

Comunicado à Imprensa

# 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

## Resumo da Ação de Rating

- A distribuidora de combustíveis e processadora brasileira de cana-de-açúcar Raízen S.A. apresentou alavancagem alta nos últimos trimestres, e projetamos que a dívida nominal permanecerá elevada em meio a consideráveis investimentos (capex) e carga de juros nos próximos 12 a 18 meses.
- Os volumes mais fracos no negócio de cana-de-açúcar, somados a altos investimentos, taxas de juros e necessidades de capital de giro, resultaram em um índice de dívida sobre EBITDA de 3,0x nos 12 meses encerrados em 30 de setembro de 2024 e deve permanecer em 3,0x-3,5x até o final do ano fiscal de 2025, enquanto a geração de fluxo de caixa operacional livre (FOCF - *free operating cash flow*) será negativa em mais de R\$ 5 bilhões, em nossa visão.
- Alteramos a perspectiva do nosso rating de crédito de emissor da Raízen na escala global de estável para negativa. Também reafirmamos os ratings de emissor da empresa 'BBB' na escala global e 'brAAA' na Escala Nacional Brasil. Ainda, reafirmamos os ratings de emissão 'BBB' das notas senior unsecured da Raízen Fuels Finance S.A. A perspectiva do rating na Escala Nacional Brasil permanece estável.
- A perspectiva negativa do rating na escala global reflete a possibilidade de um rebaixamento nos próximos 12 a 18 meses se a Raízen não reduzir sua alavancagem para nossa projeção de caso-base de cerca de 2,5x no ano fiscal de 2026. Um rebaixamento também pode ocorrer devido a crescentes restrições de liquidez, dada uma geração de caixa menor do que o esperado, maior carga de juros e saídas de caixa ainda consideráveis, enfraquecendo sua capacidade de ser avaliada um nível acima de nossa avaliação de transferência e conversibilidade (T&C) do Brasil.

## Fundamento da Ação de Rating

**Projetamos agora que a alavancagem da Raízen permanecerá alta, no patamar de 3,0x-3,5x, ao final do ano fiscal de 2025, com capacidade limitada de reduzir a dívida nominal no ano fiscal de 2026.** Dadas as condições operacionais mais fracas no negócio de cana-de-açúcar, o consumo de capital de giro, as maiores taxas de juros domésticas e a carga de juros associada, além da desvalorização do real, a dívida da empresa atingiu um recorde de R\$ 49,7 bilhões (somente dívida financeira) e a alavancagem aumentou para 3,0x em 30 de setembro de 2024.

Atualizamos nossas premissas operacionais para o negócio de cana-de-açúcar para incorporar os volumes de moagem menores do que o esperado e a produtividade mais fraca anunciados

### Analista principal

**Matheus Cortes**  
São Paulo  
55-11-3818-4129  
[matheus.cortes@spglobal.com](mailto:matheus.cortes@spglobal.com)

### Contato analítico adicional

**Flavia Bedran**  
São Paulo  
55-11-3039-9758  
[flavia.bedran@spglobal.com](mailto:flavia.bedran@spglobal.com)

### Líder do comitê de rating

**Flavia Bedran**  
São Paulo  
55-11-3039-9758  
[flavia.bedran@spglobal.com](mailto:flavia.bedran@spglobal.com)

recentemente, o que prejudicou as margens do segmento. Revisamos ligeiramente para baixo nossa projeção do EBITDA da empresa para cerca de R\$ 14,8 bilhões no ano fiscal de 2025, ante nossa projeção de R\$ 15,3 bilhões em novembro de 2024.

Mais importante, além do alto estoque de etanol que está consumindo capital de giro, acreditamos que a empresa continua reduzindo sua exposição a financiamentos alternativos, o que limitará a geração de caixa no ano fiscal de 2025 a cerca de R\$ 1,4 bilhão. Com isso, a alavancagem deve permanecer entre 3,0x-3,5x ao final do ano fiscal de 2025, versus 2,0x no ano fiscal de 2024 e 2,7x em nossa projeção anterior.

***Dívida nominal e pagamentos de juros altos reduzem a flexibilidade financeira da empresa.***

Esperamos melhores condições operacionais para os segmentos de cana-de-açúcar e etanol no ano fiscal de 2026, como maiores volumes de moagem e preços ainda favoráveis para ambas as commodities. Além disso, o segmento de mobilidade deve continuar reportando resultados sólidos e margens melhores. Considerando esses fatores, somados a uma abordagem mais rigorosa de custos e despesas, projetamos que o EBITDA nominal suba para R\$ 16,5 bilhões e a margem para 7,4% no ano fiscal de 2026.

Além disso, devido às nossas expectativas de melhor dinâmica do capital de giro, o fluxo de caixa operacional deve melhorar para cerca de R\$ 13 bilhões – R\$ 14 bilhões no ano fiscal de 2026. Ao mesmo tempo, esperamos que a Raízen reduza o capex e os pagamentos de dividendos, considerando o nível atual de alavancagem, de R\$ 10,7 bilhões no ano fiscal de 2025 para cerca de R\$ 9,0 bilhões no ano fiscal de 2026, sem pagamento de dividendos. Esses fatores devem proporcionar certo alívio às métricas, com a alavancagem caindo para perto de 2,5x.

No entanto, esperamos que a dívida nominal permaneça alta, já que as altas necessidades de capital de giro, taxas de juros e capex limitam a capacidade da Raízen de pagar a dívida. Além disso, apesar da melhora esperada, acreditamos que as métricas permanecerão apertadas no curto prazo e que qualquer revés imprevisível pode impactar ainda mais o fluxo de caixa, prejudicando a qualidade do crédito e afetando a capacidade da empresa de ser avaliada um nível acima da nossa avaliação de T&C 'BBB-' do Brasil.

***Esperamos que a nova gestão continue buscando formas alternativas de reduzir a alavancagem.***

Nelson Gomes, ex-CEO da Cosan (BB/Estável/--), e Rafael Bergman, ex-CFO da Rumo S.A. (BB/Estável/B), tornaram-se os novos CEO e CFO, respectivamente, da Raízen em novembro de 2024, com uma mensagem clara de redução da alavancagem. A administração ainda não divulgou nenhum guidance novo. Ainda assim, considerando o atual nível de alavancagem da Raízen e o histórico de mantê-lo abaixo de 2,5x no passado, acreditamos que a empresa adotará medidas anticíclicas. A Raízen anunciou algumas pequenas vendas de ativos, como ativos de distribuição de energia e volumes de cana-de-açúcar, visando levantar caixa, e quaisquer vendas adicionais podem reduzir ainda mais a alavancagem, ao mesmo tempo em que se concentra na produtividade de seus principais negócios.

No entanto, não incluímos nenhuma venda de ativos adicional em nossas premissas de caso-base, dadas as incertezas significativas em torno de seu momento, valores e a extensão de seu impacto no fluxo de caixa operacional e na alavancagem.

## Perspectiva

A perspectiva negativa reflete uma chance em três de rebaixamento nos próximos 12 a 18 meses se a Raízen não reduzir sua alavancagem ajustada para perto de 2,5x no ano fiscal de 2026 de 3,0x-3,5x no final do ano fiscal de 2025. Isso poderia decorrer de uma piora das condições de negócios, reduzindo ainda mais os volumes e a produtividade, preços de açúcar e etanol abaixo

do esperado ou gestão de estoque mais fraca, reduzindo a geração de caixa da empresa e sua capacidade de desalavancar. Um rebaixamento também poderia refletir crescentes apertos de liquidez, dada a geração de caixa menor do que o esperado, alta carga de juros e saídas de caixa persistentemente altas.

