade de converter ATR em margem e caixa. Flexibilidade de *mix*, *hedge*, liquidez, prazo da dívida e proteção contratual separam emissores resilientes daqueles que exigem cautela.

Parte 3 – Um Olhar Sobre as Companhias

Levantamos as principais métricas de crédito das companhias do setor, totalizando 21 grupos econômicos. Os números de margem, alavancagem e liquidez podem ser vistos na Figura 16 abaixo. Na sequência, fizemos a análise individual de 9 destes 21 grupos.

Com base nos números levantados das últimas safras, vimos um reforço da posição de liquidez na maioria dos grupos, movimento que atribuímos, ao menos em parte, à expansão das emissões de CRAs ao longo do ciclo. O maior acesso ao mercado de capitais permitiu às companhias alongar seus cronogramas de amortização e reduzir a dependência de linhas de curto prazo, reduzindo o risco de refinanciamento em um ambiente de Selic ainda elevada.

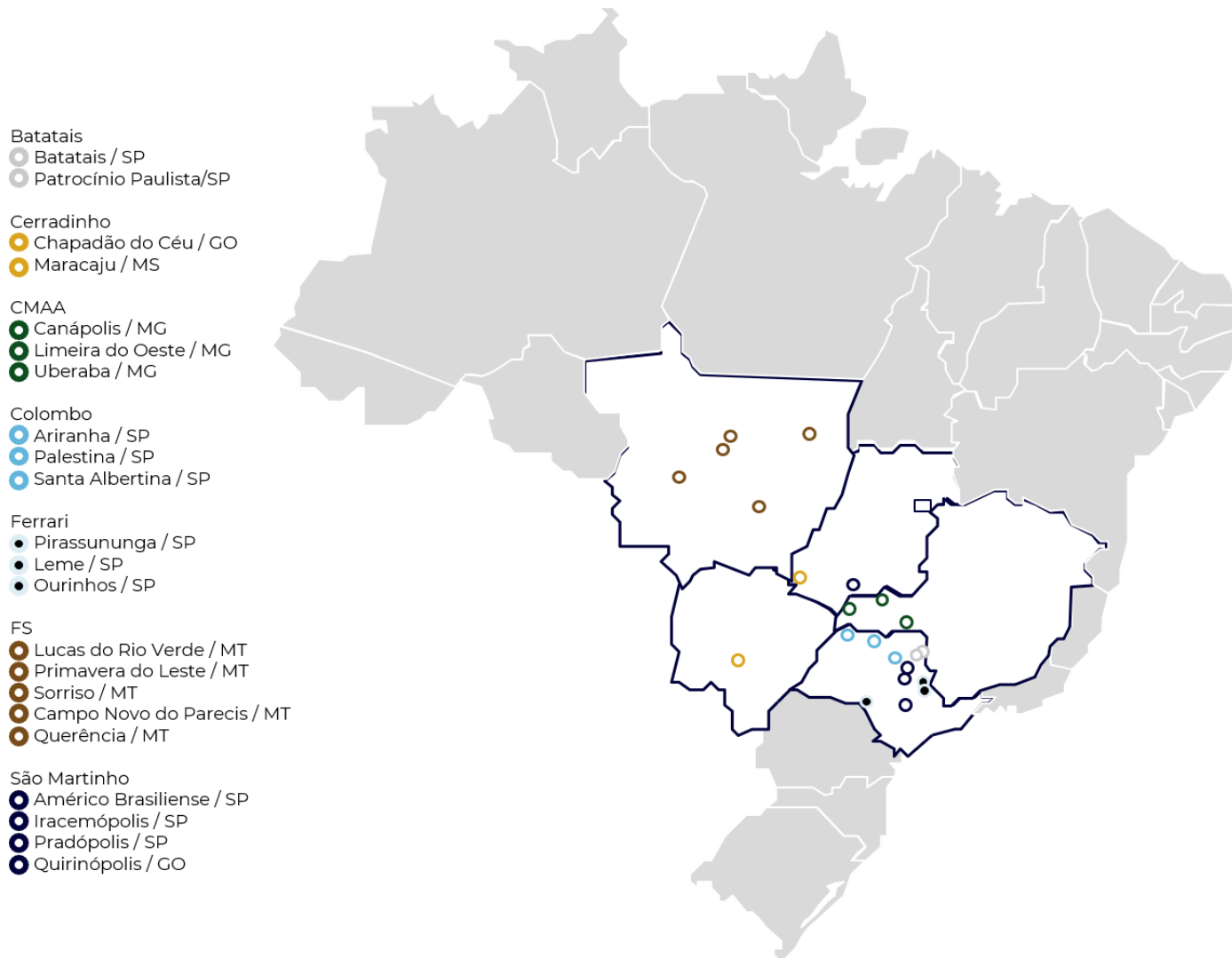
Do lado da alavancagem, a média das companhias avaliadas (ex-Raízen e Copersucar) é de 1,9x na última safra, acima do intervalo de 1,3x a 1,5x observado nas últimas cinco safras. A elevação, contudo, não é homogênea, ela reflete majoritariamente um grupo de usinas que aceleraram investimentos ao longo do ciclo. Os investimentos se concentram nas aquisições de ativos industriais e de terras no âmbito do processo de desinvestimento da Raízen, ou crescimento orgânico via ampliação de ativos já existentes e o anúncio de novas plantas — particularmente pelos operadores de etanol de milho. Por outro lado, um grupo de companhias entram no ciclo atual sem capex relevante e com estabilidade na alavancagem.

Entre as companhias sob nossa cobertura, observamos na maior parte dos casos posição de liquidez mais robusta e alavancagem média inferior à dos demais emissores, o que sustenta perfis de crédito mais resilientes em um ciclo de preços e margens pressionados.

Figura 16. Quadro-Resumo das Companhias

Companhias	Margem EBITDA		Alavancagem		Liquidez	
	2024/25	2025/26	2024/25	2025/26	2024/25	2025/26
Adecoagro	30,1%	19,1%	1,2	4,0	2,6	2,2
Cerradão	30,9%	27,6%	2,3	2,9	2,9	2,9
Cerradinho	30,6%	35,8%	2,0	1,4	2,1	4,3
Cocal	58,8%	53,0%	1,1	2,7	2,7	3,7
Colombo	37,9%	43,3%	1,0	0,8	2,8	2,9
Companhia Melhoramentos (CMNP)	55,3%	50,3%	1,8	2,2	2,3	2,6
Coruripe	40,2%	38,2%	1,7	2,3	0,9	0,8
Ferrari	59,2%	46,2%	0,5	0,9	7,1	11,4
FS	25,3%	27,4%	2,5	2,5	2,7	3,1
Grupo Balbo	18,4%	21,6%	0,9	1,6	3,4	4,0
Jalles Machado	63,3%	60,8%	1,2	1,3	2,2	9,8
Lincoln Junqueira	42,1%	N/D	-0,5	N/D	6,5	N/D
Pedra Agroindustrial	39,1%	36,1%	1,3	1,6	1,0	3,9
São Martinho	47,9%	47,1%	1,4	1,4	3,5	4,6
Usina Batatais	38,2%	31,6%	0,9	1,8	0,9	1,8
CMAA	49,0%	50,7%	1,2	2,0	2,2	1,0
Viralcool	38,3%	32,6%	0,3	2,0	1,8	1,3
Zilor	32,2%	36,0%	1,7	1,1	4,9	2,5
Tereos	23,7%	18,6%	1,7	2,1	1,3	2,5
Raízen	4,5%	5,0%	3,2	5,2	5,0	0,2
Copersucar	1,8%	2,0%	1,7	-0,3	0,7	1,2

Fonte: Companhias e Safr.

Figura 17. Mapa de Atuação das Companhias Analisadas Individualmente

Fonte: Companhias e Safrá.

Colombo

Perfil. A Colombo Agroindústria pertence à *holding* Angelina Colombo e possui capacidade de moagem de 12,5 milhões de toneladas, distribuída entre as usinas de Ariranha (7,0 milhões de tons), Palestina (2,3 milhões de tons) e Santa Albertina (3,2 milhões de tons), todas localizadas no interior de São Paulo. As terras são controladas pela João Colombo Agrícola, enquanto o plantio e a colheita são realizados pela Colombo Agroindústria, com cerca de 75% da moagem proveniente de cana própria. A companhia também atua na venda de açúcar no varejo por meio das marcas Colombo e Caravelas, além de fornecer açúcar para marcas próprias de varejistas e atuar na exportação da *commodity*.

Desempenho safra 2025/26. A Colombo processou 9,6 milhões de toneladas na safra (-7,4% vs. safra 2024/25), com a queda associada à menor área colhida, que recuou 6,8% para 97,7 mil hectares em função do ciclo de renovação de canaviais. A produtividade agrícola medida pelo TCH caiu 3,1% para 73,8 ton/ha, enquanto o ATR avançou 2,1% para 139,4 kg/ton, acima da média de 137,8 kg/ton reportada para o Centro-Sul. Mesmo com a menor moagem, a produção de açúcar alcançou 713 mil toneladas (+36,0% a/a) e maior patamar da série histórica do Grupo, com o mix açucareiro subindo de 39,3% para 56,4%, viabilizado pela entrada em operação da nova fábrica da Unidade Palestina. A produção de etanol recuou 31,9% para 363 mil m³.

A receita líquida totalizou R\$2,9 bilhões (-3,9% a/a), variação inferior à retração da moagem por conta da maior geração de receita por tonelada, do reforço das exportações de açúcar e venda energia elétrica. O EBITDA Ajustado somou R\$1,2 bilhão (+7,3% a/a) com margem de 42,2% (+4,3 p.p. a/a), com incremento de 1,3 p.p. a/a na margem bruta e queda nas despesas administrativas.

Perfil da dívida. A dívida bruta cresceu 9,8% para R\$2,8 bilhões, com aumento da participação do mercado de capitais, que passou a responder por R\$2,1 bilhões, impulsionado pela emissão de debêntures de R\$650 milhões com prazo de sete anos. A dívida líquida, por sua vez, encerrou a safra em R\$1,0 bilhão (-11,5% a/a), sustentada pela geração operacional de caixa e pela gestão de capital de giro, que compensaram os desembolsos do ciclo agroindustrial. A combinação de menor dívida líquida e maior EBITDA levou a alavancagem, medida por Dívida Líquida/EBITDA Ajustado, de 1,0x para 0,8x.

Conclusão da unidade de açúcar na Usina Palestina. Em out/25, a companhia iniciou as operações da nova fábrica de açúcar da usina Palestina, com capacidade de produção de até 150 mil toneladas de açúcar VHP, elevando o *mix* consolidado do grupo para cerca de 56%. A unidade representava o principal projeto de expansão da companhia, com o capex devendo retornar para patamares próximos de R\$1,0 bilhão, concentrados em renovação de canavial e trato agrícola.

