10 de novembro de 2026
Credit Research

São Martinho

Atualização de Resultados

2T Safra 2026/27

A São Martinho reportou resultados levemente pressionados no 2T27. As chuvas acima da média durante o período, associadas ao fenômeno do El Niño, reduziram a moagem e o ATR[1], além de os preços de açúcar e etanol ficarem abaixo do 2T26. O EBITDA ajustado pré IFRS-16 somou R$ 760,9 milhões (-6,9% A/A), com margem de 40,6% (-6,3 p.p. A/A). Descontado o CapEx recorrente da operação, o EBITDA somou R$ 369,8 milhões, com margem de 19,7% (-5,3 p.p. A/A). A geração de caixa operacional não cobriu os investimentos, e o fluxo de caixa livre foi negativo em R$ 413,8 milhões. No trimestre a emissora realizou captações para financiar o capital de giro e a expansão da produção de etanol de milho. Pelo nosso critério, a dívida líquida ajustada/EBITDA ajustado pré IFRS-16 subiu para 1,83x (1,68x no 1T27), e pela da companhia, 1,75x, com folga frente ao covenant de 3,0x. A companhia reduziu o guidance da safra pelo impacto das chuvas que devem seguir prejudicando a moagem. Seguimos confortáveis com o case, apoiados na liquidez (caixa de 4,74x a dívida de curto prazo ajustada), sustentando a capacidade da emissora de modular o CapEx e a comercialização da produção.

No trimestre, a companhia processou 9,0 milhões de toneladas de cana (-4,3% A/A), com ATR médio de 141,3 kg/t, contra 150,5 kg/t no 2T26. As chuvas no período de colheita, sobretudo nas unidades de São Paulo, reduziram os dias de moagem e a qualidade da matéria-prima. O mix ficou mais voltado ao etanol, com 54% do ATR de cana destinado ao biocombustível no 6M27, contra 49% no 6M26. A mudança reflete as condições de mercado mais favoráveis ao etanol no início da safra e a menor qualidade da cana, efeito das chuvas. Com menos ATR disponível (-9,6% A/A) e mais direcionado ao etanol, a produção de açúcar caiu 14,8% no trimestre, para 603,3 mil toneladas, enquanto a de etanol recuou menos, 4,2%, para 443,4 mil m³. O milho respondeu por 58,6 mil m³ do etanol do trimestre (13,2% do total), participação estável frente ao 2T26.

A receita líquida somou R$ 1,9 bilhão (+7,7% A/A), com o ATR vendido 46,8% maior, puxado pelo etanol (volume +117,2%). Os preços, porém, recuaram: o açúcar caiu 29,3%, para R$ 1.670/t, e o etanol 12,8%, para R$ 2.379/m³, mesmo com o reconhecimento de cerca de R$ 47,1 milhões da subvenção ao etanol hidratado (Lei Complementar 235/2026). O CPV caixa[2] cresceu 32,5% ante o 2T26, acompanhando o volume, e as despesas gerais e administrativas recuaram 13,7% vs. 2T26.

A operação de etanol de milho gerou EBITDA de R$ 45,6 milhões (-10,0% A/A), com margem de 22,9% (-9,0 p.p A/A). A receita apresentou expansão (+25,3% A/A), com maior volume de etanol (+67,8% A/A) fazendo frente a um preço praticado menor (-13,3% A/A).

Continua na próxima página...

Lucas Genoso
Head of Credit Research
lucas.genoso@xpi.com.br

Vitor Siqueiras, CFA
Analyst - Credit Research
vitor.siqueiras@xpi.com.br

Alfredo Montingelli
Analyst - Credit Research
alfredo.montingelli@xpi.com.br

rendafixa.research@xpi.com.br

Fontes: Companhia e XP Research | Notas: ¹ ATR: Açúcar Total Recuperável.
² CPV caixa: Custo dos Produtos Vendidos não incluindo depreciação, amortização e exaustão

São Martinho

Atualização de Resultados | 2T Safra 2026/27

O custo de compra do milho, porém, subiu 57,6% no comparativo anual, acompanhando o maior volume vendido e o preço da matéria-prima +12,8% A/A.

Pelo critério de competência do *release*, o CapEx somou R$ 649,9 milhões no trimestre (+13,3% A/A). A manutenção totalizou R$ 391,1 milhões (+2,7% A/A) e a expansão R$ 207,5 milhões (+35,7% A/A), concentrada na segunda fase do etanol de milho que consumiu R$ 174,3 milhões de CapEx no trimestre e deve entrar em operação no segundo semestre de 2027.