## Cenário de rebaixamento

Poderíamos rebaixar os ratings nos próximos 12 a 18 meses se a Raízen não apresentar melhora na alavancagem no próximo ano fiscal, e a dívida sobre EBITDA permanecer consistentemente próxima de 3,0x e o FOCF cair significativamente. Também poderíamos rebaixar os ratings se a liquidez continuar se deteriorando devido à geração de caixa menor do que o esperado ou à gestão ineficaz do capital de giro.

## Cenário de elevação

Poderíamos alterar a perspectiva para estável se a Raízen reduzir a alavancagem conforme o esperado no próximo ano fiscal por meio de vendas de ativos ou melhor desempenho operacional em meio a uma abordagem conservadora de gestão de capital de giro, capex e dividendos. Nesse cenário, esperamos que a dívida sobre EBITDA fique em torno de 2,5x no médio prazo e de 2,0x no longo prazo.

## Descrição da Empresa

A Raízen atua nas indústrias de açúcar e álcool e de distribuição de combustíveis no Brasil. É o maior *player* brasileiro no setor sucroalcooleiro, com 35 plantas de moagem em seu portfólio em capacidade para processar mais de 105 milhões de toneladas de cana-de-açúcar por ano. No entanto, a empresa tem operado abaixo da capacidade devido a rendimentos agrícolas baixos. A Raízen também diversificou suas operações para a cogeração de energia e está investindo em etanol de segunda geração (E2G) e biogás/biometano. A empresa criou a Raízen Power, que tem como objetivo ser uma *one-stop shop* para comercialização de energia elétrica, geração distribuída e veículos elétricos.

A companhia é a segunda maior distribuidora de combustíveis do Brasil, com cerca de 7.000 postos e vendas consolidadas de quase 28 milhões m<sup>3</sup> por ano. Além disso, opera o negócio de distribuição de combustíveis da Shell na Argentina e é o segundo maior *player* do país. Suas operações na Argentina incluem o uso da marca Shell, a comercialização de outros derivados de petróleo, a operação varejista de cerca de 800 postos e uma refinaria em Buenos Aires. Além disso, a empresa também detém os negócios de lubrificantes da Shell no Brasil e participação na Barcos & Rodados, a principal distribuidora de combustíveis do Paraguai, apesar de estar reduzindo sua participação com para do seu programa de desinvestimentos. A Raízen é controlada pela Shell PLC (A+/Estável/A-1) e pela Cosan S.A., e 12 % de suas ações foram vendidas por meio de um IPO em agosto de 2021.

## Nosso Cenário de Caso-Base

### Premissas

- Crescimento do PIB brasileiro de 1,9% em 2025 e 2,1% em 2026, afetando a demanda interna por combustíveis;
- Crescimento do PIB da Argentina de 3,3% em 2025 e 2,2% em 2026, influenciando a demanda local por combustível;
- Taxa de inflação brasileira de cerca de 4,2% em 2025 e 3,7% em 2026;
- Taxa de inflação da Argentina de cerca de 64,4% em 2025 e 45,6% em 2026;
- Taxa de câmbio média em relação ao dólar de R\$ 5,60-R\$ 5,65 nos próximos anos;
- Preço médio do petróleo Brent de US\$75 por barril em 2025 e 2026, o que, juntamente com as taxas de câmbio e novas políticas tributárias, deve influenciar os ajustes dos preços dos combustíveis no Brasil;
- Preços médios de açúcar de polarização muito alta (VHP) próximos a R\$ 2.557 por tonelada no ano fiscal de 2025, considerando os preços fixos atuais da empresa, R\$ 2.485 no ano fiscal de 2026 e R\$ 2.355 no ano fiscal de 2027;
- Preços médios de R\$ 2,9 por litro para o etanol no ano fiscal de 2025 e anos seguintes, refletindo os preços internacionais do petróleo e as taxas de câmbio e assumindo que a estatal Petrobras manterá alguma correlação com a paridade internacional;
- Níveis consolidados de moagem em cerca de 77,5 milhões de toneladas de cana-de-açúcar no ano fiscal de 2025, cerca de 81 milhões de toneladas no ano fiscal de 2026 e 84 milhões no ano fiscal de 2027;
- Volumes de distribuição de combustível de 34,0 milhões-35,5 milhões de metros cúbicos no ano fiscal de 2025 e anos seguintes;
- Investimento anual de capital de cerca de R\$ 10,7 bilhões no ano fiscal de 2025, e caindo para R\$ 9 bilhões e R\$ 7,5 bilhões nos anos fiscais de 2026 e 2027, respectivamente, à medida que a empresa reduz seus investimentos em expansão para se concentrar na desalavancagem;
- Pagamento de dividendos de R\$ 67,4 milhões no ano fiscal de 2025 e nenhuma distribuição nos anos seguintes.

## Principais métricas

### Raízen S.A. – Resumo das projeções

| Fim do período                                                     | --Ano fiscal findo em 31 de março de-- |         |         |         |         |         |         |         |
|--------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                                                                    | 2021R                                  | 2022R   | 2023R   | 2024R   | 2025E   | 2026P   | 2027P   | 2028P   |
| <b>R\$ milhões</b>                                                 |                                        |         |         |         |         |         |         |         |
| Receita                                                            | 114.602                                | 191.270 | 245.832 | 220.454 | 223.679 | 222.482 | 227.031 | 229.782 |
| Lucro bruto                                                        | 11.740                                 | 18.068  | 23.921  | 24.929  | 21.225  | 22.678  | 23.240  | 22.684  |
| EBITDA (reportado)                                                 | 8.438                                  | 12.603  | 16.870  | 17.384  | 14.778  | 16.526  | 16.968  | 16.380  |
| (+/-) Outros                                                       | 17                                     | 180     | -3.915  | -1.725  | --      | --      | --      | --      |
| EBITDA                                                             | 8.455                                  | 12.783  | 12.954  | 15.660  | 14.778  | 16.526  | 16.968  | 16.380  |
| (-) Juros-caixa pagos                                              | -855                                   | -1.220  | -3.805  | -5.134  | -5.984  | -6.570  | -6.174  | -5.967  |
| (-) Imposto-caixa pago                                             | -333                                   | -806    | -1.131  | -311    | -80     | -167    | -396    | -375    |
| Geração interna de caixa (FFO - funds from operations)             | 7.267                                  | 10.757  | 8.019   | 10.214  | 8.714   | 9.789   | 10.397  | 10.038  |
| EBIT                                                               | 4.064                                  | 6.836   | 4.733   | 6.876   | 7.185   | 9.054   | 9.370   | 8.750   |
| Despesa com juros                                                  | 1.389                                  | 1.880   | 3.856   | 5.603   | 6.003   | 6.577   | 6.202   | 5.970   |
| Fluxo de caixa operacional (OCF - operating cash flow)             | 6.719                                  | 14.260  | 12.198  | 19.225  | 1.439   | 13.757  | 12.486  | 12.431  |
| Investimentos (capex)                                              | 4.367                                  | 7.309   | 11.426  | 12.657  | 10.750  | 9.000   | 7.500   | 7.500   |
| Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - free operating cash flow) | 2.352                                  | 6.951   | 772     | 6.569   | -9.311  | 4.757   | 4.986   | 4.931   |
| Dividendos                                                         | 48                                     | 2.741   | 2.437   | 1.828   | 67      | --      | --      | --      |
| Recompra de ações (reportada)                                      | --                                     | 40      | 185     | --      | --      | --      | --      | --      |
| Fluxo de caixa discricionário (DCF - discretionary cash flow)      | 2.304                                  | 4.170   | -1.851  | 4.741   | -9.379  | 4.757   | 4.986   | 4.931   |
| Dívida (reportada)                                                 | 24.444                                 | 22.275  | 29.455  | 35.600  | 50.911  | 48.911  | 47.411  | 46.567  |
| (+) Passivos de arrendamentos                                      | 5.075                                  | 10.425  | 10.815  | 11.565  | 11.171  | 11.005  | 10.396  | 10.327  |
| (-) Caixa acessível e investimentos líquidos                       | -6.672                                 | -8.353  | -8.777  | -15.008 | -16.183 | -16.871 | -17.342 | -18.384 |
| (+/-) Outros                                                       | -3.601                                 | -94     | 733     | -163    | 362     | 362     | 362     | 362     |
| Dívida                                                             | 19.246                                 | 24.252  | 32.225  | 31.994  | 46.261  | 43.408  | 40.827  | 38.873  |
| Patrimônio líquido                                                 | 12.498                                 | 22.259  | 22.904  | 22.126  | 22.975  | 24.894  | 27.270  | 29.300  |
| FOCF (ajustado pelo capex de arrendamento)                         | 1.363                                  | 5.560   | -1.869  | 3.786   | -11.297 | 2.462   | 3.098   | 2.473   |
| Despesa com juros (reportada)                                      | 1.389                                  | 1.880   | 3.856   | 5.603   | 6.003   | 6.577   | 6.202   | 5.970   |
| Capex (reportado)                                                  | 3.388                                  | 6.243   | 10.657  | 12.076  | 10.750  | 9.000   | 7.500   | 7.500   |
| Caixa e investimentos de curto prazo (reportados)                  | 7.713                                  | 10.602  | 10.017  | 15.592  | 16.183  | 16.871  | 17.342  | 18.384  |
| <b>Índices ajustados</b>                                           |                                        |         |         |         |         |         |         |         |
| Dívida/EBITDA (x)                                                  | 2,3                                    | 1,9     | 2,5     | 2,0     | 3,1     | 2,6     | 2,4     | 2,4     |
| FFO/dívida (%)                                                     | 37,8                                   | 44,4    | 24,9    | 31,9    | 18,8    | 22,6    | 25,5    | 25,8    |
| Cobertura de juros caixa pelo FFO (x)                              | 9,5                                    | 9,8     | 3,1     | 3,0     | 2,5     | 2,5     | 2,7     | 2,7     |
| Cobertura de juros pelo EBITDA (x)                                 | 6,1                                    | 6,8     | 3,4     | 2,8     | 2,5     | 2,5     | 2,7     | 2,7     |

