

Perguntas mais frequentes sobre crédito

Cosan e Raízen focam em suas dívidas em meio a elevadas taxas de juros no Brasil

4 de fevereiro de 2025

Este relatório não constitui uma ação de rating

Nos últimos anos, o conglomerado brasileiro Cosan S.A. (BB/Estável/--) e a Raízen S.A. (BBB/Negativa/--; brAAA/Estável/--), sua subsidiária *joint venture*, investiram significativamente para expandir suas operações. No entanto, o ambiente macroeconômico no Brasil e as condições de negócios para os diversos segmentos de ambas as empresas se deterioraram. As taxas de juros significativamente altas e ainda crescentes pesam na alavancagem de ambas as empresas, e cada uma delas está implementando medidas para conter a dívida. Além disso, houve mudanças na alta administração de todas as subsidiárias da Cosan. A alavancagem da Cosan provavelmente atingiu o pico em 2022, enquanto esperamos que a da Raízen atinja o pico em dezembro de 2024 e março de 2025.

Recentemente, alteramos a perspectiva do rating da Raízen para negativa (*Perspectiva do rating da Raízen S.A. na escala global alterada de estável para negativa por alavancagem alta; ratings 'BBB' e 'brAAA' reafirmados, 30 de janeiro de 2025*), enquanto o rating da Cosan permanece em BB/Estável/--. Neste relatório, apresentamos as perguntas mais frequentes dos investidores sobre as implicações na qualidade de crédito e tendências de rating dessas empresas.

Perguntas mais frequentes

O que desencadeou a alteração da perspectiva dos ratings da Raízen e o que pode causar um rebaixamento?

A dívida nominal da Raízen atingiu um nível recorde de R\$ 49,8 bilhões em 30 de setembro de 2024, ante R\$ 35,6 bilhões em 31 de março de 2024, devido a novas emissões para dar suporte a consideráveis investimentos (capex) e necessidades de capital de giro, ao impacto do aumento das taxas de juros no Brasil e ao custo relacionado da dívida e à depreciação do real brasileiro aumentando a dívida denominada em dólares. Além disso, embora acreditemos que parte das vendas de estoque aumentará a geração de caixa nos últimos seis meses do ano fiscal de 2025, que termina em março de 2025, a empresa continua reduzindo a exposição a fontes alternativas de financiamento, o que pesará em sua geração de caixa operacional (OCF – *operational cash flow*). Estimamos que esta última seja de apenas R\$ 1,4 bilhão e alavancagem de 3,0x-3,5x ao final de março de 2025.

Analistas principais

Matheus Cortes
São Paulo
55 (11) 3039-4129
matheus.cortes@spglobal.com

Fabiana Gobbi
São Paulo
55 (11) 3039-9733
fabiana.gobbi@spglobal.com

Contatos analíticos adicionais

Flávia Bedran
São Paulo
55 (11) 3039-9758
flavia.bedran@spglobal.com

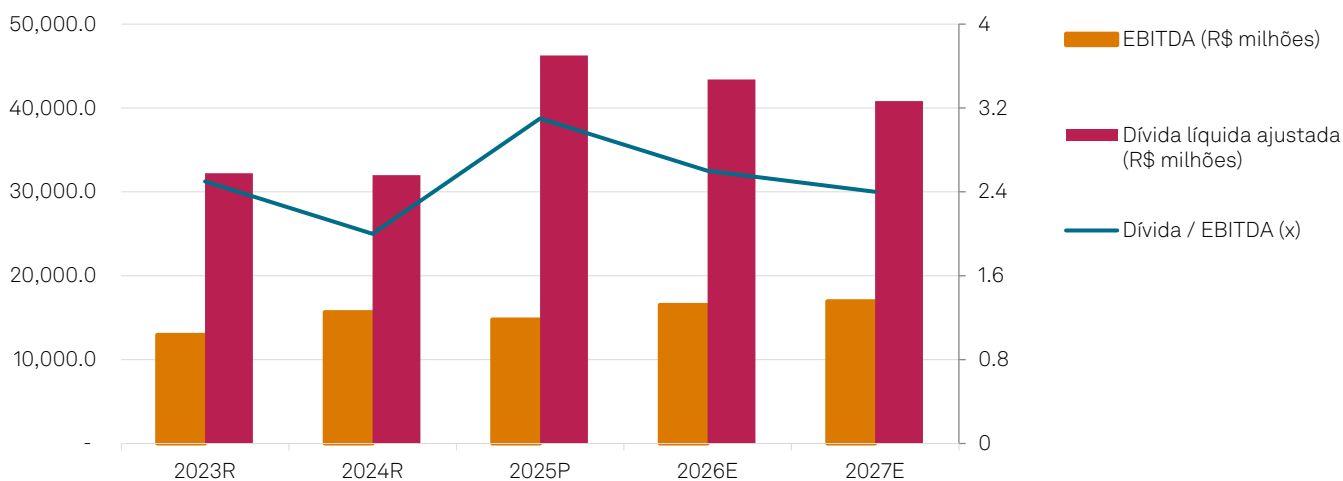
Luísa Vilhena
São Paulo
55 (11) 3039-9727
luisa.vilhena@spglobal.com