Governança. Em 2024, a companhia destituiu seu presidente executivo após denúncias de uso indevido do cartão corporativo, episódio que levantou preocupações relacionadas a falhas de controles internos e potenciais impactos decorrentes de eventual revisão de demonstrações financeiras. Em julho de 2024, a S&P revisou a perspectiva da companhia de estável para negativa em função das questões de governança identificadas. Posteriormente, em abril de 2025, a agência restabeleceu a perspectiva estável após avanços observados nas medidas corretivas implementadas pela empresa. Desde o ocorrido, a companhia vem adotando uma série de iniciativas voltadas ao fortalecimento de sua estrutura de governança, incluindo a ampliação dos comitês e conselhos ligados a *compliance*, além do reforço dos mecanismos internos de controle e supervisão.

Nossa visão. Atribuímos à Colombo um perfil de crédito de risco moderado-baixo, com perspectiva neutra. Nossa avaliação se fundamenta no histórico de manutenção da alavancagem em patamares reduzidos, mesmo durante ciclos mais intensivos de investimento, como o da construção da nova unidade de açúcar de Palestina. A relação Dívida Líquida/EBITDA ajustado encerrou a safra 2025/26 em 0,8x, frente a 1,0x no ciclo anterior. A conclusão do principal projeto de expansão deve favorecer a geração de caixa livre nos próximos ciclos, diante da ausência, ao menos no curto e médio prazo, de novos investimentos relevantes em capacidade. Também contribuem para a avaliação a elevada participação de cana própria, equivalente a 75,3% da moagem, o que confere maior controle sobre produtividade e manejo agrícola, além da escala operacional relevante distribuída entre as três usinas.

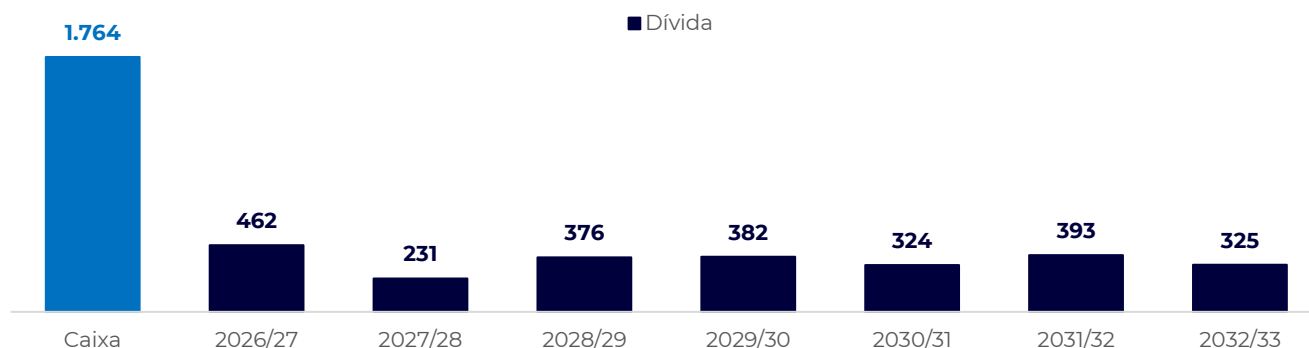
Destacamos ainda a atuação no mercado de açúcar de varejo por meio das marcas Colombo e Caravelas, com maior agregação de valor em um cenário em que os preços domésticos permanecem superiores aos de exportação.

Entre os pontos de atenção, monitoramos a continuidade da melhora de governança após a troca da gestão em 2024, além dos impactos de eventos climáticos e queimadas, que afetaram a safra 2024/25 e seguem como risco recorrente para o setor. A perspectiva neutra reflete o sólido perfil de crédito, posicionando a companhia para enfrentar um cenário de margens mais pressionadas no curto e médio prazo.

Figura 18. Dados Financeiros — Colombo (R\$ milhões)

Receita Operacional	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26
Receita Líquida (R\$ Mi)	2.510	2.715	3.196	2.992	2.877
Margem Bruta	30,6%	28,2%	31,4%	16,2%	17,5%
EBITDA (R\$ Mi)	1.367	1.583	1.614	1.133	1.215
Margem EBITDA	58,5%	56,8%	50,5%	37,9%	42,2%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	319	317	420	7	23
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	944	875	888	1.162	1.028
Dívida Bruta/PL	0,9	0,8	0,7	1,0	1,1
Dívida Líquida/EBITDA	0,7	0,6	0,7	1,0	0,8
Ativo CP/Passivo CP	1,9	2,7	3,3	2,4	2,3
Caixa/Dívida CP	2,1	4,9	2,7	2,8	2,9
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	1.062	1.659	1.485	1.571	1.622
FCl	-776	-1.042	-1.103	-1.340	-1.261
FCF	-167	-570	-393	196	21
Δ Caixa	119	47	-11	427	382

Fonte: Colombo e Safrá.

Figura 19. Cronograma de Amortização — Colombo (R\$ milhões)

Fonte: Colombo e Safrá.

Copersucar

Perfil. A Copersucar está entre as líderes globais na comercialização de açúcar e etanol, com atuação integrada em armazenamento, logística e comercialização dos produtos. A produção é realizada por 42 usinas associadas com exclusividade de comercialização, além de outras unidades em regime não exclusivo. No Brasil, as vendas de etanol são feitas por meio da Evoluta Etanol.

A companhia também possui operações internacionais por meio da Alvean, focada na exportação de açúcar, e da Eco-Energy, voltada para biocombustíveis e gás natural nos EUA. A Eco-Energy tem sido um dos principais vetores de crescimento da companhia, agregando a produção de 26 usinas de etanol de milho, com comercialização superior a 9,0 bilhões de litros, equivalente a cerca de 15% do mercado doméstico norte-americano, além de operar 12 terminais de distribuição e comercializar mais de 500 milhões de BTUs de gás natural.

Desempenho safra 2025/26. As usinas associadas à Copersucar registraram volume de moagem de 108 milhões de toneladas, equivalente a cerca de 18% da moagem do Centro-Sul, com leve alta de 0,9% em relação à safra 2024/25. Apesar do crescimento mais moderado da moagem, os volumes movimentados de açúcar e etanol atingiram níveis recordes. No açúcar, o volume comercializado alcançou 17,2 milhões de toneladas (+9,6%), com destaque para o avanço de 11,7% nas vendas ao mercado externo. Já no etanol, o volume comercializado atingiu 20,9 milhões de m³, sendo aproximadamente 53% originado nos EUA e 47% no Brasil. Na operação de gás natural nos Estados Unidos, houve queda de 1,0% no volume comercializado, parcialmente compensada pelo aumento dos preços, refletindo um inverno mais rigoroso e condições climáticas mais extremas.

A receita líquida atingiu R\$ 65,8 bilhões (+5,5% a/a), impulsionada pelo crescimento dos volumes comercializados e pela melhora nos preços do etanol, com alta de 4,0% no mercado local e 14,6% no mercado externo, compensando o recuo superior a 20% nos preços do açúcar. O EBITDA totalizou R\$ 1,3 bilhão (+12% a/a), sustentado pela melhora das margens nas operações de gás natural e serviços, compensando a pressão no segmento sucroalcooleiro.

Perfil da dívida. A dívida bruta totalizou R\$6,4 bilhões ao final da safra 2025/26, sendo cerca de 24% concentrada em linhas com vencimento no curto prazo e 76% no longo prazo. Entre os principais instrumentos de dívida, destacam-se as emissões de CDCAs (49%), linhas de capital de giro (20%), operações de pré-pagamento de exportação (19%) e CRA (10%). A dívida líquida encerrou o período em R\$4,6 bilhões (-12,5% a/a), refletindo a geração de caixa livre observada na safra. A alavancagem, por sua vez, recuou para 3,5x, frente a 4,4x na safra 2024/25. Considerando os estoques detidos pela companhia, a posição ajustada indicaria um caixa líquido de aproximadamente R\$0,4 bilhão, ante dívida líquida ajustada de R\$2,1 bilhões na safra anterior e alavancagem de -0,3x (vs. 1,7x na SF24/25).

Perspectivas safra 2026/27. A Copersucar espera aumentar os volumes de cana processados na safra, com a melhora na produtividade do canavial e a entrada de 4 novas usinas, adquiridas pela Cocal, Ferrari Agroindústria e Viralcool, com processamento esperado entre 125 e 128 milhões de toneladas. Com a maior moagem própria e ampliação do volume de terceiros, a companhia espera ampliar os volumes comercializados de açúcar.

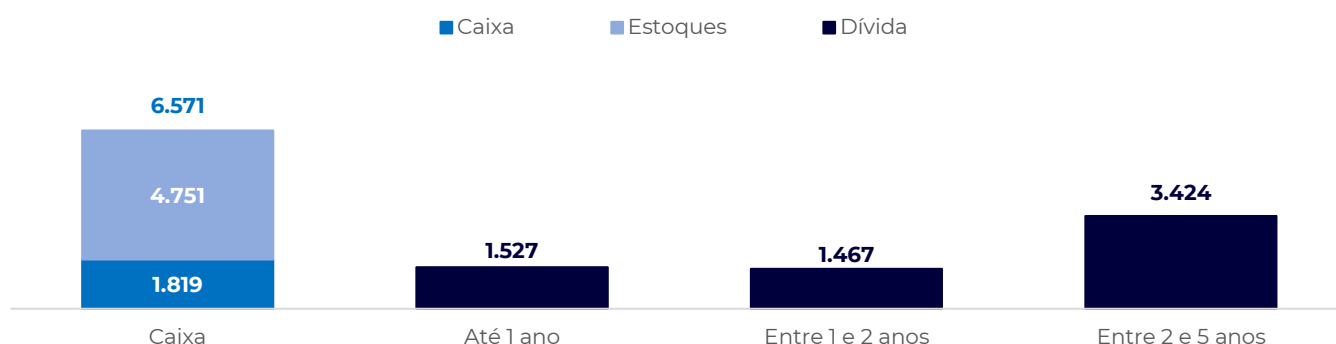
Saída de associados na safra 2027/28. Os grupos Pedra Agroindustrial e Ipiranga Agroindustrial, respectivamente primeiro e quarto maiores acionistas da companhia, anunciaram que deixarão a Copersucar a partir da safra 2027/28. Segundo a companhia, a decisão estaria relacionada aos novos mandatos propostos pela companhia dentro do plano de negócios do ecossistema da Copersucar. Os dois grupos representam cerca de 6% do volume total comercializado pela companhia. Ainda assim, a saída tende a ser parcialmente compensada pela entrada de quatro novas usinas já a partir da safra 2026/27.