**Perspectiva do rating da Raízen S.A. na escala global alterada de estável para negativa por alavancagem alta; ratings 'BBB' e 'brAAA' reafirmados**

|                                                     |       |      |       |        |        |       |      |      |
|-----------------------------------------------------|-------|------|-------|--------|--------|-------|------|------|
| OCF/dívida (%)                                      | 34,9  | 58,8 | 37,9  | 60,1   | 3,1    | 31,7  | 30,6 | 32,0 |
| FOCF/dívida (%)                                     | 12,2  | 28,7 | 2,4   | 20,5   | (20,1) | 11,0  | 12,2 | 12,7 |
| DCF/dívida (%)                                      | 12,0  | 17,2 | (5,7) | 14,8   | (20,3) | 11,0  | 12,2 | 12,7 |
| FOCF ajustado pelo capex de arrendamento/dívida (%) | 7,1   | 22,9 | (5,8) | 11,8   | (24,4) | 5,7   | 7,6  | 6,4  |
| Crescimento anual da receita (%)                    | (5,0) | 66,9 | 28,5  | (10,3) | 1,5    | (0,5) | 2,0  | 1,2  |
| Margem bruta (%)                                    | 10,2  | 9,4  | 9,7   | 11,3   | 9,5    | 10,2  | 10,2 | 9,9  |
| Margem EBITDA (%)                                   | 7,4   | 6,7  | 5,3   | 7,1    | 6,6    | 7,4   | 7,5  | 7,1  |
| Retorno sobre capital (%)                           | 13,4  | 17,5 | 9,3   | 12,6   | 11,6   | 13,2  | 13,7 | 12,8 |
| Retorno sobre ativos totais (%)                     | 6,1   | 8,2  | 4,5   | 5,7    | 5,5    | 6,7   | 6,9  | 6,4  |
| EBITDA/juros caixa (x)                              | 9,9   | 10,5 | 3,4   | 3,0    | 2,5    | 2,5   | 2,7  | 2,7  |
| Cobertura de juros-caixa pelo EBIT (x)              | 2,9   | 3,6  | 1,2   | 1,2    | 1,2    | 1,4   | 1,5  | 1,5  |
| Dívida/dívida e patrimônio líquido (%)              | 60,6  | 52,1 | 58,5  | 59,1   | 66,8   | 63,6  | 60,0 | 57,0 |

\*Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings, exceto se apresentado como reportado. R: Realizado. E: Estimado. P: Projetado

## Liquidez

Avaliamos a liquidez da Raízen como adequada. Seu colchão de liquidez diminuiu nos últimos trimestres devido às altas necessidades de capital de giro para financiar estoques, que a empresa vem carregando em um esforço para melhorar os retornos nos próximos trimestres, altas taxas de juros e capex, combinado com esforços para reduzir sua exposição a financiamentos alternativos.

No entanto, a Raízen tem se concentrado em contratar novas dívidas de longo prazo para estender vencimentos, fortalecer sua posição de caixa e financiar seu capex. Enquanto isso, sua linha de crédito rotativo de US\$1 bilhão continua disponível, e a empresa recebe entradas de caixa de pequenas vendas de ativos. Também acreditamos que a empresa reduzirá o capex e os dividendos para garantir uma posição de liquidez adequada.

Além disso, a Raízen não possui cláusulas financeiras em seus contratos de dívida, desfruta de amplo acesso aos mercados de capitais nacionais e internacionais e tem uma gestão de risco historicamente prudente. A empresa também está comprometida em manter baixa alavancagem e liquidez robusta, e suas fontes de caixa continuarão a exceder os usos em mais de 20% nos próximos 12 meses, mesmo que o EBITDA caia em 30%.

## Principais fontes de liquidez

- Caixa e equivalentes de caixa irrestrito de R\$ 10,9 bilhões em 30 de setembro de 2024;
- Geração interna de caixa (FFO – *funds from operations*) de cerca de R\$ 12,1 bilhões nos próximos 12 meses;
- Linhas de crédito rotativo não utilizadas de US\$ 1 bilhão (cerca de R\$ 5,9 bilhões);
- Recursos de vendas de ativos já assinadas de cerca de R\$ 825 milhões nos próximos 12 meses; e
- Nova dívida contratada com vencimento acima de 12 meses totalizando cerca de R\$ 5,5 bilhões.

## Principais usos de liquidez

- Dívidas a vencer nos próximos 12 meses de cerca de R\$ 11,5 bilhões;
- Saídas de capital de giro de cerca de R\$ 7,2 bilhões nos próximos 12 meses;
- Nenhuma necessidade sazonal de capital de giro, dado que os números de setembro já estão próximos do nível de pico normal;
- Capex de manutenção de R\$ 7,5 bilhões nos próximos 12 meses; e
- Nenhum pagamento de dividendos.

## Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

A empresa não possui *covenants* em seus contratos de dívida.

## Fatores Ambientais, Sociais e de Governança (ESG – *Environmental, Social, and Governance*)

Os fatores ambientais pesam em nossa análise de rating de crédito da Raízen, considerando sua presença nas indústrias de açúcar e etanol, e de distribuição de combustíveis. Além do uso intensivo de água, acreditamos que o risco relacionado ao clima pode levar a perdas significativas nas safras e gerar volatilidade nos lucros no negócio de açúcar e etanol. Por outro lado, a Raízen beneficia-se da transição para uma economia de baixo carbono, pois produz etanol que substitui o uso de combustíveis fósseis, enquanto produz sua energia renovável a partir do bagaço da cana-de-açúcar. A empresa também desenvolve e aplica novas tecnologias como E2G e biogás/biometano. Quanto à distribuição de combustíveis, incorporamos os riscos relacionados ao potencial impacto de longo prazo da transição energética e à redução do uso de combustíveis fósseis.