Cosan e Raízen focam em suas dívidas em meio a elevadas taxas de juros no Brasil

Outras ações de rating negativas podem ocorrer se a Raízen não conseguir reduzir sua alavancagem durante a safra 2025-2026 e a dívida sobre EBITDA permanecer consistentemente próxima ou acima de 3,0x, ou se a empresa enfrentar pressões de liquidez. Em nossa opinião, as pressões de liquidez podem resultar de condições operacionais mais fracas ou dificuldades para converter EBITDA em geração de caixa devido à alta carga de juros e capex, bem como à má gestão do capital de giro.

Gráfico 1

Projeção de EBITDA, dívida líquida ajustada e dívida sobre EBITDA da Raízen



R: Realizado; P: Projetado; E: Esperado.

Fonte: S&P Global Ratings

Copyright © 2025 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Qual é o potencial caminho para a desalavancagem?

A Raízen manifestou publicamente sua intenção de reduzir a alavancagem. Nos últimos meses, a empresa anunciou diversas mudanças em sua administração, entre elas a indicação de Nelson Gomes (ex-CEO da Cosan) e Rafael Bergman (ex-CFO da Rumo S.A.), como os novos CEO e CFO, respectivamente, da Raízen. A Raízen também adotou e esperamos que ela anuncie novas medidas anticíclicas. A empresa vendeu alguns ativos não essenciais, como aqueles de energia distribuída e cana-de-açúcar de usinas ineficientes, reduziu seu capex em cerca de R\$ 2 bilhões, especialmente pela desaceleração de projetos E2G, se comparado aos níveis do ano fiscal de 2024, e distribuiu apenas R\$ 67 milhões em dividendos no mesmo ano fiscal, abaixo dos R\$ 1,5 bilhão-R\$ 2,5 bilhões por ano historicamente. Acreditamos que mais cortes em investimentos e vendas de ativos podem aliviar as métricas de dívida e crédito, mas o momento, os valores e a redução do fluxo de caixa operacional são incertos.

No entanto, iniciativas para melhorar a produtividade, aumentar as sinergias entre seus negócios core e uma abordagem mais rigorosa de custos e despesas podem elevar o EBITDA da Raízen, principalmente em seu segmento de açúcar e etanol, além de melhorar sua geração de caixa consolidada e métricas. Nosso cenário-base pressupõe que a alavancagem retorna a 2,5x até o final do ano fiscal de 2026, mas a volatilidade e a sazonalidade dos setores nos quais a Raízen opera podem atrasar sua desalavancagem.

Quais fatores sustentam a qualidade de crédito da Raízen?

A Raízen é a maior processadora de cana-de-açúcar do mundo e vem investindo fortemente na redução de sua capacidade ociosa historicamente alta (20%-25%) e na melhora da produtividade, embora tenha sofrido um impacto neste ano fiscal devido às severas condições climáticas. A empresa também investiu em etanol de segunda geração, com quatro usinas já concluídas e outras duas em construção. Ademais, a Raízen é uma das três maiores distribuidoras de combustíveis do Brasil, e também é líder de