Nossa visão. Atribuímos à Copersucar risco de crédito moderado-baixo, com perspectiva neutra. A avaliação reflete (i) a diversificação geográfica das operações, distribuídas entre Brasil e Estados Unidos e complementadas por exportações globais, e a diversificação por segmentos, com exposição a açúcar, etanol e gás natural; (ii) a melhora do perfil de endividamento, com a dívida líquida recuando 12,5% a/a, para R\$4,6 bilhões, e a alavancagem cedendo de 4,4x para 3,5x na safra 2025/26, patamar que, ajustado pelos estoques, indicaria posição de caixa líquido de aproximadamente R\$0,4 bilhão, associada a uma estrutura de liquidez adequada; e (iii) o posicionamento verticalizado, sustentado por contratos com os produtores e por soluções logísticas de embarque. Entre os pontos de atenção, destacamos a dinâmicas de oferta e demanda mais pressionadas, especialmente no açúcar na safra atual, segmento que registrou a menor margem desde a safra 2022/23. Como pontos de monitoramento, acompanhamos a saída dos grupos Pedra Agroindustrial e Ipiranga Agroindustrial a partir da safra 2027/28, com potencial de ser suportada pela entrada de novas usinas produtoras, e o desenvolvimento do plano de negócios, com investimentos em frentes como biometano.

Figura 20. Dados Financeiros — Copersucar (R\$ milhões)

Resultado Financeiro	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26
Receita Líquida (R\$ Mil)	74.883	70.144	54.075	62.345	65.781
Margem Bruta	2,6%	2,9%	2,4%	2,5%	2,6%
EBITDA (R\$ Mil)	1.514	1.412	1.093	1.184	1.326
Margem EBITDA	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%	2,0%
Lucro Líquido (R\$ Mil)	781	679	285	408	653
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida ex-estoques (R\$ Mil)	1.857	1.306	-774	2.062	-399
Dívida Bruta/PL	4,8	3,4	3,5	3,3	2,7
Dívida Líquida/EBITDA	1,2	0,9	-0,7	1,7	-0,3
Ativo CP/Passivo CP	1,7	1,7	1,4	1,4	1,6
Caixa/Dívida CP	1,0	1,0	1,1	0,7	1,2
Fluxo de Caixa (R\$ Mil)					
FCO	176	1.587	2.245	239	2.532
FCI	738	-378	-126	-171	-183
FCF	123	-2.497	-791	-1.673	-2.033
Δ Caixa	1.037	-1.288	1.329	-1.605	316

Fonte: Copersucar e Safrá.

Figura 21. Cronograma de Amortização — Copersucar (R\$ milhões)

Fonte: Copersucar e Safrá.

Cerradinho

Perfil. A Cerradinho Bioenergia é um grupo sucroenergético integrado com operações de cana de açúcar (CerradinhoBio, Chapadão do Céu/GO) e milho (Neomille, Chapadão do Céu e segunda planta em Maracaju/MS). A diversificação de matéria-prima (cana + milho), de produtos (etanol hidratado e anidro, açúcar VHP, bioeletricidade, DDG/DDGS, óleo de milho e CBIOS). Atualmente, a companhia possui uma capacidade de moagem por safra de cerca de 17 milhões de toneladas de cana equivalente (cana+milho) e *mix* máximo de produção de açúcar de 70% na operação de cana de açúcar.

Desempenho safra 2025/26. A moagem total atingiu 16,0 milhões de toneladas (+5% a/a). O destaque da safra foi a conclusão da segunda fase da fábrica de açúcar, que elevou o *mix* açucareiro para 62% (23% na safra anterior) e resultou em produção de 415 mil toneladas de açúcar VHP (+195%). Em contrapartida, o etanol total equivalente recuou 13%, para 865 mil m³, movimento esperado dado o redirecionamento de ATR para o açúcar. A produtividade agrícola cedeu 1% a/a (79,6 t/ha) por efeitos climáticos, mas o ATR permaneceu estável em 139 kg/t. A maior verticalização, com 63% de cana própria ante 52%, tende a reduzir a exposição ao Consecana e favorece o custo caixa.

A receita líquida somou R\$4,3 bilhões (+16% a/a), puxada pela consolidação do açúcar e pelo maior volume de milho e coprodutos. O EBITDA Ajustado alcançou R\$1,5 bilhão (+35% a/a), com margem de 36% (+5 p.p.) com o custo caixa do etanol de cana caindo 14% (R\$ 2.528/m³) via diluição de custos.

Perfil da dívida. A dívida bruta encerrou a safra em R\$4,0 bilhões (+5,4% a/a) sendo composta por CRAs (33%), debêntures (30%) e linhas de empréstimos e financiamentos (37%), com todas as linhas em moeda local e 90% dos vencimentos concentrados no longo prazo. No período, a Cerradinho captou R\$512 milhões, sendo R\$485 milhões em debêntures, tendo amortizado R\$753 milhões. A dívida líquida recuou 6%, para R\$ 2,2 bilhões, e a alavancagem (dívida líquida/EBITDA) saiu de 2,0x na safra 2024/25 para 1,4x na safra 2025/26. Os *covenants* mais restritivos preveem uma alavancagem de até 3,0x.

A companhia possui uma robusta posição de liquidez, com caixa e equivalentes totalizando R\$1,7 bilhão, suficiente para amortizar a dívida de curto prazo em 4,3x e cobrindo as 3 próximas torres de vencimento de R\$393 milhões (SF26/27), R\$372 milhões (SF27/28) e R\$637 milhões (SF28/29).

Conclusão dos investimentos. Na última safra, a Cerradinho concluiu a segunda expansão da unidade de açúcar, elevando o *mix* máximo para cerca de 70% e ampliando a flexibilidade operacional da usina de cana. Além disso, já na safra 2026/27, a companhia concluiu a expansão da usina de milho em Chapadão do Céu, aumentando a capacidade de moagem em cerca de 30%, para 1,2 milhão de toneladas por safra. Vale destacar que o último projeto apresentou um capex por litro implantado equivalente a aproximadamente 1/3 de projetos *greenfield*, refletindo as sinergias com a estrutura já existente da planta em operação. Ainda na safra 2025/26, a companhia realizou a aquisição de uma área de terra próxima à planta de Chapadão do Céu por R\$272 milhões, com desembolso inicial de R\$32 milhões e amortização em 6 parcelas anuais.

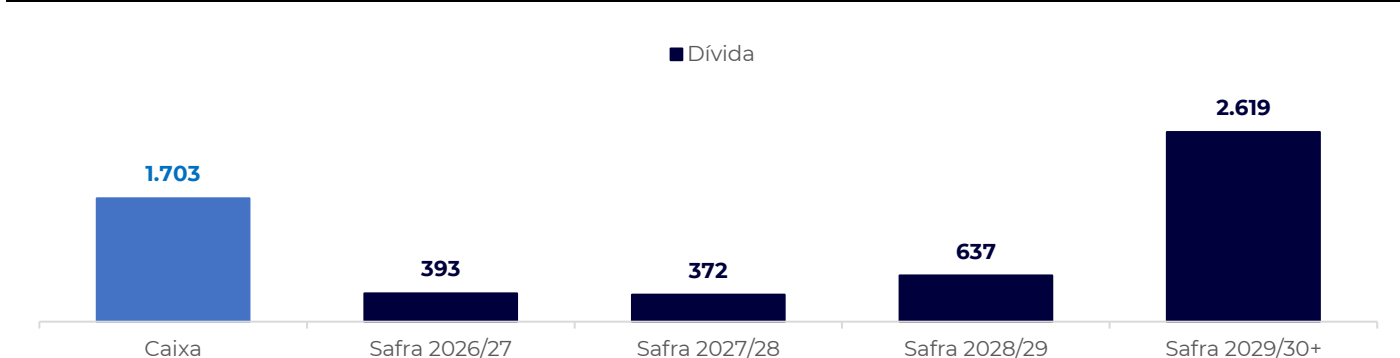
Nossa visão. Atribuímos à Cerradinho perfil de risco moderado-baixo, com perspectiva neutra. Entre os pontos positivos, destacamos um portfólio híbrido de cana e açúcar, que confere resiliência aos resultados. A alavancagem recuou para 1,4x dívida líquida/EBITDA Ajustado, ante 2,0x, sustentada pela conclusão dos principais projetos de investimento, com destaque para a segunda fase da fábrica de açúcar. O ciclo de investimentos deve ser voltado à otimização dos ativos e ao aproveitamento da infraestrutura já consolidada. A estrutura de liquidez encontra-se alongada após o *liability management* executado nas 2 últimas safras, com 90% do endividamento bruto no longo prazo e caixa de R\$1,7 bilhão cobrindo as torres de vencimento das próximas três safras.

Entre os pontos de monitoramento, destacamos um serviço da dívida ainda elevado, comprometendo a geração de caixa livre e limita a desalavancagem pela via da redução do principal. Além disso, novos investimentos relevantes poderiam realavancar a estrutura, apesar de considerarmos um cenário pouco provável no curto prazo. A perspectiva neutra reflete o *mix* produtivo mais diversificado da Cerradinho, aliado a uma estrutura de balanço fortalecida pelas captações realizadas recentemente.

Figura 22. Dados Financeiros — Cerradinho (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26
Receita Líquida (R\$ Mi)	2.623	2.477	2.574	3.712	4.288
Margem Bruta	36,5%	25,3%	13,2%	26,0%	33,8%
EBITDA (R\$ Mi)	1.076	798	604	1.134	1.536
Margem EBITDA	41,0%	32,2%	23,5%	30,6%	35,8%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	514	243	40	197	373
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	610	1.559	1.670	2.285	2.156
Dívida Bruta/PL	1,6	2,2	2,6	2,7	2,2
Dívida Líquida/EBITDA	0,6	2,0	2,8	2,0	1,4
Ativo CP/ Passivo CP	2,7	2,5	2,0	1,8	2,2
Caixa/Dívida CP	4,0	3,2	2,4	2,1	4,3
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	757	139	1.046	388	700
FCI	-361	-692	-409	-618	-189
FCF	-127	638	-153	-9	-515
Δ Caixa	269	84	484	-239	-5

Fonte: Cerradinho e Safr.

Figura 23. Cronograma de Amortização — Cerradinho (R\$ milhões)

Fonte: Cerradinho e Safr.

São Martinho

Perfil. A São Martinho atua no segmento sucroalcooleiro desde o início do séc. XX, atualmente com operações de açúcar, etanol (cana e milho) e, em menor escala, ração animal e energia elétrica. A companhia foi listada na B3 em 2007, estando hoje entre as maiores empresas do segmento no Brasil. Suas 4 usinas ficam localizadas nos estados de SP e GO, com uma capacidade de moagem de 24,5 milhões de toneladas de cana de açúcar por ano (~4,0% do volume moído no Brasil na safra 2025/26) e 500 mil toneladas de milho (~2,5 milhões de toneladas de cana equivalentes). As unidades do estado de SP estão dentro de grandes polos produtores, nas regiões de Limeira, Araraquara e Ribeirão Preto, produzindo açúcar - destinado majoritariamente para exportação, etanol e energia. A operação de Goiás é composta por uma usina híbrida, com capacidade de moagem de 5 milhões de toneladas de cana e 500 mil toneladas de milho, com as unidades voltadas exclusivamente à produção de etanol, energia, DDG.