## Influência do Grupo

Vemos a Raízen como uma subsidiária isolada de ambas as controladoras. Consideramos que nenhum suporte será fornecido pela Shell ou Cosan, uma vez que a Raízen é uma *joint venture* com gestão independente. Além disso, consideramos que a Raízen não tem obrigação de fornecer suporte a nenhuma de suas controladoras por meio de um fluxo extraordinário de dividendos, por exemplo, dado que:

- A empresa segue uma rigorosa abordagem de dividendos;
- O conselho de administração está igualmente dividido; e
- Deve-se chegar a um consenso sobre este assunto.

A Raízen é a controladora em última instância do grupo e consolida todos os negócios. Portanto, vemos a empresa como a norteadora do rating.

## Ratings Acima do Soberano

Limitamos nossos ratings da Raízen em até três degraus acima do rating soberano 'BB' do Brasil, porque acreditamos que a empresa apresenta sensibilidade moderada ao risco-país. O rating em moeda estrangeira da Raízen também é limitado em um degrau acima da avaliação T&C 'BBB-' do Brasil, onde estão localizados a maioria dos ativos da empresa. Compensando esses fatores

estão as consideráveis exportações de açúcar (cerca de 75% da produção total) e as receitas *offshore* por meio da atividade de trading. Isso permite que o rating da empresa permaneça no mesmo nível de seu perfil de crédito individual 'bbb'. Projetamos que as operações argentinas e paraguaias representem cerca de 15% do EBITDA da empresa. Portanto, testamos a capacidade da Raízen de continuar honrando suas obrigações em um cenário hipotético de default soberano do Brasil estressando os fluxos de caixa e a liquidez da empresa.

O alto fluxo de receitas das exportações de açúcar e etanol, juntamente com a significativa liquidez proveniente de linhas de crédito rotativas em moeda forte, permite à empresa enfrentar o cenário de estresse com um colchão de liquidez acima de 1,0x no ano estressado, embora o colchão tenha diminuído. O teste de estresse inclui as seguintes premissas:

- PIB caindo 10%, prejudicando os volumes de distribuição de combustíveis e as vendas domésticas de etanol, enquanto as exportações de açúcar permanecem inalteradas;
- Menores margens de comercialização e distribuição de combustíveis devido ao menor consumo e maior competição;
- Inflação de cerca de 10%, elevando custos;
- Preços internacionais do açúcar a 10 centavos de dólar por libra;
- Desvalorização de 50% do real, dobrando os juros da empresa e o volume da dívida de curto prazo denominada em dólares;
- Moeda mais fraca aumentando a receita de exportação e a disponibilidade da linha de crédito denominada em dólares;
- Taxas de juros domésticas aumentando 100%;
- Nenhum corte (*haircut*) no caixa devido no exterior, *haircut* de 10% nos depósitos bancários no Brasil e *haircut* de 70% nos investimentos de curto prazo no Brasil;
- Sem distribuição de dividendos, e
- Capex de manutenção de cerca de R\$ 7,5 bilhões, incluindo capex na Argentina.

## Ratings de Emissão – Análise do Risco de Subordinação

### Estrutura de capital

A estrutura de capital da Raízen consiste principalmente em notas *senior unsecured* com vencimento em 2027, *green notes* com vencimento em 2034 e 2054, empréstimos internacionais (*term loan*), títulos locais (certificados de recebíveis do agronegócio e debêntures), linhas de crédito para financiamento à exportação e empréstimos de bancos nacionais (incluindo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social).

### Conclusões Analíticas

Avaliamos as notas *senior unsecured* internacionais da Raízen Fuels Finance S.A. no mesmo nível do rating de crédito do emissor, uma vez que a dívida da empresa é predominantemente *unsecured* e garantida pela Raízen e Raízen Energia S.A.



Tabela de Classificação de Ratings

|                                                                  |                            |
|------------------------------------------------------------------|----------------------------|
| Rating de crédito de emissor em moeda estrangeira                | BBB/Negativa/--            |
| Rating de crédito de emissor em moeda local                      | BBB/Negativa/--            |
| Rating de crédito de emissor na Escala Nacional Brasil           | brAAA/Estável/--           |
| Risco de negócio                                                 | 3 - Satisfatório           |
| Risco-país                                                       | 4 - Moderadamente alto     |
| Risco da indústria                                               | 3 - Intermediário          |
| Posição competitiva                                              | 3- Satisfatória            |
| Risco financeiro                                                 | 3 - Intermediário          |
| Fluxo de caixa/Alavancagem                                       | 3 - Intermediário          |
| Âncora                                                           | bbb                        |
| Diversificação/Efeito-portfólio                                  | 3 - Neutro (sem impacto)   |
| Estrutura de capital                                             | Neutra (sem impacto)       |
| Política financeira                                              | Neutra (sem impacto)       |
| Liquidez                                                         | Adequada (sem impacto)     |
| Administração e governança                                       | Satisfatória (sem impacto) |
| Análise de ratings comparáveis                                   | Neutra (sem impacto)       |
| Perfil de crédito individual (SACP - stand-alone credit profile) | bbb                        |

Certos termos utilizados neste relatório, particularmente certos adjetivos usados para expressar nossa visão sobre os fatores que são relevantes para os ratings, têm significados específicos que lhes são atribuídos em nossos Critérios e, por isso, devem ser lidos em conjunto com tais Critérios. Consulte os Critérios de Rating em [www.spglobal.com/ratings](http://www.spglobal.com/ratings) para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com). Todos os ratings afetados por esta ação de rating são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em [www.spglobal.com/ratings](http://www.spglobal.com/ratings).

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Metodologia de ratings corporativos aplicada a setores específicos](#), 4 de abril de 2024.
- [Metodologia de ratings corporativos](#), 7 de janeiro de 2024.
- [Metodologia: Fatores de crédito relativos à administração e governança para entidades corporativas](#), 7 de janeiro de 2024.
- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 8 de junho de 2023.
- [Princípios ambientais, sociais e de governança nos ratings de crédito](#), 10 de outubro de 2021.
- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1 de julho de 2019.
- [Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1 de abril de 2019.
- [Refletindo o risco de subordinação em ratings de emissão de entidades corporativas](#), 28 de março de 2018.
- [Metodologia e premissas: Descritores de liquidez para emissores corporativos globais](#), 16 de dezembro de 2014.
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013.
- [Ratings acima do soberano - Ratings corporativos e de governo: Metodologia e premissas](#), 19 de novembro de 2013.
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013.

Perspectiva do rating da Raízen S.A. na escala global alterada de estável para negativa por alavancagem alta; ratings 'BBB' e 'brAAA' reafirmados

- [Princípios dos ratings de crédito](#), 16 de fevereiro de 2011.

Artigo

- [Definições de Ratings da S&P Global Ratings](#)

| Emissor                      | Data de atribuição do rating inicial | Data da ação de rating anterior |
|------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------|
| Raízen S.A.                  |                                      |                                 |
| Rating de Crédito de Emissor |                                      |                                 |
| Escala Nacional Brasil       | 31 de julho de 2012                  | 22 de setembro de 2023          |

Status do Endosso Europeu

O(s) rating(s) de crédito na escala global emitidos pelas afiliadas da S&P Global Ratings com sede nas seguintes jurisdições [Para ler mais, visite [Endorsement of Credit Ratings](#) (em inglês)] foram endossados na União Europeia e/ou no Reino Unido de acordo com as regulações aplicáveis às Agências de Ratings de Crédito (CRA – *Credit Rating Agencies*). **Nota:** Os endossos para os ratings de crédito na escala global atribuídos a Finanças Públicas dos Estados Unidos são realizados quando solicitados. Para verificar o status do endosso por rating de crédito, visite o website [spglobal.com/ratings](#) e busque pela entidade avaliada.

## INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS ADICIONAIS

### Outros serviços fornecidos ao emissor

A S&P Global Ratings tem fornecido à Raízen S.A. o serviço de Rating Evaluation Services.

### Atributos e limitações do rating de crédito

A S&P Global Ratings utiliza informações em suas análises de crédito provenientes de fontes consideradas confiáveis, incluindo aquelas fornecidas pelo emissor. A S&P Global Ratings não realiza auditorias ou quaisquer processos de *due diligence* ou de verificação independente da informação recebida do emissor ou de terceiros em conexão com seus processos de rating de crédito ou de monitoramento dos ratings atribuídos. A S&P Global Ratings não verifica a completude e a precisão das informações que recebe. A informação que nos é fornecida pode, de fato, conter imprecisões ou omissões que possam ser relevantes para a análise de crédito de rating.

Em conexão com a análise deste (s) rating (s) de crédito, a S&P Global Ratings acredita que há informação suficiente e de qualidade satisfatória de maneira a permitir-lhe ter uma opinião de rating de crédito. A atribuição de um rating de crédito para um emissor ou emissão pela S&P Global Ratings não deve ser vista como uma garantia da precisão, completude ou tempestividade da (i) informação na qual a S&P Global Ratings se baseou em conexão com o rating de crédito ou (ii) dos resultados que possam ser obtidos por meio da utilização do rating de crédito ou de informações relacionadas.

### Fontes de informação

Para atribuição e monitoramento de seus ratings a S&P Global Ratings utiliza, de acordo com o tipo de emissor/emissão, informações recebidas dos emissores e/ou de seus agentes e conselheiros, inclusive, balanços financeiros auditados do Ano Fiscal, informações financeiras trimestrais, informações corporativas, prospectos e outros materiais oferecidos, informações históricas e projetadas recebidas durante as reuniões com a administração dos emissores, bem como os relatórios de análises dos aspectos econômico-financeiros (MD&A) e similares da entidade avaliada e/ou de sua matriz. Além disso, utilizamos informações de domínio público, incluindo informações publicadas pelos reguladores de valores mobiliários, do setor bancário, de seguros e ou outros reguladores, bolsas de valores, e outras fontes públicas, bem como de serviços de informações de mercado nacionais e internacionais.

### Aviso de ratings ao emissor

O aviso da S&P Global Ratings para os emissores em relação ao rating atribuído é abordado na política "[Notificações ao Emissor \(incluindo Apelações\)](#)".

### Frequência de revisão de atribuição de ratings

O monitoramento da S&P Global Ratings de seus ratings de crédito é abordado em:

- [Descrição Geral do Processo de Ratings de Crédito \(na seção de Regras, Procedimentos e Controles Internos\)](#)
- [Política de Monitoramento](#)

### Conflitos de interesse potenciais da S&P Global Ratings

A S&P Global Ratings publica a lista de conflitos de interesse reais ou potenciais na seção "[Potenciais Conflitos de Interesse](#)", disponível em <https://www.spglobal.com/ratings/pt>.

## **Faixa limite de 5%**

A S&P Global Ratings Brasil publica em seu [Formulário de Referência](https://www.spglobal.com/ratings/pt/regulatory/content/disclosures), disponível em <https://www.spglobal.com/ratings/pt/regulatory/content/disclosures>, o nome das entidades responsáveis por mais de 5% de suas receitas anuais.

As informações regulatórias (PCR - *Presentation of Credit Ratings* em sua sigla em inglês) da S&P Global Ratings são publicadas com referência a uma data específica, vigentes na data da última Ação de Rating de Crédito publicada. A S&P Global Ratings atualiza as informações regulatórias de um determinado Rating de Crédito a fim de incluir quaisquer mudanças em tais informações somente quando uma Ação de Rating de Crédito subsequente é publicada. Portanto, as informações regulatórias apresentadas neste relatório podem não refletir as mudanças que podem ocorrer durante o período posterior à publicação de tais informações regulatórias, mas que não estejam de outra forma associadas a uma Ação de Rating de Crédito. Observe que pode haver casos em que o PCR reflete uma versão atualizada do Modelo de Ratings em uso na data da última Ação de Rating de Crédito, embora o uso do Modelo de Ratings atualizado tenha sido considerado desnecessário para determinar esta Ação de Rating de Crédito. Por exemplo, isso pode ocorrer no caso de revisões baseadas em eventos (*event-driven*) em que o evento que está sendo avaliado é considerado irrelevante para aplicar a versão atualizada do Modelo de Ratings. Observe também que, de acordo com as exigências regulatórias aplicáveis, a S&P Global Ratings avalia o impacto de mudanças materiais nos Modelos de Ratings e, quando apropriado, emite Ratings de Crédito revisados se assim requerido pelo Modelo de Ratings atualizado.

## **Perspectiva do rating da Raízen S.A. na escala global alterada de estável para negativa por alavancagem alta; ratings 'BBB' e 'brAAA' reafirmados**

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 COMERCIALIZABILIDADE, 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/](http://www.spglobal.com/ratings/pt/) (gratuito) e [www.ratingsdirect.com](http://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](http://www.spglobal.com/usratingsfees).

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

Research Update:

# Raizen S.A. Global Rating Outlook Revised To Negative From Stable On High Leverage; 'BBB' Ratings Affirmed

January 30, 2025

## Rating Action Overview

- Leverage of Brazil-based fuel distributor and sugarcane processor Raízen S.A. has been high in the past few quarters, and we anticipate nominal debt will remain elevated amid considerable capital expenditure (capex) and interest burden for the next 12-18 months.
- Weaker volumes in the sugarcane business, coupled with high investments, interest rates, and working capital requirements, resulted in debt to EBITDA of 3.0x in the 12 months ended Sept. 30, 2024, and should remain at 3.0x-3.5x by the end of fiscal 2025, while free operating cash flow (FOCF) deficit will be more than R\$5 billion, in our view.
- We revised the outlook on our global issuer credit rating on Raízen to negative from stable. We also affirmed our 'BBB' global scale and 'brAAA' national scale ratings on the company and our 'BBB' issue-level ratings on Raízen Fuels Finance S.A.'s senior unsecured notes. The outlook on the national scale rating remains stable.
- The negative outlook on the global scale rating reflects the possibility of a downgrade in the next 12-18 months if Raízen is unable to reduce its leverage to our base-case forecast of about 2.5x in fiscal 2026. The downgrade could also occur because of mounting strains on liquidity, given lower-than-expected cash generation, higher interest burden, and still sizable cash outflows, weakening the company's ability to be rated one notch above our transfer and convertibility (T&C) assessment of Brazil.

## Rating Action Rationale

**We now forecast Raízen's leverage to remain high at 3.0x-3.5x by the end of fiscal 2025, with limited capacity to reduce nominal debt in fiscal 2026.** Given weaker operating conditions in the sugarcane business, working capital consumption, higher domestic interest rates and related interest burden, and the Brazilian real's depreciation, the company's debt reached a record-high of R\$49.7 billion (only financial debt) and leverage increased to 3.0x as of Sept. 30,

### Primary contact

**Matheus H Cortes**  
Sao Paulo  
55-11-3818-4129  
matheus.cortes  
@spglobal.com

### Secondary contact

**Flavia M Bedran**  
Sao Paulo  
55-11-3039-9758  
flavia.bedran  
@spglobal.com

2024. We updated our operational assumptions for the sugarcane business to incorporate the recently announced lower-than-expected crushing volumes and weaker productivity, which dented the segment's margins. We revised slightly downward our EBITDA for Raizen, which we now expect to be about R\$14.8 billion in fiscal 2025, compared with our November 2024 forecast of R\$15.3 billion.

