

Raízen**Avanço da Recuperação Extrajudicial, venda na Argentina e estrutura pro forma****Francisco Lobo**

Analista de Crédito | Santander Credit Research

francisco.lobo@santander.com.br

Em poucas linhas: os últimos eventos divulgados pela Raízen indicam avanço relevante na agenda de reestruturação, com reforço potencial de liquidez via desinvestimentos, maior visibilidade sobre os termos do plano de Recuperação Extrajudicial (RE) e divulgação de resultados que, em nossa visão, tiveram caráter secundário para a leitura de crédito no encerramento da Safra 2025/26. A venda das operações de distribuição de combustíveis na Argentina deve gerar entrada líquida estimada de caixa de R\$ 5,1 bilhões e, somada ao aporte de R\$ 3,5 bilhões da Shell e ao potencial aporte adicional de R\$ 500 milhões da Aguassanta, representa reforço potencial de caixa de cerca de R\$ 9,1 bilhões, antes de eventuais ajustes finais, custos de transação e desembolsos previstos no plano. O plano de RE, já com adesão de 80% dos créditos abrangidos, combina capitalização dos acionistas, conversão de dívida em ações, alongamento de passivos e reorganização societária. Com base nos números reportados no 4T25/26, nossas simulações indicam que, em caso de homologação do plano nos termos propostos, conclusão do desinvestimento na Argentina e efetivação dos aportes previstos, a companhia passaria a apresentar dívida total pro forma de R\$ 40,4 bilhões, caixa de aproximadamente R\$ 22,6 bilhões, dívida líquida ajustada pro forma de cerca de R\$ 17,8 bilhões e Dívida líquida ajustada/Ebitda pro forma próxima de 2,0x, além de um cronograma de vencimentos substancialmente alongado, concentrado principalmente entre 2032 e 2035. Apesar da evolução na adesão dos credores e da melhora esperada na liquidez e no perfil de amortização, a leitura de crédito permanece condicionada à homologação do plano, à conclusão da venda das operações na Argentina, à execução das medidas de capitalização e desinvestimento e, sobretudo, à capacidade da companhia de gerar caixa livre positivo nas operações de açúcar, etanol e bioenergia.

- No dia 4/jun, a Raízen divulgou, via Fato Relevante¹, a venda das operações de distribuição de combustíveis na Argentina, incluindo ativos e participações societárias relacionados a essas operações, para a Mercuria Energy Group a um *Enterprise Value* de US\$ 1,42 bilhão (ou R\$ 7,44 bilhões, considerando a taxa de câmbio do fechamento da Safra 2025/26), sujeito a ajustes usuais de capital de giro, endividamento líquido (R\$ 2,2 bilhões em mar/26) e outros itens previstos em contrato. Do ponto de vista de crédito, a transação é positiva por contribuir para o reforço de liquidez, simplificação da estrutura operacional e avanço da agenda de desinvestimentos, embora seu impacto efetivo ainda dependa da conclusão da operação e da destinação dos recursos no contexto mais amplo da reestruturação.
- No dia seguinte (5/jun), a Raízen divulgou, também via Fato Relevante², que seu plano de Recuperação Extrajudicial foi submetido à 3ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca de São Paulo, contemplando, naquela data, adesão de 75% dos créditos abrangidos (acima do mínimo de 50% previsto em lei), percentual posteriormente elevado para 80% em 12/jun³. O valor total dos créditos sujeitos ao plano era de R\$ 64,7 bilhões. Em termos de estrutura, a proposta combinou aumento de capital de R\$ 3,5 bilhões pela Shell, potencial aporte adicional de R\$ 500 milhões pela Aguassanta, conversão de dívida em ações, refinanciamento da parcela remanescente por novos instrumentos de dívida e medidas adicionais de reorganização, segregação de ativos e avanço em desinvestimentos. O plano também prevê a cisão da empresa em duas: a Raízen Energia, que deterá as operações de etanol, açúcar e bioenergia; e a Raízen Combustíveis, que ficará com os negócios de distribuição de combustíveis no Brasil. O fechamento da reestruturação está previsto para mar/27, enquanto a segregação dos negócios deve ser concluída até dezembro de 2027. Após o protocolo da RE, os credores podem apresentar oposição ao plano, observados os prazos processuais aplicáveis, com encerramento estimado

¹Fato Relevante em [Link](#). ²Fato Relevante em [Link](#). ³Demonstrações financeiras em [Link](#).

no início de agosto. A homologação, contudo, ainda depende do rito judicial. Aos credores, o plano prevê três alternativas de reestruturação, combinando diferentes graus de conversão em capital, alongamento de dívida, deságio e recebimento em caixa.