Desempenho safra 2025/26. A companhia encerrou a Safra 2025/26 com moagem de ~21,9 milhões de toneladas de cana (+0,6% a/a) e ATR produzido (cana + milho) de 3.429 mil toneladas (-1,4%), pressionada pela seca no período de crescimento do canavial, com menor produtividade e ATR médio por parte da cana, parcialmente compensado pelo crescimento de 1,9% em milho. O *mix* foi ajustado a partir de setembro/25 em favor do etanol (*mix*-açúcar de 49% no 12M26 vs. 45% no 12M25) em busca de melhores preços. A receita líquida atingiu R\$ 7,4 bilhões na safra (+3,3% a/a), com EBITDA de R\$ 3,5 bilhões (+1,7% a/a) e margem de 47,1% (-0,7p.p. a/a).

Perfil da dívida. A dívida bruta atingiu R\$9,2 bilhões (+14,2% a/a), com destaque para o crescimento das debêntures (R\$3,1 bilhões) e dos CRAs (R\$2,5 bilhões), refletindo as novas captações do ciclo. A dívida líquida encerrou em R\$5,0 bilhões (+0,6% a/a). A alavancagem (Dívida Líquida/EBITDA) ficou estável em 1,4x. Com caixa e equivalentes de R\$ 4,3 bilhões, o perfil de amortização é alongado, com prazo médio de 5,4 anos e apenas cerca de 10% do saldo no curto prazo.

Perspectiva safra 2026/27. Segundo o último *guidance* divulgado pela São Martinho, a companhia projeta processamento de cana de aproximadamente 23,6 milhões de toneladas na safra 2026/27, crescimento de 7,9% em relação à safra 2025/26. A expectativa considera aumento do ATR médio (+2,5%) e avanço de 10,7% no volume total de ATR produzido. Na operação de milho, a companhia estima retração de 5,0% no volume processado, refletindo principalmente o maior período de parada para manutenção, em função do cronograma de implantação da segunda fase da usina.

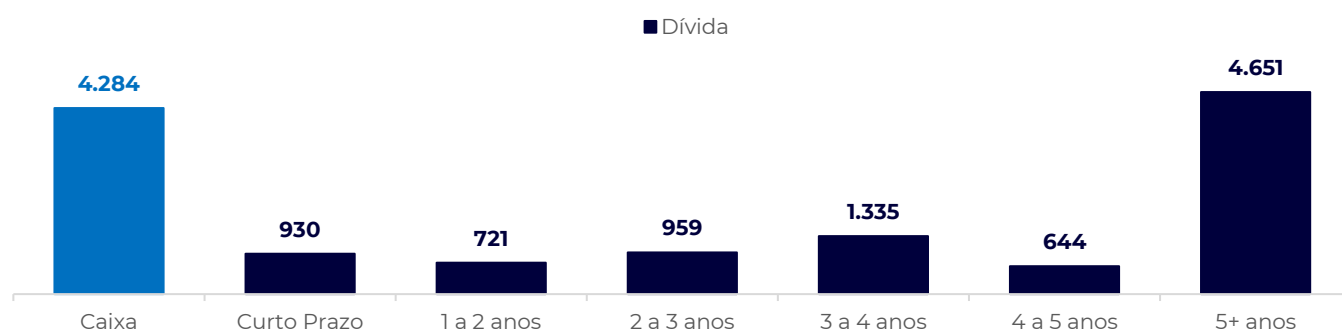
Capex e alavancagem. A companhia deverá manter um elevado volume de investimentos na safra 2026/27, com capex estimado em aproximadamente R\$2,9 bilhões, montante 5,1% superior ao realizado na safra 2025/26. Desse total, cerca de R\$800 milhões devem ser destinados à segunda fase do projeto de etanol de milho, enquanto aproximadamente R\$2,0 bilhões serão direcionados à manutenção e ao trato agrícola. O maior volume de investimentos voltados à expansão tende a sustentar os atuais níveis de alavancagem da companhia, mesmo diante da robusta geração operacional de caixa.

Nossa visão. Atribuímos à São Martinho risco de crédito moderado-baixo, com perspectiva neutra. A classificação reflete o perfil operacional híbrido, com atuação tanto em etanol de cana quanto de milho, que amplia a diversificação de matéria-prima e reduz a dependência de um único ciclo agrícola. A companhia detém sólido histórico de execução nas operações sucroalcooleiras, com indicadores de produtividade consistentemente acima da média do Centro-Sul, e mantém perfil de alavancagem controlado (1,4x Dívida Líquida/EBITDA Ajustado) mesmo diante do maior volume recente de investimentos. A liquidez é robusta, com caixa e equivalentes cobrindo as amortizações da dívida de curto prazo em 4,6x, reforçada por captações recentes no mercado de dívida (debêntures e CRAs) que alongaram o cronograma de amortização para prazo médio de 5,4 anos. Entre os pontos de atenção, vale destacar, que o anúncio de novos projetos de expansão poderia elevar o patamar de investimentos e deteriorar o perfil de crédito, alterando nossa avaliação. Nesse sentido, ainda que a alavancagem permaneça em patamar controlado, esperamos manutenção do indicador ao menos no curto prazo, uma vez que os maiores volumes de investimentos (Capex com *guidance* crescente de R\$2,95 bilhões para 2026/27) devem consumir boa parte da geração de caixa operacional para a safra atual, reduzindo o espaço para a desalavancagem orgânica. Adicionalmente, eventos climáticos e ambientais como queimadas, geadas e estiagens podem comprometer a produtividade agrícola, a rentabilidade e a diluição de custos fixos. A perspectiva neutra está associada à nossa visão de uma estrutura de balanço robusto e diversificação das unidades produtoras entre cana e milho.

Figura 24. Dados Financeiros — São Martinho (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26
Receita Líquida (R\$ Mi)	5.720	6.628	6.892	7.199	7.435
Margem Bruta	42,3%	30,7%	24,3%	24,9%	26,2%
EBITDA (R\$ Mi)	3.142	3.356	3.070	3.445	3.503
Margem EBITDA	54,9%	50,6%	44,5%	47,9%	47,1%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	1.481	1.016	1.476	557	836
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	2.908	3.507	3.315	4.926	4.956
Dívida Bruta/PL	1,1	1,1	1,0	1,2	1,3
Dívida Líquida/EBITDA	0,9	1,0	1,1	1,4	1,4
Ativo CP/ Passivo CP	2,6	2,2	2,2	2,4	2,6
Caixa/Dívida CP	5,1	3,0	2,9	3,5	4,6
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	3.447	2.987	3.761	2.690	3.225
FCI	-2.472	-2.576	-2.488	-2.765	-2.681
FCF	574	-572	-1.333	-221	201
Δ Caixa	1.549	-161	-61	-296	745

Fonte: São Martinho e Safrá.

Figura 25. Cronograma de Amortização — São Martinho (R\$ milhões)

Fonte: São Martinho e Safrá.

CMAA

Perfil. A Companhia Mineira de Açúcar e Alcool (CMAA) atua no setor sucroalcooleiro e consolida as operações de processamento de cana-de-açúcar de suas três usinas: Vale do Tijuco (UVT), Vale do Pontal (UVP) e Usina Canápolis (UVC). As usinas ficam localizadas no triângulo mineiro, tendo uma capacidade de processamento de 10,7 milhões de toneladas de cana por safra. As usinas operam três linhas de negócios, sendo: (i) produção de açúcar VHP (exportação); (ii) produção de etanol anidro e hidratado e (iii) cogeração de energia. A companhia tem como acionistas a JF Citrus (Marseille FIP com 43,4% e JF Investimentos com 6,6%) e Grupo Salim (IFAR Brazil com 36,2% e Rio Grande com 13,8%).

Desempenho safra 2025/26. A safra foi marcada por clima adverso no Centro-Sul (déficit hídrico e temperaturas elevadas), que reduziu a moagem para 8,3 milhões de toneladas (-10,9% a/a) e a produtividade TCH de 66,5 t/ha (-16,2%) e recuo do ATR para 136,8 kg/t (-3,0%). A Companhia elevou o mix de açúcar para 64,0% (ante 56,9%), preservando a produção de açúcar em 681,2 mil t (-1,8%) apesar da menor matéria-prima; o anidro cresceu para 143,3 mil m³ (+13,7%), enquanto o hidratado recuou para 122,4 mil m³ (-48,8%). A receita líquida somou R\$2,5 bilhões (-11,9%), pressionada pelo menor volume e pela acomodação dos preços internacionais do açúcar. O lucro bruto caiu para R\$502 milhões (-30,5%), com margem de 20,3% (-5,5 p.p.), refletindo menor diluição de custos fixos e impacto negativo de R\$92 milhões da variação do valor justo do ativo biológico. O EBITDA Ajustado recuou 8,9%, para R\$1,3 bilhão, com margem de 50,7% (+1,7 p.p.), sustentado por medidas de redução de G&A e mix.

Perfil da dívida. A dívida bruta encerrou o ano em R\$2,9 bilhões (+38,9% a/a) e a dívida líquida em R\$2,4 bilhões (+48,9% a/a). A alavancagem (dívida líquida/EBITDA) subiu para 1,9x, com a queda no EBITDA e aumento do endividamento. O perfil é predominantemente de longo prazo (84,0% LP, 16,0% CP) e majoritariamente pós-fixado, com concentração em CDI (70,4%) e IPCA (20,4%), o que mantém o custo de carregamento exposto ao patamar ainda elevado da Selic.

Perspectivas safra 2026/27. A companhia espera retomar os níveis de moagem entre 9,3 milhões e 9,5 milhões de toneladas, refletindo a recuperação da produtividade dos canaviais. A produção de etanol deve seguir priorizada ao longo do período, aproveitando uma precificação ainda mais atrativa em relação ao açúcar. A companhia já fixou cerca de 80% dos volumes de açúcar da temporada e travou parcialmente a produção da próxima safra.

Redução do capex e alavancagem. Após um ciclo mais intensivo de investimentos nos últimos anos, marcado pela expansão da capacidade de moagem das plantas, aquisição de terras e aumento das áreas irrigadas, os investimentos da safra atual devem recuar para cerca de R\$550 milhões, concentrados principalmente em trato agrícola e em projetos de irrigação das áreas de plantio, sem desembolsos relevantes relacionados à expansão da capacidade de moagem ou aquisições.

A menor pressão de investimentos, combinada à recuperação dos volumes de moagem, ainda que em um ambiente de preços mais pressionados para açúcar e etanol, deve contribuir para uma leve desalavancagem ao final da safra, com a relação dívida líquida/EBITDA próxima de 1,5x a 1,7x.

Liquidez. Ao final da safra 2025/26 a CMAA detinha uma posição de caixa de R\$488 milhões, cobrindo as amortizações da dívida de curto prazo de R\$468 milhões em cerca de 1,0x. A recente emissão de R\$200 milhões em debêntures no início de julho e o anúncio de uma captação via CRA de R\$400 milhões devem suportar as amortizações até o final da safra atual e parte dos vencimentos da safra seguinte, com uma torre de R\$323 milhões a serem amortizados.