More importantly, apart from the high storage of ethanol that's consuming working capital, we believe the company continues to reduce its exposure to alternative sources of funding, which will limit cash generation in fiscal 2025 to about R\$1.4 billion, which will maintain leverage at 3.0x-3.5x by the end of fiscal 2025, compared with 2.0x in fiscal 2024 and 2.7x in our previous forecast.

**High nominal debt and interest payments reduce the company's financial flexibility.** We expect better operating conditions for the sugarcane and ethanol segments in fiscal 2026, such as higher crushing volumes and still favorable prices for both commodities. Nevertheless, the mobility segment should continue to report solid results and improving margins. Given these factors, coupled with a stricter approach to costs and expenses, we forecast nominal EBITDA to rise to R\$16.5 billion and margin to 7.4% in fiscal 2026. In addition, owing to our expectations of better working capital dynamics, operating cash flow should improve to R\$13 billion – R\$14 billion in fiscal 2026. At the same time, we expect Raizen to reduce capex and dividend payments, considering the current leverage level, to about R\$9.0 billion in fiscal 2026 from R\$10.7 billion in fiscal 2025, and no dividend payment. These factors should bring some relief to metrics, with leverage declining to close to 2.5x.

Nevertheless, we expect nominal debt to remain high, as still high working capital, interest rates, and capex requirements limit Raizen's ability to repay debt. Also, despite the expected improvement, we believe metrics will remain tight in the short term and that any unpredictable setback could further hurt cash flow, straining the credit quality and affecting the company's ability to be rated one notch above our 'BBB-' T&C assessment of Brazil.

**We expect new management to continue seeking alternative ways to reduce leverage.** Nelson Gomes, former CEO of Cosan (BB/Stable/--), and Rafael Bergman, former CFO of Rumo S.A. (BB/Stable/B), became the new CEO and CFO, respectively, of Raizen in November 2024, with a clear message of reducing leverage. Management hasn't disclosed any new guidance yet. Still, considering Raizen's current leverage level and track-record of maintaining it below 2.5x in the past, we believe the company will adopt counter-cyclical measures. Raizen announced some minor asset sales, such as energy distribution assets and sugarcane volumes, aiming to raise cash. Any additional sales could further reduce leverage, while the company focuses on productivity in its core businesses. Nevertheless, we don't include any additional asset disposal in our base-case assumptions, given significant uncertainties around their timing, amounts, and the extent of their impact on operating cash flow and leverage.

## Outlook

The negative outlook reflects a one-in-three chance of a downgrade in the next 12 to 18 months if Raizen is unable to reduce its adjusted leverage to close to 2.5x in fiscal 2026 from 3.0x-3.5x at the end of fiscal 2025. This could be a consequence of worsening business conditions depressing further volumes and productivity, lower-than-expected sugar and ethanol prices, or weaker inventory management, reducing the company's cash generation and ability to

deleverage. A downgrade could also reflect mounting strains on liquidity, given lower-than-expected cash generation, high interest burden, and persistently large cash outflows.

### **Downside scenario**

We could lower our ratings on Raízen in the next 12-18 months if it's unable to reduce leverage in the next fiscal year, and debt to EBITDA remains consistently close to 3.0x and FOCF shortfall remains significant. We could also downgrade Raízen if its liquidity continues to deteriorate because of lower-than-expected cash generation or mismanagement of working capital.

### **Upside scenario**

We could revise the outlook to stable if Raízen deleverages as expected in the coming fiscal year through asset sales or better operating performance amid conservative approach toward working capital management, capex, and dividends. In this scenario, we expect debt to EBITDA trending to 2.5x in the medium term and to 2.0x in the long term.

## **Company Description**

Raízen operates in Brazil's sugar and ethanol and fuel distribution industries. It is the country's largest player in the sugar and ethanol industry, with 35 crushing mills currently in its portfolio and the capacity to process more than 105 million tons of sugarcane per year. However, it has operated below capacity because of lagging agricultural yields. Raízen has also diversified into energy cogeneration and is investing in second generation ethanol (E2G) and biogas and biomethane. The company created Raízen Power, which aims to be a one-stop shop for electricity commercialization, distributed generation, and electricity-powered vehicles. The company is Brazil's second-largest fuel distributor, with close to 7,000 gas stations and consolidated sales volumes of nearly 28 million cubic meters per year. Raízen also operates Shell's fuel distribution business in Argentina, where it's the second-largest player in the country. Its operations in Argentina include the use of Shell's brand, the commercialization of other oil products, the retail operation of over 800 stations, and an oil refinery in Buenos Aires. In addition, Raízen holds Shell's lubricant business in Brazil. The company has a stake in Barcos & Rodados, Paraguay's leading fuel distributor, although it's currently reducing its stake as part of the divestment program. Raízen is controlled by Shell PLC (A+/Stable/A-1) and Cosan S.A., and 12% of its shares were sold through an equity IPO in August 2021.

## **Our Base-Case Scenario**

### **Assumptions**

- Brazil's GDP growth of 1.9% in 2025 and 2.1% in 2026, affecting domestic demand for fuel;
- Argentina's GDP growth of 3.3% in 2025 and 2.2% in 2026, influencing local demand for fuel;
- Brazil's inflation of about 4.2% in 2025 and 3.7% in 2026;
- Argentina's inflation of about 64.4% in 2025 and 45.6% in 2026;
- Average exchange rate of R\$5.60-R\$5.65 per \$1 in the next few years;
- Average Brent crude oil price of \$75 per barrel in 2025 and 2026, which along with foreign-currency exchange rates and new tax policies, should influence fuel-price adjustments in Brazil;



- Average very high polarization (VHP) sugar prices of close to R\$2,557 per ton in fiscal 2025, considering the company's current fixed prices, R\$2,485 in fiscal 2026 and R\$2,355 in fiscal 2027;
- Average prices of R\$2.9 per liter for ethanol in fiscal 2025 and following years, reflecting international oil prices and foreign-exchange rates and assuming that state-owned oil company Petrobras will maintain some correlation to international parity;
- Consolidated crushing levels of about 77.5 million tons of sugarcane in fiscal 2025, about 81 million tons in fiscal 2026, and 84 million in fiscal 2027;
- Fuel distribution volumes of 34.0 million - 35.5 million cubic meters in fiscal 2025 and following years;
- Annual capex of about R\$10.7 billion in fiscal 2025, and declining to R\$9 billion and R\$7.5 billion in fiscals 2026 and 2027, respectively, as the company reduces its expansion investments to focus on deleveraging; and
- Dividend payment of R\$67.4 million in fiscal 2025 and none in the following years.