Cosan e Raízen focam em suas dívidas em meio a elevadas taxas de juros no Brasil

mercado na Argentina e no Paraguai. O plano da empresa para ampliar sua rede de postos de combustíveis e sua base de clientes contratados, além de focar em produtos de maior valor agregado, deve contribuir para margens sólidas em seu segmento de distribuição de combustíveis, comparáveis às de seus concorrentes mais próximos. Além disso, apesar das métricas atualmente mais fracas, a Raízen tem um histórico de níveis de endividamento conservadores, com alavancagem em torno ou abaixo de 2,0x, o que nos faz acreditar que a empresa buscará retornar às suas metas financeiras históricas. A liquidez, embora mais restrita do que no passado, continua sendo um ponto forte, já que a empresa aproveita de sua posição privilegiada nos mercados de capitais globais e nacionais para emitir dívida de longo prazo a fim de fortalecer sua posição de caixa e alongar seu perfil de vencimentos. Em setembro de 2024, o prazo médio ponderado da dívida da Raízen era superior a quatro anos.

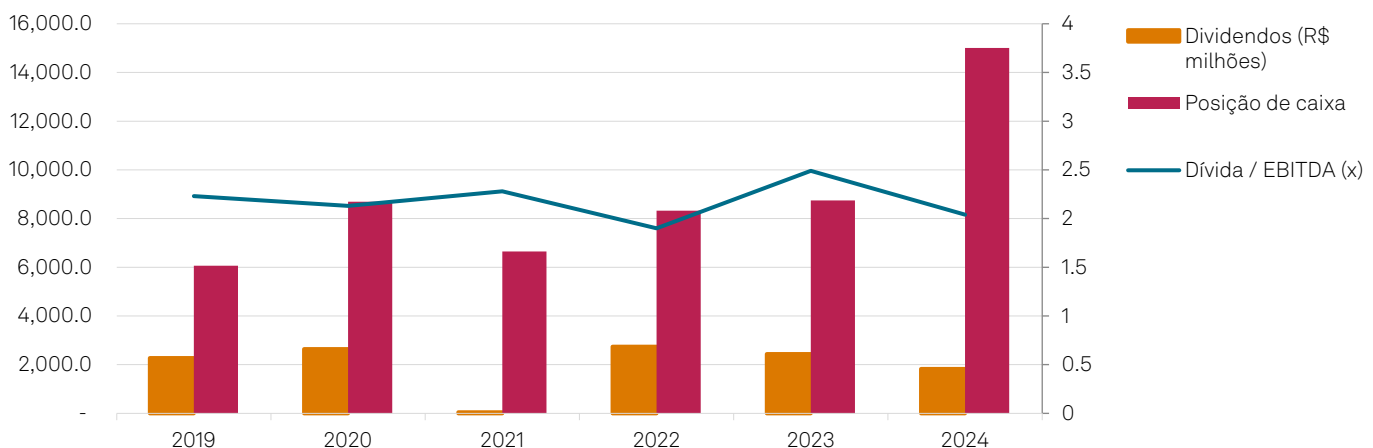
Qual é a relação entre a Raízen e seus acionistas controladores?

A Raízen é uma *joint venture* controlada pela Shell PLC (A+/Estável/A-1) e pela Cosan, em que cada uma detém uma participação de 44% desde o IPO da empresa em 2021. A Raízen é administrada por meio de um amplo acordo de acionistas, que garante que as duas acionistas tenham o mesmo peso nas questões estratégicas da empresa, com cada entidade nomeando três de um total de oito membros do conselho da Raízen. Acreditamos que as empresas mantêm uma abordagem conservadora com relação à Raízen, em termos de dividendos, política de caixa mínimo e outros aspectos. Historicamente, a Raízen manteve elevados pagamentos de dividendos aos seus acionistas, mas também controlou a alavancagem e manteve uma sólida posição de caixa. Por exemplo, no ano fiscal de 2021, a empresa reduziu os dividendos para apenas R\$ 48 milhões, ante R\$ 2,6 bilhões no ano fiscal anterior.

Considerando esses fatores, esperamos que os acionistas continuem apoiando a estratégia da Raízen de diminuir a alavancagem por meio de redução de dividendos e de outras saídas de caixa. Atualmente, não projetamos nenhum pagamento de dividendos pelos próximos anos. Por fim, não incorporamos nenhum suporte extraordinário potencial, por meio de injeções de capital adicionais, à Raízen por parte da Shell ou da Cosan. Apesar de considerarmos que a Shell possui flexibilidade financeira para isso devido ao seu balanço patrimonial mais leve, a capacidade da Cosan é mais limitada, enquanto ela se concentra em sua própria desalavancagem.