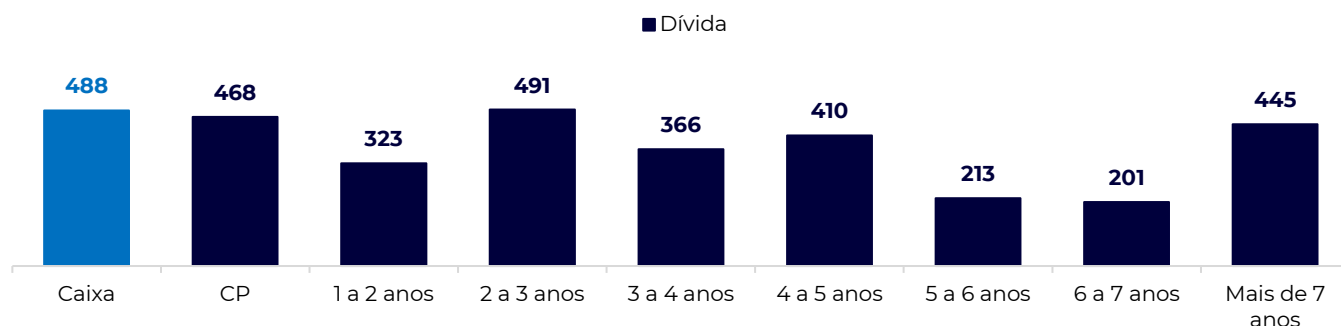
Nossa visão. Atribuímos à CMAA risco de crédito moderado, com perspectiva negativa. O risco moderado reflete a necessidade de executar um processo de desalavancagem ao longo de 2026/27, em um ambiente de Selic elevada que segue pressionando o custo de uma dívida majoritariamente pós-fixada (70,4% em CDI) e de preços mais fracos de açúcar e etanol, que podem comprimir margens da operação, ainda que com continuidade da política de redução de G&A. Em contrapartida, contam a favor a rolagem de dívida em execução, que alonga vencimentos, e a redução do ciclo de investimentos, focado na manutenção da operação e na recuperação dos canaviais, o que tende a aliviar o consumo de caixa e apoiar a desalavancagem.

A perspectiva negativa está associada principalmente a fatores setoriais, diante da expectativa de safra recorde, com impactos sobre a dinâmica de oferta e demanda e consequente pressão sobre os preços, resultando em margens mais comprimidas no ciclo atual. Também ponderamos o aumento da oferta de etanol de milho, que tende a ampliar a competitividade no segmento. Por outro lado, a perspectiva poderá ser revisada para neutra caso a companhia apresente melhora nos indicadores de alavancagem, aliada à conclusão das emissões de dívida previstas, com melhora da sua estrutura de liquidez.

Figura 26. Dados Financeiros — CMAA (R\$ milhões)

Resultado Financeiro	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26
Receita Líquida (R\$ Mi)	1.798	2.167	2.538	2.801	2.468
Margem Bruta	30,0%	25,7%	28,3%	25,8%	20,3%
EBITDA (R\$ Mi)	866	1.100	1.196	1.372	1.250
Margem EBITDA	48,2%	50,8%	47,1%	49,0%	50,7%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	195	79	103	34	-157
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	802	920	1.039	1.641	2.445
Dívida Bruta/PL	3,8	2,9	2,4	3,0	4,5
Dívida Líquida/EBITDA	0,9	0,8	0,9	1,2	2,0
Ativo CP/ Passivo CP	1,1	1,3	1,2	1,2	1,3
Caixa/Dívida CP	4,0	3,1	1,7	2,2	1,0
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	814	1.181	1.144	1.233	1.045
FCI	-569	-770	-839	-1.143	-1.135
FCF	130	-514	-309	-412	108
Δ Caixa	375	-103	-5	-323	18

Fonte: CMAA e Safrá.

Figura 27. Cronograma de Amortização — CMAA (R\$ milhões)

Fonte: CMAA e Safrá.

Usina Batatais

Perfil. A companhia foi fundada em 1985, atuando desde então no mercado sucroenergético. Suas 2 usinas (Batatais e Cevasa) ficam nos municípios de Batatais e Patrocínio Paulista, no norte do estado de São Paulo. As unidades possuem uma capacidade instalada de moagem de 7,2 milhões de toneladas de cana por ano, com *mix* máximo de produção de açúcar de 67%, com produção anual de até 612 mil toneladas de açúcar e 356 mil m³ de etanol. A companhia possui cerca de 100 mil hectares sob gestão (sendo 62% próprios) onde realiza o cultivo da cana para a colheita e processamento em suas usinas. As 2 usinas ficam a 15 km de distância, tendo um raio médio de colheita de 27 km.

Desempenho safra 2025/26. A moagem consolidada recuou 14,2%, totalizando 5,4 milhões de toneladas, refletindo a deterioração dos indicadores agrícolas no período. A produtividade agrícola caiu de 82,0 ton/ha para 65,8 ton/ha, enquanto o ATR de campo atingiu 134,1 kg/ton, retração de 6,1% em relação ao ciclo anterior. A produção de açúcar equivalente somou 14,2 milhões de sacas, queda de 19,9%, com o mix de produção permanecendo concentrado em açúcar, representando 64,7% do total. A receita líquida recuou 20,9%, para R\$1,6 bilhão, pressionada tanto pela redução de volumes quanto pelos menores preços praticados. No segmento de açúcar, o preço médio comercializado apresentou queda de 8,9%, enquanto o volume vendido retraiu 18,2%. Parte desse efeito foi compensada pelo aumento de 6,5% no preço médio do etanol, embora o produto também tenha registrado redução de 13,1% no volume comercializado.

Perfil da dívida. A dívida bruta bancária da Batatais encerrou a safra em aproximadamente R\$1,8 bilhão, composta principalmente por: CRAs (30%), linhas de capital de giro em dólar e reais (33%), financiamentos do BNDES (28%) e demais instrumentos, como debêntures e FINEP (9%). Do total da dívida, cerca de 96% estavam denominadas em reais e 4% em dólar.

A dívida líquida atingiu R\$886 milhões, representando aumento de 23% em relação ao ano anterior. O crescimento foi explicado principalmente pelo maior volume de investimentos realizados após a aquisição de áreas da Raízen e da Bazan, além das despesas financeiras, que consumiram praticamente metade da geração operacional de caixa no período.

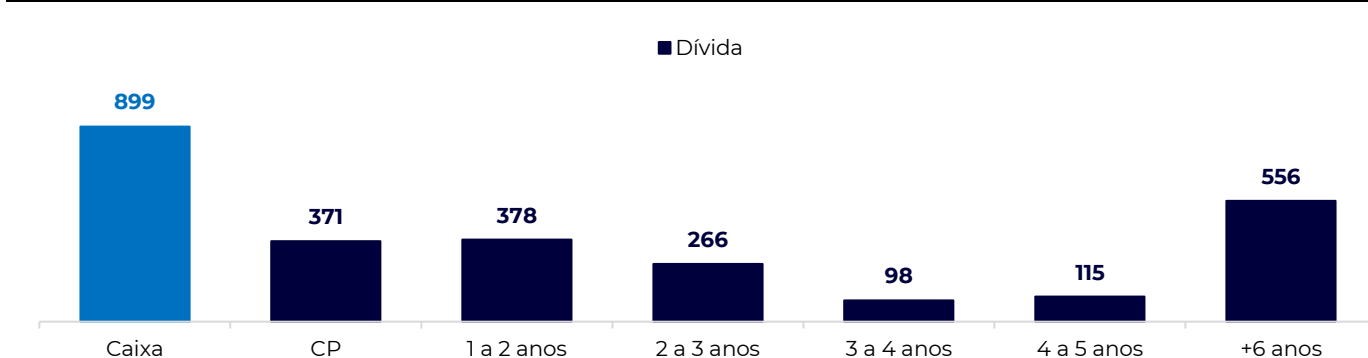
Nossa visão. Atribuímos à Usina Batatais perfil de crédito de risco moderado, com perspectiva negativa. A avaliação considera, entre os principais fatores positivos, o amplo histórico operacional da companhia, as sinergias decorrentes da proximidade entre canaviais e unidades industriais, além da confortável posição de liquidez, com caixa e equivalentes de aproximadamente R\$834 milhões, suficiente para cobrir os vencimentos de dívida previstos para as próximas duas safras. Por outro lado, dentre os pontos de atenção, destacamos a forte queda da produtividade agrícola na safra 2025/26, superior à observada em outros emissores do setor, pode demandar volumes adicionais de investimentos para recuperação do trato agrícola e recomposição do canavial. O aumento da alavancagem financeira após as recentes aquisições de ativos de cana da Bazan e da Raízen. A alavancagem deve permanecer acima dos níveis históricos ao longo da safra 2026/27, uma vez que a melhora esperada na diluição de custos fixos, decorrente da ampliação da moagem, tende a ser parcialmente compensada pelos maiores investimentos agrícolas e despesas financeiras ainda elevadas associadas ao maior endividamento bruto e nível de juros.

Por fim, destacamos que a companhia apresenta margens operacionais mais pressionadas em relação aos principais pares do setor sucroenergético.

Figura 28. Dados Financeiros — Usina Batatais (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26
Receita Líquida (R\$ Mi)	1.189	1.590	1.698	2.025	1.602
Margem Bruta	25,9%	22,3%	26,7%	31,4%	10,7%
EBITDA (R\$ Mi)	394	456	572	773	506
Margem EBITDA	33,2%	28,7%	33,7%	38,2%	31,6%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	186	137	140	178	-142
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	606	813	779	722	886
Dívida Bruta/PL	6,5	4,4	2,8	2,3	4,4
Dívida Líquida/EBITDA	1,5	1,8	1,4	0,9	1,8
Ativo CP/ Passivo CP	1,8	1,4	1,7	1,5	1,7
Caixa/Dívida CP	1,5	2,4	2,9	2,0	2,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	258	288	486	553	325
FCI	-294	-248	-190	-307	-330
FCF	-23	-210	-217	-184	57
Δ Caixa	-59	-170	79	62	51

Fonte: Usina Batatais e Safrá.

Figura 29. Cronograma de Amortização — Usina Batatais (R\$ milhões)

Fonte: Usina Batatais e Safrá.

Ferrari Agroindústria

Perfil. Fundada em 1953, a companhia atua na produção de açúcar e etanol de cana-de-açúcar, com comercialização integral da produção realizada por meio da Copersucar. Considerando as participações em *joint ventures*, a capacidade consolidada de moagem é de aproximadamente 6,0 milhões de toneladas de cana por safra. O portfólio operacional fica localizado na região de Ribeirão Preto (SP) sendo composto pela Usina Ferrari e por duas unidades detidas via *joint venture* (JV) junto ao Grupo Vale do Verdão. A primeira refere-se à participação na Usina São Luiz, adquirida em maio de 2021, com capacidade de moagem de 3,2 milhões de toneladas. Já a segunda operação foi anunciada na safra 2025/26, por meio da aquisição da Usina Leme, ativo anteriormente pertencente à Raízen e incluído em seu plano de desinvestimentos, com capacidade de moagem de 1,8 milhão de toneladas. Vale destacar que a Usina São Luiz foi adquirida no contexto do processo de recuperação judicial da Abengoa Bioenergia e incorporada à operação sem passivos financeiros relevantes.