Figura 01: Indicadores operacionais

São Martinho	2T26	2T27	Δ% A/A
Cana Processada (mil t)	9.440	9.034	-4,3%
ATR Médio (kg/t)	150,5	141,3	-6,1%
ATR Produzido (mil t)	1.525	1.378	-9,6%
Milho Processado (mil t)	141	138	-2,4%
Açúcar Produzido (mil t)	708	603	-14,8%
Etanol Produzido (mil m³)	463	443	-4,2%
Energia Exportada (mil MWh)	335	285	-15,1%
Açúcar Vendido (mil t)	391,0	345,8	-11,6%
Etanol Vendido (mil m³)	203,3	441,6	117,2%
Preço Médio Açúcar (R$/t)	2.362	1.670	-29,3%
Preço Médio Etanol (R$/m³)	2.729	2.379	-12,8%

Figura 02: Indicadores financeiros (R$mn)

São Martinho	6M26	6M27	2T26	2T27
Receita Líquida	3.597	3.403	1.740	1.873
EBITDA Aj. Pré IFRS-16	1.622	1.343	817	761
Margem EBITDA Aj.	45,1%	39,5%	47,0%	40,6%
EBITDA Aj. – CapEx Recorrente	884	617	436	370
Margem EBITDA – CapEx	24,6%	18,1%	25,1%	19,7%
Lucro Líquido	239	89	176	51
Caixa	3.212	5.141	3.212	5.141
Dívida Bruta Aj.	8.702	11.027	8.702	11.027
% Curto Prazo	11%	10%	11%	10%

São Martinho	6M26	6M27	2T26	2T27
Liquidez Corrente	2,9x	3,1x	2,9x	3,1x
Dívida Líquida Aj.	5.490	5.885	5.490	5.885
Caixa / Dívida CP Aj.	3,5x	4,7x	3,5x	4,7x
Dív. Líq. Aj./EBITDA Aj. Pré IFRS-16	1,59x	1,83x	1,59x	1,83x
Dív. Líq. Aj./(EBITDA – CapEx)	3,87x	4,66x	3,87x	4,66x
Dív. Líq./EBITDA (companhia)	1,57x	1,75x	1,57x	1,75x
Covenant BNDES (≤)	3,0x	3,0x	3,0x	3,0x
EBITDA Aj./Desp. Fin. Líq.	3,6x	4,7x	3,6x	4,7x

Continua na próxima página...

São Martinho

Atualização de Resultados | 2T Safra 2026/27

A geração de caixa operacional, após juros e pagamento de arrendamentos e parcerias, somou R$ 161,1 milhões no trimestre e não cobriu os R$ 574,8 milhões de investimentos pagos. O fluxo de caixa livre foi negativo em R$ 413,8 milhões (R$ 460,4 milhões negativos no 2T26). Parte do déficit é sazonal, já que a geração de caixa se concentra no quarto trimestre do ano-safra. Ainda assim, em 12 meses o caixa operacional cobriu apenas 89,5% dos investimentos, com fluxo de caixa livre negativo de R$ 278,7 milhões antes de dividendos, pressionado pela expansão da planta de etanol de milho.

Pelo critério da companhia, a dívida bruta encerrou em R$ 10,8 bilhões e a dívida líquida subiu para R$ 5,7 bilhões (+8,7% T/T), com caixa de R$ 5,1 bilhões. O capital de giro consumiu R$ 470,5 milhões no trimestre, principalmente pela formação de estoques (R$ 282,5 milhões), típica do período de safra. O consumo, porém, foi menor que no 2T26 (R$ 519,6 milhões, com R$ 590,3 milhões em estoques). O prazo médio da dívida é de 5,2 anos e 9,4% vence no curto prazo.

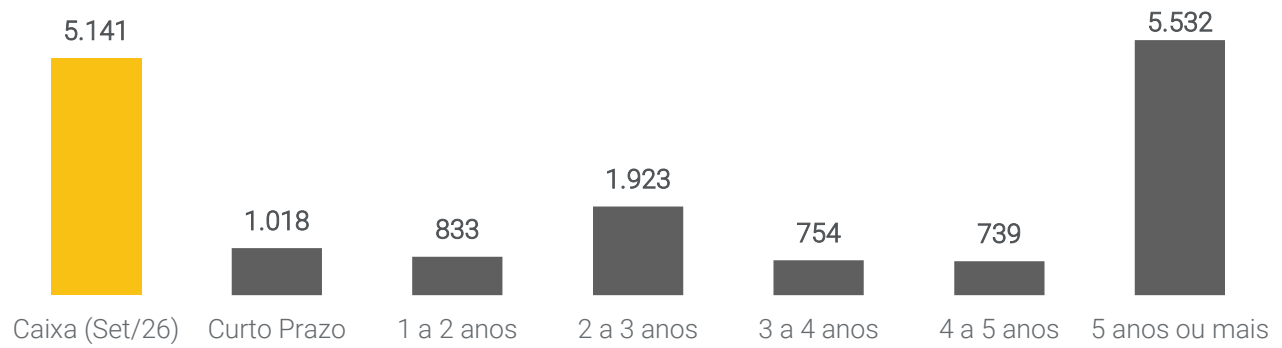
A liquidez segue trazendo conforto para o caso, uma vez que o caixa cobre 5,05x a dívida de curto prazo da companhia (4,74x pelo nosso critério) e é suficiente para as amortizações dos próximos três anos (R$ 3,8 bilhões), e a liquidez corrente ficou em 3,05x (2,86x no 2T26).