Gráfico 2

Distribuição de dividendos, posição de caixa e dívida sobre EBITDA da Raízen



Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2025 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

O fraco desempenho da Raízen enfraquece a qualidade de crédito da Cosan?

Não neste momento. Porém, se o fluxo de dividendos da Raízen para a Cosan permanecer restrito por um período prolongado e/ou outras subsidiárias enfrentarem contratempos que levem a dividendos menores, poderemos observar uma redução da liquidez no nível da holding, o que poderia levar a um rebaixamento. A Raízen pagou R\$ 684 milhões em dividendos à Cosan no ano fiscal de 2024, líquidos de ações preferenciais (principalmente entre janeiro e março de 2024), abaixo dos quase R\$ 1,2 bilhão no ano fiscal de 2023 e R\$ 1,5 bilhão no ano fiscal de 2022. Em linha com nossa projeção recentemente atualizada para a Raízen, no momento não projetamos nenhum dividendo dela para a Cosan nos próximos dois anos.

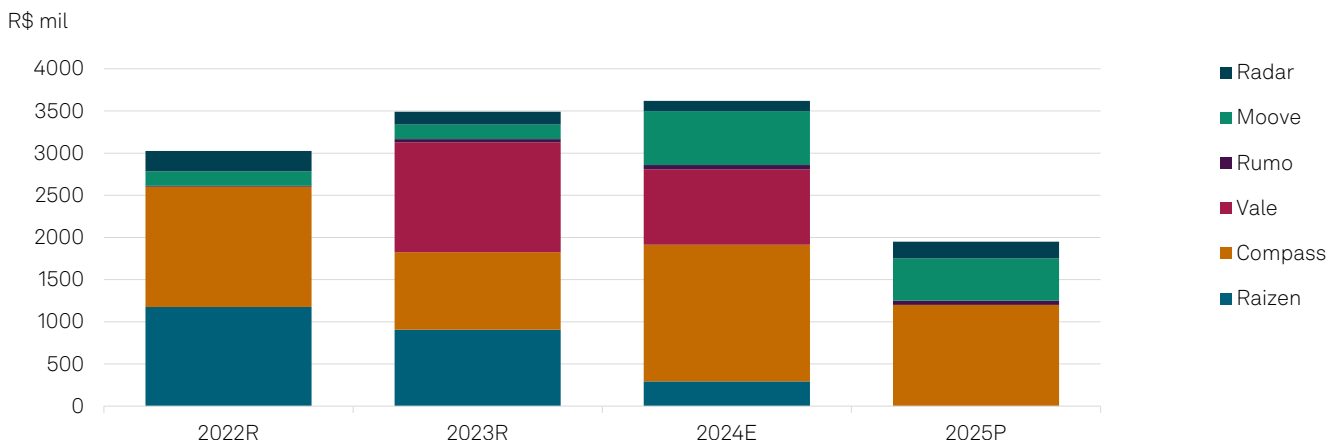
Os dividendos das outras subsidiárias da Cosan compensarão o déficit da Raízen?

Nossa expectativa é que a Compass Gás & Energia e a Moove Lubricants Holdings mantenham dividendos sólidos para a Cosan em 2025, que, somados aos recursos da venda de sua participação na Vale S.A. (BBB-/Estável/--; brAAA/Estável/--), devem ser suficientes para compensar quase nenhuma entrada de dividendos por parte da Raízen e da Vale. Em 2023, a Cosan recebeu um total de R\$ 2,7 bilhões em dividendos de todas as suas subsidiárias, líquidos da distribuição aos acionistas preferenciais, e aproximadamente R\$ 3,6 bilhões em 2024. Em 2025, estimamos que a Cosan receberá cerca de R\$ 2,0 bilhões em dividendos, dos quais cerca de R\$ 1,2 bilhão serão da Compass, R\$ 500 milhões da Moove, enquanto o restante deve ser proveniente da Radar e da Rumo S.A. (BB/Estável/B), e aproximadamente R\$ 90 milhões da Vale (relativos aos resultados do quarto trimestre).