Desempenho safra 2025/26. A receita líquida atingiu R\$931 milhões (-9,1% a/a), com EBITDA de R\$430 milhões (-29% a/a). O recuo na receita e margens foi derivado da queda nos volumes de moagem, com menor alavancagem operacional dos resultados e da piora na dinâmica de preços, principalmente do açúcar.

Perfil da dívida. Ao final da safra, a dívida bruta totalizava R\$1,0 bilhão (+1,7% a/a), sendo composta por debêntures (48%), CRAs (24%), linhas de capital de giro (17%) e outras (11%). Ao longo da safra, a Ferrari captou R\$227 milhões, dos quais R\$200 milhões em debêntures, tendo amortizado no mesmo período R\$223 milhões. A dívida líquida, por sua vez, atingiu R\$380 milhões (+21,5% a/a) após os desembolsos relacionados a aquisição da Usina Leme e pagamento de dividendos de R\$47 milhões. A alavancagem, atingiu 0,9x, aumento frente a 0,5x, com o maior endividamento líquido e queda do EBITDA acumulado.

Aquisição da Usina Leme. A companhia junto com o Grupo Vale do Verdão anunciou a aquisição da Usina de Leme, anteriormente operada pela Raízen e incluída dentro do processo de desinvestimentos da companhia. A Usina, localizada no mesmo cluster de atuação da Ferrari, possui uma capacidade de moagem de 1,8 milhão de toneladas por safra. O valor inicial de aquisição foi de R\$425 milhões, dos quais foram descontados os fluxos de caixa gerados na safra 2025/26. A aquisição da usina ampliou a escala operacional do grupo, tendo baixo impacto sobre os níveis de alavancagem.

Nossa visão. Atribuímos à Ferrari Agroindústria perfil de crédito de risco moderado, com perspectiva neutra. A avaliação incorpora a menor escala operacional da companhia em relação a outros emissores do setor sucroenergético.

Entre os fatores positivos para o crédito, destacamos a política financeira historicamente conservadora e desalavancada. Mesmo após a aquisição recente, projetamos manutenção da alavancagem abaixo de 1,0x dívida líquida/EBITDA. A posição de liquidez também permanece confortável, com caixa e equivalentes suficientes para suportar as amortizações da dívida previstas para as próximas quatro safras.

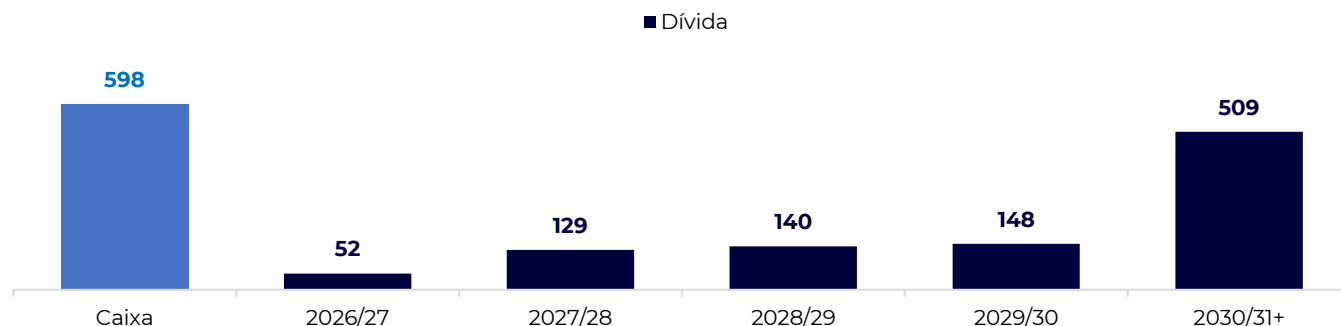
Como pontos de atenção e monitoramento, destacamos o processo de incorporação da *joint venture* da Usina Leme à estrutura da companhia, bem como a possibilidade de maiores investimentos destinados à recuperação do trato agrícola e das margens operacionais do ativo adquirido. Também seguimos monitorando os desafios inerentes à menor escala operacional frente aos principais pares do setor.

A perspectiva neutra está associada à nossa visão de uma estrutura de balanço fortalecida por captações recentes e alavancagem controlada.

Figura 30. Dados Financeiros — Ferrari Agroindústria (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26
Receita Líquida (R\$ Mi)	856	877	909	1.023	931
Margem Bruta	33,5%	32,8%	27,9%	38,4%	27,4%
EBITDA (R\$ Mi)	574	476	400	606	430
Margem EBITDA	67,1%	54,3%	44,0%	59,2%	46,2%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	251	149	85	209	139
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	420	410	449	313	380
Dívida Bruta/PL	1,5	1,7	1,7	1,3	1,2
Dívida Líquida/EBITDA	0,7	0,9	1,1	0,5	0,9
Ativo CP/ Passivo CP	1,2	1,3	1,9	3,4	3,5
Caixa/Dívida CP	1,2	1,4	2,4	7,1	11,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	401	385	416	376	511
FCI	-366	-277	-261	-164	-406
FCF	36	15	-53	-48	-124
Δ Caixa	72	123	102	164	-19

Fonte: Ferrari Agroindústria e Safrá.

Figura 31. Cronograma de Amortização — Ferrari Agroindústria (R\$ milhões)

Fonte: Ferrari Agroindústria e Safrá.

FS

Perfil. A FS é a segunda maior produtora de etanol de milho do Brasil, controlada pelo grupo americano Summit Brazil Renewables. A companhia comercializa etanol (anidro e hidratado) e suas fontes de receita também incluem outros subprodutos de milho, como DDG e óleo de milho, além de CBIOS. Possui três plantas industriais em operação em Mato Grosso (Lucas do Rio Verde, Sorriso e Primavera do Leste) e uma quarta em construção em Campo Novo do Parecis/MT (CNP). A companhia também anunciou em jun/26 a construção de uma quinta planta em Querência/MT (QUE).

Desempenho safra 2025/26. A receita líquida alcançou R\$13,0 bilhões (+21,3% a/a) no ano safra 25/26. A expansão da capacidade produtiva e melhorias industriais aumentaram o processamento de milho em 6,9% a/a, impulsionando a receita líquida das atividades industriais (ex-revenda de milho e etanol). No lado da comercialização, a companhia foi beneficiada por: (i) aumento de 6% a/a no etanol vendido e de 11% a/a no preço médio de etanol; (ii) encarecimento do óleo de soja e (iii) aumento de 3% a/a no volume vendido de DDGs, além de subida nos preços.

Perfil da dívida. A dívida bruta totalizou R\$13,4 bilhões (-12% t/t e +43% a/a), indexada em moeda local (56%) e em dólar (44%). O crescente endividamento ao longo do ano safra é explicado pela substituição de risco sacado por dívida financeira, além da emissão de instrumentos em mercado local e internacional. A dívida líquida encerrou em R\$9,0 bilhões (-6% t/t e +32% a/a), após geração de caixa livre no trimestre. Alavancagem ficou estável em 2,5x, abaixo dos covenants de 3,0x.

Investimentos em Parecis e Querência. Os investimentos na safra 25/26 somaram R\$2,1 bilhões (vs. R\$387 milhões na SF24/25), fruto do aumento do capex de crescimento direcionado à quarta planta de CNP, à fase zero da quinta planta de QUE e aos investimentos no projeto de Bioenergia com Captura e Armazenamento de Carbono (BECCS) da Planta LRV. Foram desembolsados R\$687 milhões na planta CNP, que já apresenta 97% do orçamento contratado e deve adicionar uma capacidade de processamento de 1,3 milhões de tons de milho por ano e 580 milhões de litros de etanol. A nova planta de Querência, anunciada na divulgação dos resultados, será semelhante a unidade de LRV, tendo capacidade de moagem de 1,3 milhões de tons de milho e produção de 580 milhões de litros de etanol, com investimento estimado de R\$2,0 bilhões e prazo de conclusão em 12 meses.

Aquisição pela Amaggi. A Amaggi concluiu em julho a transação para adquirir 40% de participação na FS. A oferta envolveu o desembolso via tranche primária de US\$100 milhões e uma secundária, paga em três parcelas anuais a partir do *closing* da operação, sem valor total oficializado. As sinergias estimadas preveem eficiência de custos de transporte e maior previsibilidade de margens.

Nossa visão. Alteramos a perspectiva de crédito da FS de moderado para moderado-alto, com perspectiva negativa. O anúncio do início da construção da quinta planta de etanol em Querência deve elevar a alavancagem no curto prazo e reduzir a flexibilidade de liquidez. Segundo a companhia, a alavancagem deverá atingir 4,5x no 3T26/27 (versus pico anterior de 3,5x), encerrar a safra atual em 4,0x e recuar para patamares inferiores a 3,0x apenas ao final da safra 2027/28 (mar/28).

Apesar do aporte de US\$100 milhões pela Amaggi e de um movimento relevante de *liability management*, incluindo emissões de bonds e captações junto a consórcios bancários, a liquidez deve permanecer mais pressionada ao longo do ciclo de investimentos, em função dos desembolsos associados à implantação das novas unidades e da maior necessidade de capital de giro durante o *ramp-up* operacional. Além disso, a exposição cambial líquida, concentração de clientes e sensibilidade a preço de commodities adicionam risco material.

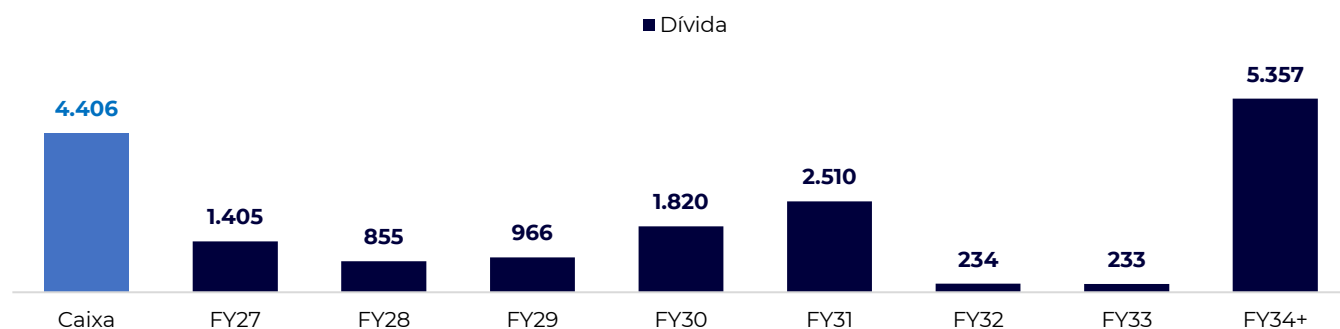
Por outro lado, destacamos que a FS apresenta robusta capacidade operacional, com estrutura logística eficiente e elevada capacidade de estocagem, refletidas na expansão contínua da capacidade produtiva e no crescimento do EBITDA anual de 31% a/a, com ganho de 2,1 p.p. na margem. A diversificação das receitas em derivados de milho mitiga parcialmente a exposição à volatilidade do preço do grão.