## Key metrics

### Raizen S.A.--Forecast summary

| Period ending                               | Mar-31-2021 | Mar-31-2022 | Mar-31-2023 | Mar-31-2024 | Mar-31-2025 | Mar-31-2026 | Mar-31-2027 | Mar-31-2028 |
|---------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| (Mil. BRL)                                  | 2021a       | 2022a       | 2023a       | 2024a       | 2025e       | 2026f       | 2027f       | 2028f       |
| Revenue                                     | 114,602     | 191,270     | 245,832     | 220,454     | 223,679     | 222,482     | 227,031     | 229,782     |
| Gross profit                                | 11,740      | 18,068      | 23,921      | 24,929      | 21,225      | 22,678      | 23,240      | 22,684      |
| EBITDA (reported)                           | 8,438       | 12,603      | 16,870      | 17,384      | 14,778      | 16,526      | 16,968      | 16,380      |
| Plus: Operating lease adjustment (OLA) rent | --          | --          | --          | --          | --          | --          | --          | --          |
| Plus/(less): Other                          | 17          | 180         | (3,915)     | (1,725)     | --          | --          | --          | --          |
| EBITDA                                      | 8,455       | 12,783      | 12,954      | 15,660      | 14,778      | 16,526      | 16,968      | 16,380      |
| Less: Cash interest paid                    | (855)       | (1,220)     | (3,805)     | (5,134)     | (5,984)     | (6,570)     | (6,174)     | (5,967)     |
| Less: Cash taxes paid                       | (333)       | (806)       | (1,131)     | (311)       | (80)        | (167)       | (396)       | (375)       |
| Plus/(less): Other                          | --          | --          | --          | --          | --          | --          | --          | --          |
| Funds from operations (FFO)                 | 7,267       | 10,757      | 8,019       | 10,214      | 8,714       | 9,789       | 10,397      | 10,038      |
| EBIT                                        | 4,064       | 6,836       | 4,733       | 6,876       | 7,185       | 9,054       | 9,370       | 8,750       |
| Interest expense                            | 1,389       | 1,880       | 3,856       | 5,603       | 6,003       | 6,577       | 6,202       | 5,970       |
| Cash flow from operations (CFO)             | 6,719       | 14,260      | 12,198      | 19,225      | 1,439       | 13,757      | 12,486      | 12,431      |
| Capital expenditure (capex)                 | 4,367       | 7,309       | 11,426      | 12,657      | 10,750      | 9,000       | 7,500       | 7,500       |
| Free operating cash flow (FOCF)             | 2,352       | 6,951       | 772         | 6,569       | (9,311)     | 4,757       | 4,986       | 4,931       |
| Dividends                                   | 48          | 2,741       | 2,437       | 1,828       | 67          | --          | --          | --          |
| Share repurchases (reported)                | --          | 40          | 185         | --          | --          | --          | --          | --          |
| Discretionary cash flow (DCF)               | 2,304       | 4,170       | (1,851)     | 4,741       | (9,379)     | 4,757       | 4,986       | 4,931       |
| Debt (reported)                             | 24,444      | 22,275      | 29,455      | 35,600      | 50,911      | 48,911      | 47,411      | 46,567      |
| Plus: Lease liabilities debt                | 5,075       | 10,425      | 10,815      | 11,565      | 11,171      | 11,005      | 10,396      | 10,327      |

**Raizen S.A.--Forecast summary**

|                                              |         |         |         |          |          |          |          |          |
|----------------------------------------------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Plus: Pension and other postretirement debt  | --      | --      | --      | --       | --       | --       | --       | --       |
| Less: Accessible cash and liquid Investments | (6,672) | (8,353) | (8,777) | (15,008) | (16,183) | (16,871) | (17,342) | (18,384) |
| Plus/(less): Other                           | (3,601) | (94)    | 733     | (163)    | 362      | 362      | 362      | 362      |
| Debt                                         | 19,246  | 24,252  | 32,225  | 31,994   | 46,261   | 43,408   | 40,827   | 38,873   |
| Equity                                       | 12,498  | 22,259  | 22,904  | 22,126   | 22,975   | 24,894   | 27,270   | 29,300   |
| FOCF (adjusted for lease capex)              | 1,363   | 5,560   | (1,869) | 3,786    | (11,297) | 2,462    | 3,098    | 2,473    |
| Interest expense (reported)                  | 1,389   | 1,880   | 3,856   | 5,603    | 6,003    | 6,577    | 6,202    | 5,970    |
| Capex (reported)                             | 3,388   | 6,243   | 10,657  | 12,076   | 10,750   | 9,000    | 7,500    | 7,500    |
| Cash and short-term investments (reported)   | 7,713   | 10,602  | 10,017  | 15,592   | 16,183   | 16,871   | 17,342   | 18,384   |
| <b>Adjusted ratios</b>                       |         |         |         |          |          |          |          |          |
| Debt/EBITDA (x)                              | 2.3     | 1.9     | 2.5     | 2.0      | 3.1      | 2.6      | 2.4      | 2.4      |
| FFO/debt (%)                                 | 37.8    | 44.4    | 24.9    | 31.9     | 18.8     | 22.6     | 25.5     | 25.8     |
| FFO cash interest coverage (x)               | 9.5     | 9.8     | 3.1     | 3.0      | 2.5      | 2.5      | 2.7      | 2.7      |
| EBITDA interest coverage (x)                 | 6.1     | 6.8     | 3.4     | 2.8      | 2.5      | 2.5      | 2.7      | 2.7      |
| CFO/debt (%)                                 | 34.9    | 58.8    | 37.9    | 60.1     | 3.1      | 31.7     | 30.6     | 32.0     |
| FOCF/debt (%)                                | 12.2    | 28.7    | 2.4     | 20.5     | (20.1)   | 11.0     | 12.2     | 12.7     |
| DCF/debt (%)                                 | 12.0    | 17.2    | (5.7)   | 14.8     | (20.3)   | 11.0     | 12.2     | 12.7     |
| Lease capex-adjusted FOCF/debt (%)           | 7.1     | 22.9    | (5.8)   | 11.8     | (24.4)   | 5.7      | 7.6      | 6.4      |
| Annual revenue growth (%)                    | (5.0)   | 66.9    | 28.5    | (10.3)   | 1.5      | (0.5)    | 2.0      | 1.2      |
| Gross margin (%)                             | 10.2    | 9.4     | 9.7     | 11.3     | 9.5      | 10.2     | 10.2     | 9.9      |
| EBITDA margin (%)                            | 7.4     | 6.7     | 5.3     | 7.1      | 6.6      | 7.4      | 7.5      | 7.1      |
| Return on capital (%)                        | 13.4    | 17.5    | 9.3     | 12.6     | 11.6     | 13.2     | 13.7     | 12.8     |
| Return on total assets (%)                   | 6.1     | 8.2     | 4.5     | 5.7      | 5.5      | 6.7      | 6.9      | 6.4      |
| EBITDA/cash interest (x)                     | 9.9     | 10.5    | 3.4     | 3.0      | 2.5      | 2.5      | 2.7      | 2.7      |
| EBIT interest coverage (x)                   | 2.9     | 3.6     | 1.2     | 1.2      | 1.2      | 1.4      | 1.5      | 1.5      |
| Debt/debt and equity (%)                     | 60.6    | 52.1    | 58.5    | 59.1     | 66.8     | 63.6     | 60.0     | 57.0     |
| Debt fixed-charge coverage (x)               | 6.1     | 6.8     | 3.4     | 2.8      | 1.1      | 1.9      | 2.2      | 2.4      |
| Debt/debt and undepreciated equity (%)       | 60.6    | 52.1    | 58.5    | 59.1     | 66.8     | 63.6     | 60.0     | 57.0     |

All figures are adjusted by S&P Global Ratings, unless stated as reported. a--Actual. e--Estimate. f--Forecast. R\$--Brazilian real.

