

Francisco Lobo
Analista de Crédito | Santander Credit Research
francisco.lobo@santander.com.br

Em poucas linhas: ontem (9), os títulos de crédito da Raízen foram impactados por uma sequência de eventos relevantes relacionados à sua estrutura de capital e avaliação de crédito, culminando na perda do grau de investimento junto às três principais agências de *rating*. O movimento teve início com a Fitch rebaixando os *ratings* da companhia para 'B' e 'BBB-'(bra), mantendo-os em Observação Negativa, em função da maior incerteza quanto à execução de medidas de capitalização. Na sequência, a Raízen divulgou Fato Relevante informando a contratação de assessores financeiros e jurídicos para avaliar alternativas de otimização de sua estrutura de capital e liquidez, o que elevou a percepção de risco de uma iminente reestruturação de dívida. Após esses anúncios, a Fitch promoveu novo rebaixamento, assim como a Moody's e a S&P, refletindo a percepção de aumento relevante do risco de crédito.

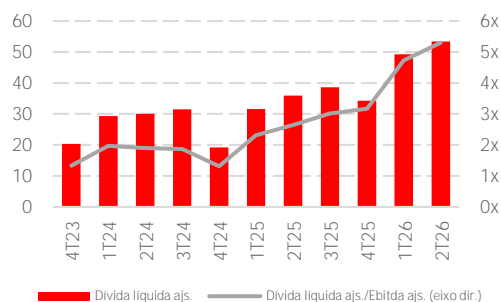
- Inicialmente, a Fitch anunciou¹ o rebaixamento dos *ratings* da Raízen em Escala Global de 'BBB-' para 'B' (perdendo a classificação *Investment Grade*), mantendo os ratings em Observação Negativa. Também houve o rebaixamento dos *ratings* em Escala Nacional de AAA(bra) para BBB-(bra). De acordo com a agência, a ação refletiu a falha dos acionistas em realizar um aporte de capital relevante dentro do prazo definido quando os *ratings* foram originalmente colocados em Observação Negativa, em out/25. Além disso, contempla o desempenho operacional da companhia mais fraco do que o esperado e a posição de liquidez mais desafiadora. A realização do aporte de capital necessário no prazo oportuno é incerta, e a Fitch acredita que a demora na captação de recursos enfraqueceria ainda mais a posição financeira da companhia.
- Na sequência, a Raízen divulgou² Fato Relevante informando a contratação de assessores financeiros e jurídicos, com o objetivo de avaliar alternativas para otimizar sua estrutura de capital e liquidez. Posteriormente, a companhia publicou³ um novo Fato Relevante detalhando a formalização da contratação do assessor financeiro, reforçando que diferentes alternativas estavam sendo analisadas no contexto de endividamento elevado e pressão sobre o fluxo de caixa.
- Após a divulgação desses fatos, as agências de *rating* promoveram novas ações:
 - A Fitch realizou⁴ um novo rebaixamento, desta vez levando os *ratings* para 'CCC' e 'CCC'(bra), refletindo o aumento material do risco de uma reestruturação de dívida, diante da contratação dos assessores.
 - A **Moody's** rebaixou⁵ as notas em Escala Global de Ba1 para Caa1, com Perspectiva Negativa, citando elevada alavancagem, histórico de geração de caixa negativo, alta carga de juros e incertezas quanto a eventual aporte de capital pelos acionistas. A agência destacou que a contratação de assessores financeiros elevou o risco de uma operação considerada como *distressed exchange* ou transação com características de *default*.
 - Já a S&P rebaixou⁶ os *ratings* em Escala Global de 'BBB-' para 'CCC+', em Escala Nacional de 'brAA+' para 'brCCC+' e os colocou em CreditWatch Negativo. A agência ressaltou o aumento dos riscos de reestruturação de dívida, o consumo recorrente de caixa, a deterioração da liquidez e o enfraquecimento dos sinais relacionados à execução de medidas de fortalecimento da estrutura de capital.
- Com essas ações, a Raízen perdeu o grau de investimento nas três principais agências de *rating*, refletindo a percepção de aumento relevante do risco de crédito, associado à elevada alavancagem, à geração de caixa negativa e à incerteza quanto às alternativas que serão efetivamente implementadas para endereçar sua estrutura de capital. A título de exemplo, os *bonds* com vencimento em 2035 somam desvalorização de 14,4% desde a manhã de ontem e 42,6% no acumulado do ano.