- **Opção A:** prevê a conversão de 45% da dívida reestruturada em participação acionária, por meio de *units* compostas por uma ação ordinária e uma ação preferencial de emissão da Raízen, ao preço de emissão de R\$ 0,50 por *unit*, o que implica um valor de referência de R\$ 0,25 por ação. Os 55% remanescentes serão substituídos por novos instrumentos de dívida, alocados entre Raízen Energia (17,6%) e Raízen Combustíveis (37,4%). Para a parcela alocada na Raízen Energia, os instrumentos terão remuneração de CDI + 1,25% ao ano, ou IPCA + 9% ao ano, com pagamento de juros semestral e vencimentos em mar/2033 e mar/2035, em proporções iguais. Para a parcela alocada na Raízen Combustíveis, a remuneração será de CDI + 2,75% ao ano, também com pagamento de juros semestral, e vencimentos em mar/2032 e mar/2034, em proporções iguais.
- **Opção B:** prevê a reestruturação do crédito pela Raízen Energia com deságio de 80% sobre o valor sujeito à reestruturação, com vencimento em parcela única em mar/2047; para créditos em reais, haverá atualização pela TR a partir da data de fechamento. Caso o credor não se manifeste, a Opção B será selecionada automaticamente.
- **Opção C:** prevê pagamento em caixa equivalente a 75% do crédito reestruturado, observado o limite individual de R\$ 9.750 por credor, o que corresponde, na prática, a créditos de até R\$ 13.000 nessa modalidade. A alternativa está sujeita ainda ao limite agregado de R\$ 150 milhões para o conjunto dos pagamentos realizados nessa opção.

Tabela 1. Alternativas de reestruturação previstas no plano

Opção A	Opção B	Opção C
Conversão em equity + nova dívida	Deságio de 80% + maior alongamento	Pagamento em caixa limitado
Conversão de 45% da dívida reestruturada em Units da Raízen, ao preço de R\$ 0,50/Unit.	Reestruturação do crédito pela Raízen Energia com deságio de 80% sobre o valor sujeito à RE.	Pagamento em caixa equivalente a 75% do crédito reestruturado.
Os 55% remanescentes são substituídos por novos instrumentos de dívida, alocados entre Raízen Energia e Raízen Combustíveis.	Saldo com vencimento em parcela única em mar/2047; para créditos em reais, atualização pela TR a partir do fechamento.	Limite individual de R\$ 9.750 por credor, equivalente, na prática, a créditos de até R\$ 13.000.
Vencimentos concentrados entre 2032 e 2035.	Maior alongamento e forte redução do valor recuperável.	Sujeita ao limite agregado de R\$ 150 milhões para o conjunto de pagamentos.
Implicação: desalavancagem via conversão e diluição relevante dos acionistas atuais.	Implicação: alternativa de maior alívio financeiro para a companhia, mas com maior perda econômica para o credor.	Implicação: alternativa voltada a credores de menor exposição, com impacto agregado limitado pelo teto.

Fontes: Raízen e Santander.

Até o momento, **os credores ainda não foram convocados a selecionar a modalidade de reestruturação**, etapa esperada apenas após a homologação do plano de RE, e a companhia ainda não divulgou uma data estimada para essa escolha.

