

Raízen

Ausência de atualizações sobre o plano de reestruturação

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

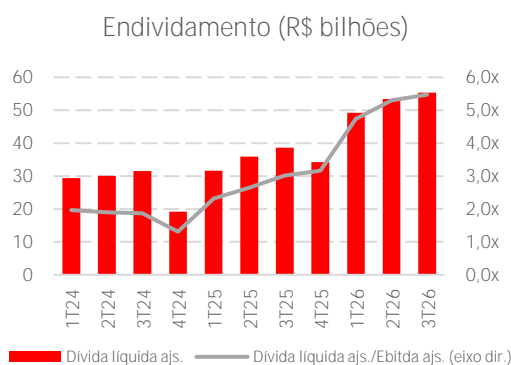
Em poucas linhas: a Raízen reportou Ebitda ajustado de R\$ 3,1 bilhões no 3T25/26, em linha com o mesmo período do ano anterior e sustentado por ganhos de eficiência, mas reconheceu *impairment* de R\$ 11,1 bilhões, levando o patrimônio líquido a ficar negativo em R\$ 1,1 bilhão. A geração operacional de caixa foi positiva, porém insuficiente para evitar o aumento da dívida líquida para R\$ 55,3 bilhões e da alavancagem para 5,3x, em meio ao consumo de caixa no trimestre. A companhia ressaltou incerteza relevante quanto à continuidade operacional e afirmou que os acionistas permanecem comprometidos com um aumento de capital, enquanto a administração avança na venda de ativos na Argentina, ainda que ambas as iniciativas não devam se concretizar no curtíssimo prazo.

- Na noite de ontem (12), a Raízen divulgou os resultados referentes ao terceiro trimestre da Safra 2025/26 (set/25 a dez/25), evidenciando uma estrutura de capital significativamente pressionada. O Ebitda ajustado somou R\$ 3,1 bilhões, valor relativamente em linha com o registrado no mesmo período do ano anterior, mesmo com uma base de ativos menor, o que indica ganhos de eficiência operacional. O resultado, contudo, desconsidera o reconhecimento de um *impairment* de R\$ 11,1 bilhões no trimestre, efeito não caixa decorrente da revisão das premissas contábeis após a deterioração do crédito e o aumento da alavancagem. Como consequência desse ajuste, o patrimônio líquido tornou-se negativo em R\$ 1,1 bilhão, refletindo o impacto relevante da reavaliação dos ativos sobre o balanço.
- No que se refere ao fluxo de caixa, a geração operacional foi positiva em R\$ 966 milhões. A companhia registrou ainda uma entrada de R\$ 2,1 bilhões com alienação de ativos, mas esse montante foi integralmente absorvido pelos investimentos, que totalizaram R\$ 2,2 bilhões no trimestre. O fluxo de financiamento foi negativo em R\$ 2 bilhões, com destaque para amortizações líquidas de captações de R\$ 612 milhões e pagamentos de juros de R\$ 615 milhões. Como resultado, houve consumo de caixa e aplicações financeiras de R\$ 1,3 bilhão no período, reduzindo as disponibilidades para R\$ 17,3 bilhões. A dívida líquida avançou para R\$ 55,3 bilhões, elevando a alavancagem medida pela relação Dívida Líquida/Ebitda de 5,1x para 5,3x, patamar que reforça o elevado grau de pressão financeira da companhia.
- Os documentos divulgados trazem menção explícita à existência de incerteza significativa relacionada à continuidade operacional, destacando que a estrutura de capital permanece pressionada pelo atual nível de endividamento e pelos respectivos encargos financeiros, e que a execução operacional, isoladamente, já não é suficiente para mitigar o desequilíbrio existente. Diante desse cenário, a companhia informou ter contratado assessores financeiros e legais para avaliar alternativas estruturais que preservem sua viabilidade e competitividade no longo prazo, em conjunto com os acionistas controladores, que se comprometeram a aportar capital dentro de uma solução consensual, estruturante e definitiva.
- Na teleconferência realizada na manhã de hoje (13), a administração reiterou o compromisso dos acionistas com uma injeção de capital, embora o CEO, Nelson Gomes, tenha indicado que o aumento de capital ainda deve levar alguns meses para ser concluído. Também foi reforçada a intenção de vender as operações de distribuição de combustíveis na Argentina, em transação estimada pela imprensa entre US\$ 1 bilhão e US\$ 1,6 bilhão, mas cuja conclusão depende de uma série de complexidades regulatórias no Brasil e no país vizinho, com expectativa de fechamento até o final do ano-calendário de 2026. O CFO, Lorival Luz, afirmou que a prioridade da companhia é a reestruturação da estrutura de capital com foco na redução do endividamento, e destacou que a empresa não possui chamadas de margem nem *covenants* financeiros atrelados à recente perda do grau de investimento, o que mitiga riscos de gatilhos automáticos no curto prazo.