Tabela 1 e Gráficos 1 e 2. Demonstrações financeiras resumidas

| R\$ milhões | 2022/23 | 2023/24 | 2024/25 | 2T26 udm |
|--|---------|---------|---------|----------|
| DRE | | | | |
| Receita Líquida | 245,8 | 220,5 | 255,3 | 238,7 |
| Ebitda ajustado | 15,3 | 14,6 | 10,8 | 9,7 |
| Margem Ebitda | 6,2% | 6,6% | 4,2% | 4,1% |
| Lucro Líquido | 2,4 | 0,5 | -4,3 | -9,3 |
| Balanco patrimonial | | | | |
| Dívida bruta | 29,5 | 35,6 | 58,0 | 68,6 |
| Caixa e aplicações | 8,9 | 15,9 | 22,9 | 18,6 |
| Dívida líquida | 20,5 | 19,7 | 35,1 | 50,0 |
| Dívida líquida ajustada ¹ | 20,4 | 19,2 | 34,3 | 53,4 |
| Fluxo de caixa | | | | |
| Operacional ² | 10,0 | 18,0 | 2,0 | 0,0 |
| Investimentos ³ | -11,3 | -12,0 | -11,3 | -9,0 |
| Financiamento ⁴ | 1,7 | 1,0 | 16,0 | 15,6 |
| Outras variações | 0,2 | 0,0 | 0,2 | -0,3 |
| Varição de caixa e aplicações | 0,6 | 7,0 | 7,0 | 6,3 |
| Indicadores operacionais | | | | |
| Cana moída (mm t) | 73,5 | 84,2 | 78,2 | 74,1 |
| Mix de Produção (% Açúcar) | 50% | 53% | 50% | 50% |
| Mix de Produção (% Etanol) | 50% | 47% | 50% | 50% |
| Venda de combustíveis (mm m ³) | 35,0 | 35,1 | 34,4 | 34,6 |
| Indicadores financeiros | | | | |
| Dívida CP/Dívida total | 16% | 17% | 8% | 11% |
| Caixa/Dívida CP | 1,8x | 2,6x | 4,8x | 2,5x |
| Dívida líquida ajs./Ebitda ajs. | 1,3x | 1,3x | 3,2x | 5,1x |
| Dívida líquida ajs./PL | 0,9x | 0,9x | 1,9x | 3,7x |

Fontes: Raízen e Santander.

Endividamento (R\$ bilhões)



Vencimento da dívida (R\$ bilhões)

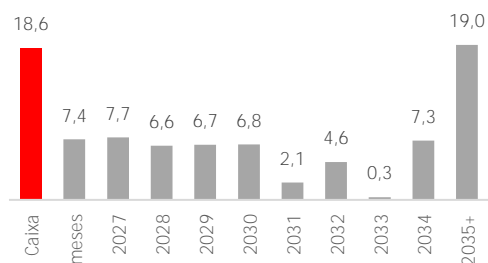
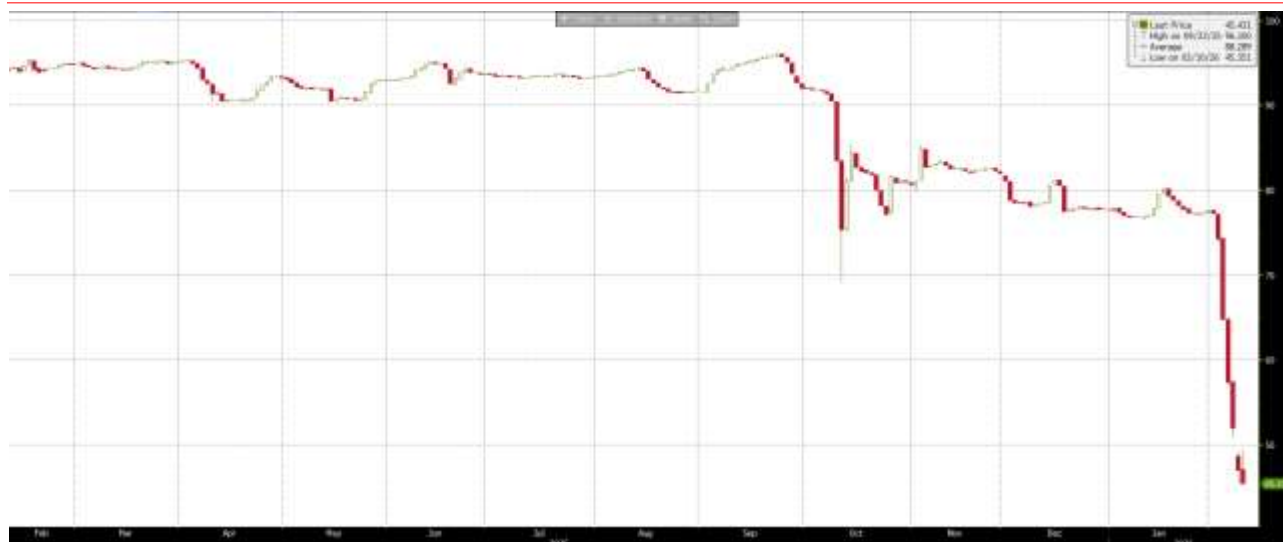


Gráfico 3. Gráfico de rentabilidade de preços: Bonds Raízen Fuels Finance S.A. 5,7% 24/35



Fontes: Bloomberg e Santander.

Comunicado importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem a opinião e análises pessoais dos analistas do Santander, que foram produzidas de forma independente na data de sua emissão, e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando suas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório. Os analistas do Santander estão sujeitos às regras previstas no Código de Conduta da APIMEC, bem como à Política de Conduta para atividade de Research estabelecida para o Grupo Santander.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 (***Resolução CVM 20***).

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Eu, Francisco Lobo, analista de valores mobiliários credenciado nos termos da Resolução CVM Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritor e responsável por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaro que as recomendações refletem única e exclusivamente minha opinião pessoal, e foi elaborada de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculado, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaro o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;
- (iv) Sua remuneração não é, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pelo Santander.

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.

Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.

Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) que tem como risco final a companhia objeto do presente relatório de análise.

Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.

Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

A(s) companhia(s) citada(s) no presente relatório, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum não têm participações relevantes no Santander, nem em suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

As informações apresentadas podem não ser adequadas para todos os perfis de suitability. Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro. Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.