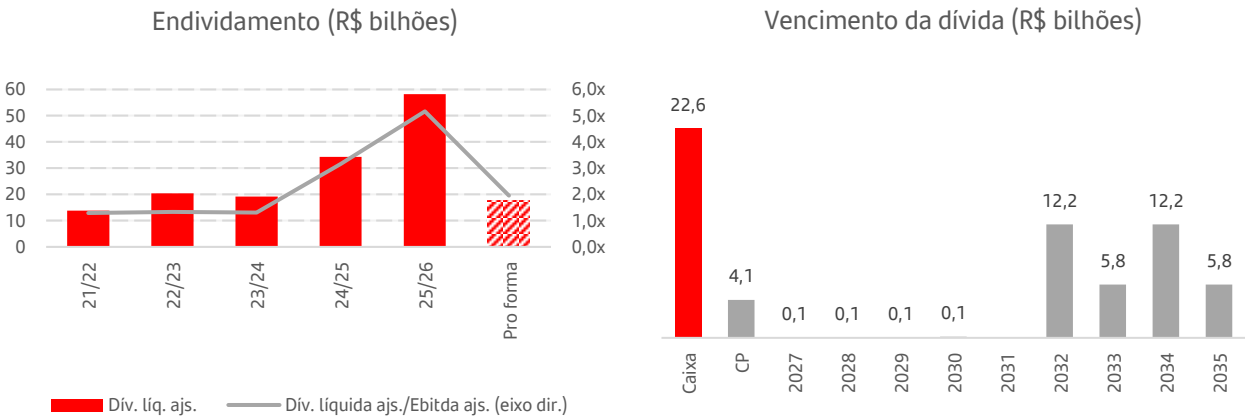
- Já na noite de 29/jun, a Raízen divulgou os resultados referentes ao quarto trimestre da Safra 2025/26¹, período entre jan/26 e mar/26, que corresponde à entressafra no Centro-Sul. Na prática, entendemos que o resultado teve caráter secundário para a leitura de crédito, uma vez que a divulgação ocorreu em um contexto já dominado pelo processo de Recuperação Extrajudicial e por seus efeitos contábeis, em especial a reclassificação de parte relevante das dívidas para o passivo circulante. Por isso, mais do que avaliar o trimestre de forma isolada, utilizamos os números reportados como base para simulações pro forma da estrutura de capital da companhia em caso de homologação do plano nos termos atualmente

¹Demonstrações financeiras em [Link](#).

propostos. A base de partida do exercício é a posição reportada ao fim da Safra 2025/26, com dívida bruta de R\$ 68,9 bilhões, caixa e aplicações de R\$ 13,6 bilhões, dívida líquida ajustada de R\$ 58,2 bilhões e Ebitda ajustado de R\$ 11,3 bilhões. O exercício considera a entrada líquida de caixa de R\$ 5,1 bilhões decorrente da venda das operações de distribuição de combustíveis na Argentina, calculada a partir do valor da transação de R\$ 7,4 bilhões líquido da dívida associada de R\$ 2,3 bilhões; a capitalização de R\$ 3,5 bilhões pela Shell e o potencial aporte adicional de R\$ 500 milhões pela Aguassanta; Ebitda pro forma de R\$ 9,1 bilhões na Safra 2025/26, ajustado pela exclusão da contribuição de R\$ 2,2 bilhões das operações argentinas; escolha da Opção C pelos credores até o limite disponível (R\$ 150 milhões) e alocação do saldo remanescente na Opção A. A Opção B não foi considerada no cenário-base por representar alternativa economicamente mais penalizadora aos credores; sua eventual maior utilização deve ser vista como opcionalidade positiva para a companhia, com redução adicional da dívida econômica.

- Optamos por apresentar o exercício pro forma em base consolidada, sem simular separadamente Raízen Energia e Raízen Combustíveis, dado que a segregação ainda depende de definições relevantes sobre perímetro societário e capacidade de geração de caixa de cada veículo. Em nossa visão, uma abertura segregada neste estágio exigiria premissas adicionais não observáveis a partir das informações públicas disponíveis e poderia reduzir a comparabilidade do exercício.
- Nesse cenário, a dívida total pro forma seria de R\$ 40,4 bilhões, com caixa de R\$ 22,6 bilhões, dívida líquida/Ebitda pro forma de cerca de 2,0x e alongamento relevante do cronograma de vencimentos, concentrado principalmente entre 2032 e 2035. A contrapartida seria uma diluição expressiva dos atuais acionistas, com os credores passando a deter 71% das ações ordinárias e 82% do capital total após a conversão prevista no plano. Assim, embora a homologação da RE, a conclusão da venda das operações na Argentina e a efetivação dos aportes previstos possam reduzir de forma importante a pressão de curto prazo sobre liquidez e vencimentos, a recomposição efetiva do perfil de crédito ainda dependerá da execução das medidas de capitalização e desinvestimento e, sobretudo, da capacidade da companhia de gerar caixa livre nas operações de açúcar, etanol e bioenergia ao longo das próximas safras.