Supondo que a Cosan usará o valor total de R\$ 9,1 bilhões de recursos provenientes da venda de sua participação na Vale para reduzir a dívida e presumindo taxa básica de juros média do Brasil entre 12%-15%, estimamos agora que a empresa deve enfrentar aproximadamente R\$ 2,0 bilhões em despesas com juros neste ano fiscal, abaixo dos cerca de R\$ 2,5 bilhões em 2024. Embora os fluxos projetados de entradas e necessidades de caixa sejam similares neste ano, não esperamos pressões em sua liquidez, pois projetamos posição de caixa da Cosan próxima a R\$ 3,0 bilhões no final de 2024. Além disso, a empresa pode considerar a venda de ativos ou reduzir sua participação atual em algumas de suas subsidiárias para reduzir ainda mais a dívida, se necessário. No ano passado, a Moove iniciou um processo de IPO na Bolsa de Valores de Nova York, o qual acabou não acontecendo, mas entendemos que seria uma importante fonte de caixa para a Cosan, caso se concretize.

Gráfico 3

Dividendos recebidos pela Cosan



R: Realizado; P: Projetado; E: Esperado.

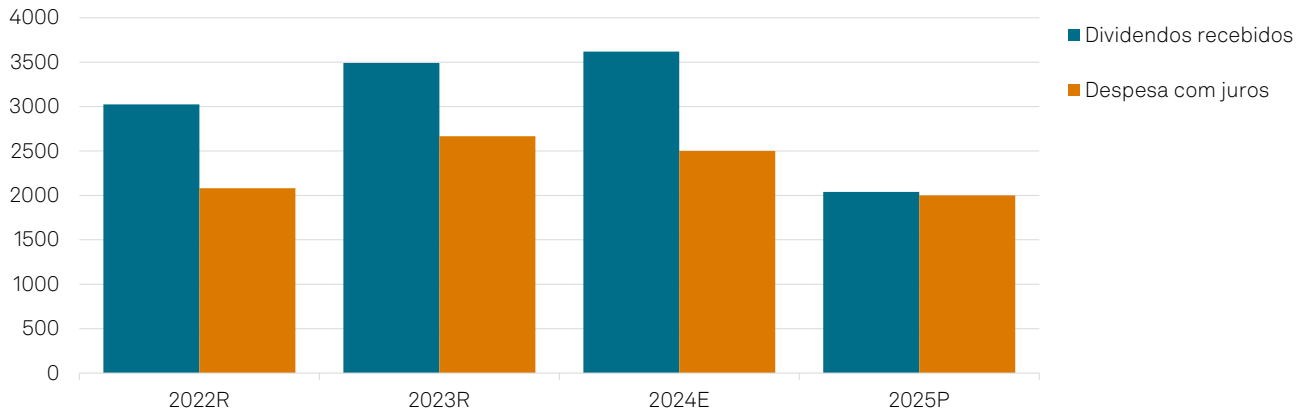
Fonte: S&P Global Ratings

Copyright © 2025 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Gráfico 4

Dividendos recebidos e juros pagos pela Cosan

R\$ mil



R: Realizado; P: Projetado; E: Esperado.

Fonte: S&P Global Ratings

Copyright © 2025 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

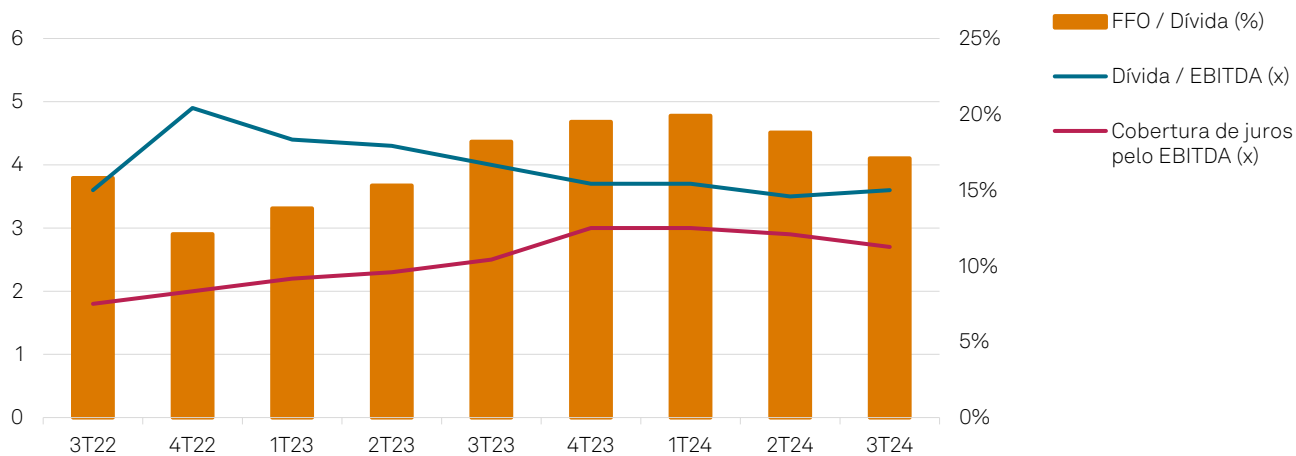
Por que a S&P Global Ratings acredita que a alavancagem da Cosan está em uma tendência de queda?