Pelo nosso critério, utilizando uma abordagem pré IFRS-16, e que inclui derivativos líquidos, risco sacado e as obrigações com a Copersucar, a dívida bruta ajustada somou R$ 11,0 bilhões e a líquida R$ 5,9 bilhões, ou 1,83x o EBITDA ajustado pré IFRS-16 (1,68x no 1T27). Já ao descontar o CapEx recorrente do EBITDA a alavancagem ficou em 4,66x dívida líquida ajustada/(EBITDA ajustado pré IFRS-16 – CapEx recorrente). Pela métrica da companhia, o indicador foi de 1,75x, com folga frente ao covenant de 3,0x referente à dívida com o BNDES.

O guidance da safra foi revisado para 22,8 milhões de toneladas de cana (-3,5%) e ATR médio de 132,2 kg/t (-7,3%), com ATR produzido de cana de 3,0 milhões de toneladas (-10,5%) e 53% do ATR destinado ao etanol. Cerca de 2,0 milhões de toneladas de cana ficam para a safra 2027/28. O CapEx previsto caiu 1,4%, para R$ 2,9 bilhões. Em outubro, a companhia fixou toda a posição de hedge de açúcar, a R$ 2.120/t na safra 2026/27, R$ 2.197/t em 2027/28 e R$ 2.323/t em 2028/29.

Seguimos acompanhando o cronograma de moagem, tendo em vista as chuvas acima da média, que já levaram a companhia a prever cerca de 2,0 milhões de toneladas de cana bisada para a próxima safra. Adicionalmente, a companhia vendeu no trimestre todo o etanol produzido e carrega estoques de açúcar típicos do período de safra, inferiores aos do ano passado, o que, junto com a liquidez confortável, dá flexibilidade para comercializar a produção ao longo da entressafra.

Figura 03: Cronograma de amortização da dívida - R$ milhões



Fontes: Companhia e XP Research.

Disclaimer

1. Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Resolução CVM 20/2021, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.
2. Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.
3. O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.
4. O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Resolução CVM nº 20/2021 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.
5. Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC Brasil para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.
6. O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por assessores de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a Resolução CVM nº 178/2023, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – ANCORD. O assessor de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.
7. Para fins de verificação da adequação do perfil do investidor aos serviços e produtos de investimento oferecidos pela XP Investimentos, utilizamos a metodologia de adequação dos produtos por portfólio, nos termos das Regras e Procedimentos ANBIMA de Suitability nº 01 e do Código ANBIMA de Distribuição de Produtos de Investimento. Essa metodologia consiste em atribuir uma pontuação máxima de risco para cada perfil de investidor (conservador, moderado e agressivo), bem como uma pontuação de risco para cada um dos produtos oferecidos pela XP Investimentos, de modo que todos os clientes possam ter acesso a todos os produtos, desde que dentro das quantidades e limites da pontuação de risco definidas para o seu perfil. Antes de aplicar nos produtos e/ou contratar os serviços objeto deste material, é importante que você verifique se a sua pontuação de risco atual comporta a aplicação nos produtos e/ou a contratação dos serviços em questão, bem como se há limitações de volume, concentração e/ou quantidade para a aplicação desejada. Você pode consultar essas informações diretamente no momento da transmissão da sua ordem ou, ainda, consultando o risco geral da sua carteira na tela de carteira (Visão Risco). Caso a sua pontuação de risco atual não comporte a aplicação/contratação pretendida, ou caso existam limitações em relação à quantidade e/ou volume financeiro para a referida aplicação/contratação, isto significa que, com base na composição atual da sua carteira, esta aplicação/contratação não está adequada ao seu perfil. Em caso de dúvidas sobre o processo de adequação dos produtos oferecidos pela XP Investimentos ao seu perfil de investidor, consulte o FAQ. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.
8. A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.
9. Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo assessores de investimentos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.
10. SAC. 0800 77 20202. A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.
11. O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: www.xpi.com.br.
12. A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.
13. A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas.
14. Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto.
15. O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.
16. O investimento em termos são contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.
17. O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.
18. ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO.



banco
de atacado