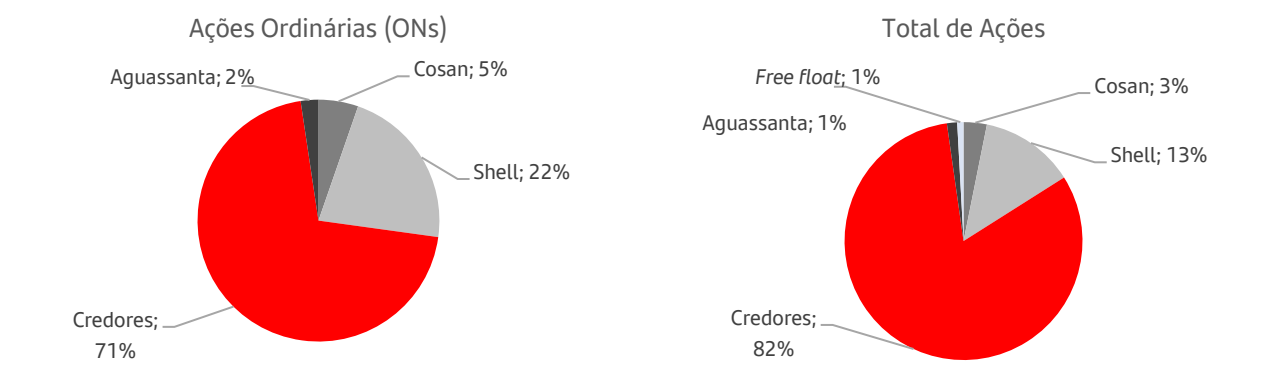
Gráficos 1 e 2. Indicadores financeiros pro forma¹



Fontes: Raízen e Santander.

¹Caixa pro forma parte do caixa reportado em mar/26 e incorpora a entrada líquida estimada do desinvestimento na Argentina e os aportes previstos no plano, líquido do desembolso máximo estimado da Opção C; não necessariamente representa liquidez irrestrita.

Gráficos 3 e 4. Composição acionária pro forma¹



Fontes: Raízen e Santander.

Tabela 2. Demonstrações financeiras resumidas

O exercício fiscal da Raízen se refere ao ano-safra da cana-de-açúcar: na região Centro-Sul do Brasil, a safra de cana-de-açúcar abrange o período de colheita, entre abril e dezembro, e a entressafra, entre janeiro e março. Portanto, a Safra 2025/2026 se refere ao período entre abril de 2025 e março de 2026.

R\$ bilhões	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26
DRE				
Receita líquida	245,8	220,5	255,3	225,8
Ebitda ajustado	15,3	14,6	10,8	11,3
Margem Ebitda	6,2%	6,6%	4,2%	5,0%
Lucro líquido	2,4	0,5	-4,3	-27,0
Balanço patrimonial				
Dívida bruta	29,5	35,6	58,0	68,9
Caixa e aplicações	8,9	15,9	22,9	13,6
Dívida líquida	20,5	19,7	35,1	55,3
Dívida líquida ajustada	20,4	19,2	34,3	58,2
Patrimônio líquido	22,9	22,1	18,2	-8,3
Fluxo de caixa				
Operacional²	10,0	18,0	2,0	-7,2
Investimentos³	-11,3	-12,0	-11,3	-4,4
Financiamento⁴	1,7	1,0	16,0	3,6
Outras variações	0,2	0,0	0,2	-1,3
Variação de caixa e aplicações	0,6	7,0	7,0	-9,2
Indicadores operacionais				
Cana moída (mm t)	73,5	84,2	78,2	70,5
Mix de Produção (% Açúcar)	50%	53%	50%	53%
Mix de Produção (% Etanol)	50%	47%	50%	47%
Venda de combustíveis (mm m³)	35,0	35,1	34,4	28,8
Indicadores financeiros				
Dívida CP/Dívida total	16%	17%	8%	100%
Caixa/Dívida CP	1,8x	2,6x	4,8x	0,2x
Dívida líquida ajs./Ebitda ajs.	1,3x	1,3x	3,2x	5,2x
Dívida líquida ajs./PL	0,9x	0,9x	1,9x	N/A

Fontes: Raízen e Santander.

¹Cenário pro forma considera venda dos ativos na Argentina, aporte de R\$ 3,5 bilhões da Shell, potencial aporte de R\$ 500 milhões da Aguassanta, utilização da Opção C até o limite disponível, com desembolso máximo estimado de R\$ 150 milhões, e alocação do saldo remanescente na Opção A. ²Inclui pagamento de arrendamento. ³Exclui movimentação de aplicações financeiras. ⁴Exclui pagamento de arrendamento.

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.