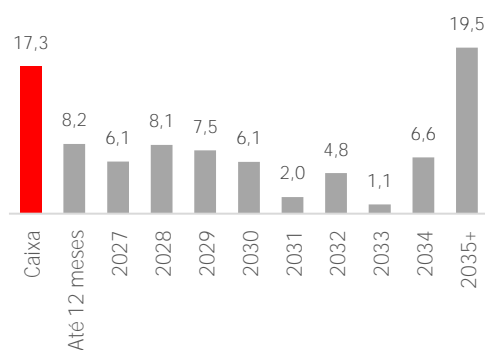
- Ainda que o CEO tenha relatado que não comentaria especulações sobre uma proposta de reorganização da empresa que estaria em discussão nos bastidores, o portal de notícias Brazil Journal¹ detalhou na manhã de hoje que a Shell e a Cosan estão mais próximas de um acordo para desalavancar a Raizen e estabilizar sua estrutura de capital, com uma das propostas em discussão envolvendo fundos de *private equity* geridos pelo BTG Pactual, conversão de créditos em ações e um pacote de capitalização de mais de R\$ 30 bilhões. Se colocado em prática, o processo poderia reduzir significativamente a alavancagem da companhia, reestruturar sua sociedade e até dar origem a um re-IPO da Raizen Combustíveis – contudo, ainda enfrenta negociações complexas entre acionistas, credores e reguladores antes de ser implementado.

Tabela 1 e Gráficos 1 e 2. Demonstrações financeiras resumidas

R\$ bilhões	2022/23	2023/24	2024/25	3T26 udm
DRE				
Receita líquida	245,8	220,5	255,3	232,2
Ebitda ajustado	15,3	14,6	10,8	10,1
Margem Ebitda	6,2%	6,6%	4,2%	4,4%
Lucro líquido	2,4	0,5	-4,3	-22,3
Balanco patrimonial				
Dívida bruta	29,5	35,6	58,0	70,0
Caixa e aplicações	8,9	15,9	22,9	17,3
Dívida líquida	20,5	19,7	35,1	52,7
Dívida líquida ajustada ²	20,4	19,2	34,3	55,3
Patrimônio líquido	22,9	22,1	18,2	-1,1
Fluxo de caixa				
Operacional ³	10,0	18,0	2,0	-1,4
Investimentos ⁴	-11,3	-12,0	-11,3	-6,3
Financiamento ⁵	1,7	1,0	16,0	14,1
Outras variações	0,2	0,0	0,2	-0,5
Varição de caixa e aplicações	0,6	7,0	7,0	6,0
Indicadores operacionais				
Cana moída (mm t)	73,5	84,2	78,2	74,1
Mix de Produção (% Açúcar)	50%	53%	50%	53%
Mix de Produção (% Etanol)	50%	47%	50%	47%
Venda de combustíveis (mm m ³)	35,0	35,1	34,4	34,6
Indicadores financeiros				
Dívida CP/Dívida total	16%	17%	8%	12%
Caixa/Dívida CP	1,8x	2,6x	4,8x	2,1x
Dívida líquida ajs./Ebitda ajs.	1,3x	1,3x	3,2x	5,3x
Dívida líquida ajs./PL	0,9x	0,9x	1,9x	-48,8x



Vencimento da dívida (R\$ bilhões)



Fontes: Raizen 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 N° 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 N° 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.