A alavancagem da Cosan atingiu o pico de 4,9x no final de 2022, após a aquisição de uma participação minoritária de 4,9% na Vale por meio de uma grande e complexa transação de quase R\$ 21,7 bilhões, composta de ações preferenciais e derivativos. Desde então, com a entrada de dividendos da Vale e das subsidiárias da Cosan, suas métricas de alavancagem melhoraram devido ao maior EBITDA ajustado consolidado. A dívida ajustada pela S&P Global Ratings sobre EBITDA caiu para 3,7x em 2023, e estimamos redução para cerca de 3,5x ao final de 2024.

Em linha com seu foco recente na desalavancagem, a Cosan anunciou a venda de sua participação minoritária na Vale por aproximadamente R\$ 9,1 bilhões, após reduzir sua participação na empresa nos últimos meses. Em nossa opinião, os recursos fornecerão um colchão à estrutura de capital e aos ratings da Cosan em meio a taxas de juros domésticas mais altas e menores dividendos consolidados provenientes de subsidiárias. Esperamos que a Cosan use a maior parte dos recursos da venda para pagar dívidas ao longo de 2025. A Cosan anunciou ofertas públicas de recompra de suas notas seniores com vencimento em 2027 (US\$392 milhões), de suas notas seniores com vencimento em 2029, 2030 e 2031 (totalizando US\$900 milhões) e a recompra da sua 3ª emissão de debêntures de R\$ 750 milhões com vencimento em 2028.

Gráfico 5

Métricas de crédito da Cosan



FFO: Geração interna de caixa (FFO – funds from operations)
 Fonte: S&P Global Ratings
 Copyright © 2025 por Standard & Poor’s Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Como o rating da S&P Global Ratings atribuído à Cosan incorpora a estrutura de ações preferenciais criada para financiar a aquisição da Vale?

A estrutura de ações preferenciais criada uma camada acima da participação da Cosan na Raízen e na Compass para financiar a aquisição da participação minoritária na Vale permanece em vigor, e a adicionamos à dívida financeira da Cosan. A dívida reportada pela empresa totalizava R\$ 24,2 bilhões em 30 de setembro de 2024, e adicionamos R\$ 8,4 bilhões de ações preferenciais às nossas métricas ajustadas. No entanto, reconhecemos que elas são mais flexíveis do que uma dívida de mercado, sem data de vencimento específica ou obrigações de amortização e pagamentos de juros. A Cosan só poderá desmontar tal estrutura após 2026 devido a um acordo de *lock-up*.

Artigos Relacionados

- [Perspectiva do rating da Raízen S.A. na escala global alterada de estável para negativa por alavancagem alta; ratings ‘BBB’ e ‘brAAA’ reafirmados](#), 30 de janeiro de 2025.
- [Boletim: Venda da participação na Vale S.A. deve aliviar pressão sobre métricas de crédito da Cosan S.A.](#), 16 de janeiro de 2025.

Cosan e Raizen focam em suas dívidas em meio a elevadas taxas de juros no Brasil

Copyright © 2025 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completitude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos, exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (*due diligence*) ou de verificação independente de qualquer informação que receba. Publicações relacionadas a ratings de crédito podem ser divulgadas por diversos motivos que não dependem necessariamente de uma ação decorrente de um comitê de rating, incluindo-se, sem limitação, a publicação de uma atualização periódica de um rating de crédito e análises correlatas.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus websites www.spglobal.com/ratings/pt/ (gratuito) e www.ratingsdirect.com (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em www.spglobal.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P e RATINGSDIRECT são marcas registradas da Standard & Poor's Financial Services LLC.