Adotamos perspectiva negativa em função da expectativa de maior pressão sobre os preços do etanol na safra 2026/27, decorrente de um mix mais alcooleiro nas usinas de cana e da perspectiva de crescimento da moagem, o que tende a comprimir margens e reduzir a geração operacional de caixa no curto prazo.

Figura 32. Dados Financeiros — FS (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26
Receita Líquida (R\$ Mi)	6.635	7.551	8.072	10.689	12.966
Margem Bruta	45,6%	33,5%	22,5%	36,4%	39,4%
EBITDA (R\$ Mi)	2.622	2.392	846	2.699	3.548
Margem EBITDA	39,5%	31,7%	10,5%	25,3%	27,4%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	1.485	877	-489	937	1.600
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	3.042	4.842	5.365	6.800	8.972
Dívida Bruta/PL	15,0	15,8	-	16,8	17,1
Dívida Líquida/EBITDA	1,2	2,0	6,3	2,5	2,5
Ativo CP/ Passivo CP	1,7	1,4	1,6	1,8	2,6
Caixa/Dívida CP	2,0	1,0	3,2	2,7	3,1
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	1.537	321	1.702	-280	520
FCI	-1.269	-651	-528	-738	320
FCF	709	1.350	-2.911	-1.551	2.593
Δ Caixa	977	1.020	-1.737	-2.569	3.433

Fonte: FS e Safr.

Figura 33. Cronograma de Amortização — FS (R\$ milhões)

Fonte: FS e Safr.

Raízen

Perfil. A Raízen é uma das líderes globais na produção de biocombustíveis, atuando de forma integrada em toda a cadeia de valor — desde a produção de matéria-prima até a distribuição ao consumidor final. Seu modelo de negócios é dividido em duas frentes: Etanol, Açúcar e Bioenergia (EAB), responsável pela produção e comercialização de etanol e açúcar e Distribuição de Combustíveis no Brasil.

Desempenho safra 2025/26. Na operação de açúcar e etanol (EAB), o EBITDA Ajustado caiu para R\$4,5 bilhões no ano (-23,9% a/a), refletindo menores volumes e preços de açúcar, menor diluição de custos fixos pela queda da moagem (70,5 milhões de toneladas, -9,9% a/a) e produtividade agrícola de 9,8 ton ATR/ha (-5,8% a/a) afetada por eventos climáticos. Distribuição Brasil foi o destaque, com EBITDA Ajustado de R\$5,7 bilhões no ano (+35,5% a/a) e margem de R\$199/m³ (+26,8% a/a), beneficiada por maiores volumes (+6,7% a/a), avanços no combate ao mercado irregular e ganhos de eficiência. Distribuição Argentina reportou EBITDA Ajustado de US\$399 milhões no ano (-10,9% a/a), pressionado pela desvalorização cambial no primeiro semestre e paradas programadas para investimentos, mas com forte recuperação no 4T25/26 (US\$160 milhões, +37,4% a/a) após a modernização da refinaria. O prejuízo do trimestre foi de R\$7,3 bilhões e o do ano-safra de R\$27,1 bilhões, impactado por provisões de *impairment* de R\$22,5 bilhões (sem efeito caixa), despesas não recorrentes do processo de recuperação extrajudicial e maiores despesas financeiras.

Perfil da dívida. A dívida líquida encerrou o ano-safra em R\$58,2 bilhões (+69,9% a/a; +5,3% t/t), com alavancagem de 5,2x (Dívida Líquida/EBITDA Ajustado UDM), vs. 5,3x no 3T25/26 e 3,2x ao final da safra 2024/25. O aumento anual refletiu a substituição de linhas de capital de giro por instrumentos de dívida (R\$13,6 bilhões), apropriação de juros (R\$10,7 bilhões) e efeitos de capital de giro e chamadas de margem. Do total de dívida bruta de R\$71,9 bilhões, R\$65,7 bilhões estão no escopo da RE.

Recuperação Extrajudicial. Após obter apoio de mais de 80% dos grupos de credores, a companhia protocolou seu Plano de RE, que contempla aporte de capital de R\$3,5 bilhões pela Shell, conversão de 45% dos créditos reestruturados em participação acionária e substituição/refinanciamento dos 55% remanescentes por novos títulos de dívida, (mais detalhes em nosso relatório [link](#)). Segundo o *management*, a homologação do plano está prevista para set/2026.

Venda de ativos. A Raízen vem avançando em seu processo de reestruturação operacional e financeira. No início de junho, a companhia anunciou a venda da operação de distribuição de combustíveis na Argentina por aproximadamente US\$1,4 bilhão. Adicionalmente, em 20 de julho, foi anunciada a venda da Usina Caarapó por cerca de R\$760 milhões. Com a alienação da unidade de Caarapó, a Raízen totaliza a venda de cinco usinas dentro de sua estratégia de otimização de portfólio. Após as transações, o portfólio remanescente passa a contar com 23 usinas, com capacidade instalada de moagem de aproximadamente 69 milhões de toneladas.

Segundo a administração, conforme comentado no último *call* de resultados, a companhia segue avaliando potenciais novas vendas de ativos. De acordo com os termos previstos no plano de reestruturação, os recursos provenientes das alienações de ativos realizadas após a formalização do acordo (com exceção da operação da Argentina) deverão ser direcionados ao pré-pagamento das dívidas sujeitas ao plano.

Nossa visão. Risco alto, perspectiva negativa. O perfil de crédito da Raízen permanece bastante pressionado dada a combinação de uma estrutura de capital alavancada com geração de caixa insuficiente. A dívida líquida encerrou o 4T25/26 em R\$ 58,2 bilhões, alta de 5,3% t/t, enquanto a alavancagem medida por dívida líquida/EBITDA Ajustado permaneceu praticamente estável em 5,2x. A pressão também aparece no fluxo de caixa: FCO foi negativo em R\$3,8 bilhões no ano-safra 2025/26 e com FCL de R\$12,3 bilhões (após investimento e custo da dívida). O risco piora se considerarmos pouca margem para ganhos operacionais no segmento Açúcar & Etanol, cujo EBITDA caiu 23,9 a/a no trimestre refletindo menor moagem, queda de produtividade agrícola, menores volumes comercializados e preços mais fracos de açúcar.

Vale destacar que a execução do plano de recuperação extrajudicial segue como o principal fator de monitoramento para a evolução do crédito da Raízen, com destaque para as negociações dos passivos tributários, condição precedente para as demais etapas envolvendo a distribuição dos novos ativos e o desmembramento das operações de EAB e distribuição de combustíveis. De acordo com a companhia, a homologação do plano está prevista para set/26.

Figura 34. Dados Financeiros — Raízen (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26
Receita Líquida (R\$ Mi)	196.292	245.832	220.454	255.269	225.849
<i>Margem Bruta</i>	6,5%	6,2%	7,1%	4,6%	4,8%
EBITDA (R\$ Mi)	10.704	15.286	14.608	10.820	11.273
<i>Margem EBITDA</i>	5,5%	6,2%	6,6%	4,2%	5,0%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	3.489	2.441	521	-4.257	-27.135
Dívida e Líquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	13.827	20.361	19.154	34.264	58.229
Dívida Bruta/PL	1	1,3	1,6	3,2	-
Dívida Líquida/EBITDA	1,3	1,3	1,3	3,2	5,2
Ativo CP/ Passivo CP	1,3	1,3	1,4	1,7	0,5
Caixa/Dívida CP	5,3	1,8	2,6	4,8	0,2
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	13.914	13.056	21.421	6.216	-3.795
FCI	-8.187	-11.419	-12.871	-11.440	-4.049
FCF	451	-1.333	-2.476	11.791	191
Δ Caixa	6.178	305	6.075	6.567	-7.653

Fonte: Raízen e Safrá.

Figura 35. Dados Operacionais Consolidados da Safrá 25/26

Resultado Operacional	Cerradinho	CMAA	Colombo	Copersucar	Ferrari	FS	Raízen	São Martinho	Usina Batatais
Moagem (milhões de tons)	16,0	8,3	9,6	-	-	-	70,5	-	5,4
Moagem Cana (milhões de tons)	5,2	8,3	9,6	-	-	-	70,5	21,9	5,4
Moagem Milho (milhões de tons)	1,5	-	-	-	-	5,8	-	0,5	-
ATR (kg / ton)	139	137	139	-	-	-	134	139	134
Açúcar (mil tons)	415	681	713	-	-	-	4.824	1.423	461
Etanol (mil m³)	865	266	363	-	-	2.524	2.696	1.144	167
Mix Etanol	38%	36%	44%	-	-	-	47%	57%	-
Receita Líquida (R\$ Mi)	4.288	2.468	2.877	65.781	931	12.966	225.849	7.435	1.602
EBIT (R\$ Mi)	1.054	355	1.149	1.040	309	3.174	1.604	2.417	48
EBITDA (R\$ Mi)	1.536	1.250	1.215	1.326	430	3.548	11.273	3.503	506
Lucro Líquido (R\$ Mi)	373	-157	23	631	139	1.600	-27.135	836	-142
Rentabilidade %									
Margem Bruta	33,8%	20,3%	17,5%	2,6%	27,4%	39,4%	4,8%	26,2%	10,9%
Margem EBITDA	35,8%	50,7%	42,2%	2,0%	46,2%	27,4%	5,0%	47,1%	31,6%
Margem Líquida	8,7%	-6,4%	0,8%	1,0%	14,9%	12,3%	-12,0%	11,2%	-8,9%
ROIC (EBIT / CAPEX)	26,6%	11,5%	36,3%	13,7%	26,0%	32,5%	-	19,6%	22,3%
Dívida e Liquidez									
Dívida Bruta (R\$ Mi)	4.021	2.933	2.792	6.418	978	13.378	68.931	9.241	1.785
Dívida Líquida (R\$ Mi)	2.156	2.445	1.028	-399	380	8.972	58.229	4.956	886
Dívida Bruta/PL	2,2	4,5	1,3	2,7	1,2	17,1	-	1,3	4,4
Dívida Líquida/EBITDA	1,4	2,0	0,8	-0,3	0,9	2,5	5,2	1,4	1,8
EBIT / Despesa Financeira	-29,3	0,6	1,8	0,5	1,9	2,0	0,2	3,0	0,2
Ativo CP/ Passivo CP	2,2	1,3	2,3	1,6	3,5	2,6	0,5	2,6	1,7
Caixa/Dívida CP	4,3	1,0	2,9	1,2	11,4	3,1	0,2	4,6	2,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)									
FCO	700	1.045	1.556	2.532	511	520	-3.795	3.225	703
FCI	-189	-1.135	-1.260	-183	-406	320	3.739	-2.681	-647
FCF	-515	108	65	-2.033	-124	2.593	191	201	5
Δ Caixa	-5	18	361	316	-19	3.433	135	745	61

Fonte: Companhias e Safrá.

DECLARAÇÕES GERAIS

1. Este relatório foi preparado e distribuído por Safr Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. ("Safr Corretora"), subsidiária do Banco Safr S.A., empresa regulada pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM").
2. Este relatório tem caráter meramente informativo e não constitui oferta de compra ou de venda de títulos ou valores mobiliários ou de instrumentos financeiros de quaisquer espécies ou de participação em qualquer estratégia de negociação. As informações expressas neste documento são obtidas de fontes públicas disponíveis até a data da sua elaboração pela equipe de Análise da Safr Corretora e são consideradas seguras.
3. A Safr Corretora ou quaisquer de suas afiliadas não garantem, expressa ou implicitamente, a completude, confiabilidade ou exatidão de tais informações, nem este relatório pretende ser uma base de dados e informações completa ou resumida sobre os títulos ou valores mobiliários, instrumentos financeiros, mercados ou produtos aqui referidos.
4. A Safr Corretora não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório, tampouco tem a obrigação de comunicar o leitor deste relatório a respeito de tais eventuais atualizações, modificações ou alterações, salvo quando deixar de cobrir quaisquer das empresas analisadas neste relatório.
5. As opiniões, estimativas, informações e projeções aqui expressas constituem a opinião do analista no momento em que emitiu o presente relatório e podem ser alteradas sem qualquer aviso. Preços e disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações, independentemente de qualquer aviso.
6. Os instrumentos discutidos neste relatório podem não ser adequados a todos os investidores. Este relatório não considera objetivos de investimento, situação financeira e patrimonial ou interesses particulares de qualquer investidor. Os investidores devem obter ou realizar uma análise independente, considerando sua situação financeira e seus objetivos de investimento antes de tomar uma decisão de investimento. Investimentos em títulos e valores mobiliários envolvem riscos, razão pela qual não há garantia de rentabilidade ou lucratividade de qualquer espécie.
7. Os resultados obtidos com investimento em instrumentos financeiros podem variar, e seu preço ou valor pode subir ou descer, direta ou indiretamente.
8. Desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. A Safr Corretora ou qualquer empresa do Grupo Safr não pode ser responsabilizada por danos diretos, indiretos, consequentes, reivindicações, custos, perdas ou despesas decorrentes da decisão de investimento em títulos e valores mobiliários, esteja tal decisão lastreada ou não nas recomendações expressas neste relatório. Os riscos em investimentos dessa natureza podem implicar, conforme o caso, a perda integral do capital investido ou, ainda, a necessidade de aporte suplementar de recursos.
9. Nenhuma parte deste documento poderá ser reproduzida, distribuída ou copiada, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o prévio consentimento por escrito da Safr Corretora. Informações adicionais relativas às companhias ora analisadas neste relatório poderão ser prestadas mediante solicitação.

DECLARAÇÕES DO ANALISTA

1. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração do presente relatório declara(m) que as opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal a respeito de todos os emissores e valores mobiliários aqui analisados e que este relatório foi produzido de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Safr Corretora e/ou ao Banco Safr. Considerando que as opiniões pessoais dos analistas de investimentos podem divergir, a Safr Corretora e/ou o Banco Safr e/ou quaisquer de suas afiliadas podem ter publicado ou vir a publicar outros relatórios que cheguem a conclusões diferentes das aqui contidas.
2. A remuneração do(s) analista(s) de valores mobiliários é baseada na receita total da Safr Corretora, sendo parte desta proveniente das atividades relacionadas ao banco de investimento. Desta forma, assim como a remuneração de todos os colaboradores da Safr Corretora, de suas subsidiárias e afiliadas, a remuneração dos analistas é impactada pela rentabilidade global dessas empresas e pode estar indiretamente relacionada a este relatório. No entanto, o(s) analista(s) responsável(is) por este relatório declara(m) que nenhuma parte de sua remuneração esteve, está ou estará direta ou indiretamente relacionada a qualquer recomendação ou opinião específica contida aqui ou vinculada à precificação de quaisquer dos ativos aqui discutidos.

Declarações Adicionais

Analysts	1	2	3	4
Yuri Machado				
Roberto Pasqualini				

1. O(s) analista(s) de valores mobiliários envolvido(s) na preparação deste relatório possui(em) vínculo com pessoa natural que trabalha para os emissores mencionados no relatório.
2. O(a) cônjuge ou parceiro(a) do(s) analista(s) de valores mobiliários detém, direta ou indiretamente, por conta própria ou de terceiros, títulos ou valores mobiliários objeto do relatório.
3. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) cônjuge ou companheiro(a) estão direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários discutidos neste relatório.
4. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) respectivo(a) cônjuge ou companheiro(a) possui, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação aos emitentes dos valores mobiliários analisados. securities analyst(s) involved in preparing this report are associated with individuals who work for the issuers addressed herein.

INFORMAÇÕES IMPORTANTES SOBRE O SAFRA

A Safrá Corretora, suas controladas, seus controladores ou suas sociedades sob controle comum declaram que têm interesses financeiros e/ou comerciais relevantes e/ou recebem remuneração por serviços prestados às empresas ou aos fundos:

Açucareira Quatá S.A., Aldebaran Fiagro Direitos Creditorios - Responsabilidade Limitada, Alianza Trust Renda Imobiliária FII - 8ª Emissão, Alibra Ingredientes S.A., Allos S.A., Ancar IC S.A., Ártemis FII - 3ª Emissão, AZ Quest Infra-Yield II FIP - 3ª Emissão, B3 S.A. Brasil, Bolsa, Balcão, Balaroti - Comercio de Materiais de Construção S.A., Banco BTG Pactual, Banco GM S.A., Banco Pine S.A., Banco RCI S.A., Bem Brasil Alimentos S.A., Bocaina Infra CDI FIC FI Infra - 1ª Emissão, BRF S.A., BTG Pactual Crédito Agrícola Fiagro - 2ª Emissão, BTG Pactual Logística - 16ª Emissão, C.Vale Cooperativa Agroindustrial, Capitânia Logística FII - 5ª Emissão, CashMe Solucoes Financeiras S.A., Cattalini Terminais Marítimos S.A., Centrais Elétricas do Norte do Brasil S.A., Cerradinho Bioenergia S.A., Cimed & Co. S.A., Claro S.A., Cloudwalk Instituição de Pagamento e Serviços LTDA, Colombo Agroindústria S.A., Companhia de Saneamento de Minas Gerais - Copasa, Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig, Companhia Paulista de Força e Luz, Companhia Pernambucana de Gás - Copergás, Companhia Pernambucana de Gás, Companhia Piratininga de Força e Luz, Concessionária do Sistema Anhanguera-Bandeirantes S.A., Concessionária do VLT Carioca S.A., Construtora Adolpho Lindenberg S.A., Construtora Baggio LTDA, Convef Administradora de Consórcios LTDA, Cooperativa Regional de Cafeicultores em Guaxupé LTDA, Copel Distribuição S.A., Cordeiro Fios e Cabos elétricos LTDA, Cosan S.A., CPFL Energia S.A., CPFL Transmissão S.A., CRI CashMe Soluções Financeiras S.A., Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações, Dexco S.A., Direcional Engenharia S.A., Eldorado Brasil Celulose S.A., Eletrozema S.A., Energisa S.A., Engie Brasil Energia S.A., Epo Participações LTDA, Equatorial Alagoas Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Goiás Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Para Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Piauí Distribuidora de Energia S.A., Eucatex S.A. Indústria e Comércio, Eztec empreendimentos e Participações S.A., FII Jubarte BGS Logística de Grãos - 1ª Emissão, Fleury S.A., Fulwood Condomínios Logísticos e Industriais, Fundo Exes FII RL - 5ª Emissão, Gafisa S.A., GDM Genética S.A., Grupo Cereal S.A., GSH Corp Participacoes S.A., Hedge Brasil Shopping FII - 11ª Emissão, Ifood.com Agência de Restaurantes Online S.A., Inter Oportunidade Imobiliária FII - 1ª emissão, Itamaraty Indústria e Comércio S.A., JBS S.A., JHSF Participações S.A., JS Aluguéis, JS Crédito Estruturado II FI Imobiliário Responsabilidade Limitada, JS Properties Empreendimentos Imobiliários LTDA, JS Renda Ativa II, Kinea FI-Infra - 7ª Emissão, Kinea Rendimentos Imobiliários FII - 12ª Emissão, Kinea Unique HY CDI FII - 4ª emissão, Klabin S.A., Lar Cooperativa Agroindustrial, Lavvi Empreendimentos Imobiliários S.A., Localiza Rent A Car S.A., Lotisa Construtora LTDA, Mantiqueira Alimentos S.A., Marfrig Global Foods S.A., Maxi Renda FII - 11ª Emissão, Mills estruturas e Serviços de engenharia S.A., Moas Indústria e Comércio Importação e Exportação LTDA, Motiva Infraestrutura de Mobilidade S.A., Moura Dubeux Engenharia S.A., MRS Logística S.A., Newport Renda Urbana FII - 2ª Emissão, Nortis Incorporadora e Construtora S.A., Oncoclínicas do Brasil Serviços Médicos S.A., Pacaembu Construtora S.A., Pague Menos S.A., Pátria Crédito Infra Renda FI, Pátria Log FII - 10ª Emissão, Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Plano & Plano Desenvolvimento Imobiliário S.A., Porto Seguro S.A., Prati, Donaduzzi & Cia LTDA, Quod - Gestora de Inteligência de Crédito S.A., RB Investimentos Multiestratégia - 1ª Emissão, REC Master Fundo de CRI Cotas Amortizáveis FII - 2ª emissão, RGE Sul Distribuidora de Energia S.A., Rocha Terminais Portuários e Logística S.A., Rojemac Importação e Exportação Limitada, Rumo S.A., São Martinho S.A., São Salvador Alimentos S.A., SLC Agrícola S.A., Sulamérica FIC FI-Infra, Suzano

S.A.,Tegra Incorporadora S.A.,Timberland do Brasil Comércio e Representações LTDA,Tramontina S.A.,Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A.,TRX Hedge Fund FII - 3ª Emissão,TRX Real Estate FII - 11ª emissão,TRX Real Estate FII - 12ª emissão,Union Agro S.A.,Usina Açucareira São Manoel S.A.,Usina Batatais S.A.,Usina Uberaba S.A.,V.Tal - Rede Neutra de Telecomunicacoes S.A.,Vale S.A.,Valora CRA Fiagro - 5ª Emissão,Valora Infra - 2ª Emissão,VBS Gestao de Performance de Agencias LTDA,Vibra Energia S.A.,Vinci Offices FII - 1ª Emissão,XP Malls FII - 14ª Emissão.