## Liquidity

We view Raízen's liquidity as adequate. Its liquidity cushion has tightened in the past few quarters, because of high working capital requirements to fund inventories, which it has been carrying over in an effort to improve returns over the next few quarters, high interest rates and capex, along with efforts to reduce its exposure to alternative financing. Nevertheless, Raízen has been focused on contracting new long-term debt to extend maturities, strengthen its cash position, and fund its capex. In the meantime, its \$1 billion revolving credit facility remains accessible, and the company receives cash inflow from minor asset sales. We also believe the

company will reduce capex and dividends to ensure an adequate liquidity position. Moreover, Raízen has no financial covenants on its debt agreements, enjoys wide access to domestic and international capital markets, and it has historically prudent risk management. It's also committed to maintaining low leverage and robust liquidity, and its sources of cash will continue to exceed uses by 20% for the next 12 months, even if EBITDA declines by 30%.

| Principal liquidity sources                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | Principal liquidity uses                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Unrestricted cash and cash equivalents of R\$10.9 billion as of Sept. 30, 2024;</li><li>• Expected funds from operations of about R\$12.1 billion in the next 12 months;</li><li>• Undrawn revolving credit facilities of \$1 billion (about R\$5.9 billion);</li><li>• Proceeds from already signed asset sales of about R\$825 million in the next 12 months; and</li><li>• New contracted debt maturing beyond 12 months from September 2024 of about R\$5.5 billion.</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Debt maturing in the next 12 months of about R\$11.5 billion;</li><li>• Working capital outflows of about R\$7.2 billion for the next 12 months;</li><li>• No seasonal working capital requirements, given that the September figures are already close to the peak level;</li><li>• Maintenance capex of R\$7.5 billion in the next 12 months; and</li><li>• No dividend payment.</li></ul> |

## Covenants

Raízen has no covenants on its debt.

## Environmental, Social, And Governance

Environmental factors weigh on our analysis of Raízen, considering its operations in the sugarcane and ethanol, and fuel distribution industries. Apart from intense water use, we believe climate-related risk could lead to significant crop losses and generate profit volatility in sugar and ethanol. On the other hand, Raízen could benefit from the transition to a low-carbon economy, given that it produces ethanol--which is replacing fossil fuels--and the company produces renewable energy from sugarcane bagasse. The company also develops and applies new technologies, such as E2G and biogas and biomethane. As for fuel distribution, we incorporate the risks related to the potential long-term impact of the transition away from fossil fuels.

## Group Influence

We view Raízen as an insulated subsidiary from both parent companies. We consider no immediate support will be coming from Shell or Cosan, given that Raízen is a joint venture that's independently managed. Moreover, we consider that Raízen has no obligation to support either of its parent companies through an extraordinary dividend stream, for instance, given that:

- The company follows a strict dividend approach;
- The board of directors is equally divided; and
- Consensus must be reached about this matter.

Raízen is the ultimate parent and consolidates all businesses. Therefore, we view Raízen as the driver of the rating.

## Ratings Above The Sovereign

We limit our ratings on Raízen to up to three notches above our 'BB' sovereign rating on Brazil, because we believe the company has a moderate sensitivity to country risk. The foreign currency rating on Raízen is also limited to one notch above the 'BBB-' T&C assessment on Brazil, because Raízen's assets are mostly located in the country. The offsetting factors are large sugar exports (about 75% of total output) and offshore revenue through trading activity. This allows the rating on the company to align with the 'bbb' stand-alone credit profile. We estimate that the Argentine and Paraguayan operations represent 15%-20% of the company's EBITDA. Therefore, we test Raízen's ability to continue paying its obligations under a hypothetical sovereign default scenario in Brazil by stressing the company's cash flows and liquidity. The high revenue stream from sugar exports and ethanol, along with strong liquidity thanks to undrawn revolving credit facilities in hard currency, allows the company to pass the stress scenario with a liquidity cushion above 1.0x in the stressed year, although the liquidity cushion has shrunk. The stress test includes the following assumptions:

- Brazil's GDP contraction of 10%, hurting fuel distribution volumes and domestic ethanol sales, while sugar exports remain unchanged;
- Lower fuel distribution and trading activity margins due to weak consumption and high competition;
- Brazil's inflation at about 10%, raising costs;
- International sugar prices at 10 cents per pound;
- A 50% depreciation of the Brazilian real, doubling the company's interest and short-term dollar denominated debt volume;
- The weaker currency increasing export revenue and the availability of the dollar-denominated committed facility;
- A 100% hike in domestic interest rates;
- No haircut in cash maintained in foreign countries, a 10% haircut in bank deposits in Brazil, and a 70% haircut in the short-term investments in Brazil;
- No dividend distribution; and
- Maintenance capex of about R\$7.5 billion, including capex in Argentina.

## Issue Ratings--Subordination Risk Analysis

### Capital structure

Raízen's capital structure mainly consists of senior unsecured notes due 2027, green notes due in 2034, 2035 and 2054, international loans (term loan), local bonds (agricultural receivables certificates and debentures), export finance credit lines, and loans from domestic banks (including from the Brazilian Development Bank).

## Analytical conclusions

We rate Raízen Fuels Finance's international senior unsecured notes at the same level as the issuer credit rating, given that these notes are predominantly unsecured and guaranteed by Raízen and Raízen Energia S.A.

## Rating Component Scores

### Rating Component Scores

| Component                             |                           |
|---------------------------------------|---------------------------|
| Foreign currency issuer credit rating | BBB/NEGATIVE/--           |
| Local currency issuer credit rating   | BBB/NEGATIVE/--           |
| Business risk                         | 3 - Satisfactory          |
| Country risk                          | 4 - Moderately High Risk  |
| Industry risk                         | 3 - Intermediate Risk     |
| Competitive position                  | 3 - Satisfactory          |
| Financial risk                        | 3 - Intermediate          |
| Cash flow/leverage                    | 3 - Intermediate          |
| Anchor                                | bbb                       |
| Diversification/portfolio effect      | 3 - Neutral/Undiversified |
| Capital structure                     | Neutral                   |
| Financial policy                      | Neutral                   |
| Liquidity                             | Adequate                  |
| Management and governance             | Neutral                   |
| Comparable rating analysis            | Neutral                   |
| Stand-alone credit profile            | bbb                       |

## Related Criteria

- Criteria | Corporates | General: Sector-Specific Corporate Methodology, April 4, 2024
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology, Jan. 7, 2024
- Criteria | Corporates | General: Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities, Jan. 7, 2024
- General Criteria: National And Regional Scale Credit Ratings Methodology, June 8, 2023
- General Criteria: Environmental, Social, And Governance Principles In Credit Ratings, Oct. 10, 2021
- General Criteria: Group Rating Methodology, July 1, 2019
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments, April 1, 2019
- Criteria | Corporates | General: Reflecting Subordination Risk In Corporate Issue Ratings, March 28, 2018

- Criteria | Corporates | General: Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers, Dec. 16, 2014
- General Criteria: Methodology: Industry Risk, Nov. 19, 2013
- General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions, Nov. 19, 2013
- General Criteria: Ratings Above The Sovereign--Corporate And Government Ratings: Methodology And Assumptions, Nov. 19, 2013
- General Criteria: Principles Of Credit Ratings, Feb. 16, 2011

## Ratings List

Ratings list

| Ratings Affirmed; Outlook Action |                 |               |
|----------------------------------|-----------------|---------------|
|                                  | To              | From          |
| Raizen S.A.                      |                 |               |
| Issuer Credit Rating             | BBB/Negative/-- | BBB/Stable/-- |
| Foreign Currency                 | BBB/Negative/-- | BBB/Stable/-- |
| Ratings Affirmed                 |                 |               |
| Raizen S.A.                      |                 |               |
| Issuer Credit Rating             |                 |               |
| Brazil National Scale            | brAAA/Stable/-- |               |
| Raizen Fuels Finance S.A.        |                 |               |
| Senior Unsecured                 | BBB             |               |

Certain terms used in this report, particularly certain adjectives used to express our view on rating relevant factors, have specific meanings ascribed to them in our criteria, and should therefore be read in conjunction with such criteria. Please see Ratings Criteria at [www.spglobal.com/ratings](http://www.spglobal.com/ratings) for further information. Complete ratings information is available to RatingsDirect subscribers at [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com). All ratings affected by this rating action can be found on S&P Global Ratings' public website at [www.spglobal.com/ratings](http://www.spglobal.com/ratings).

Copyright © 2025 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Standard & Poor's Financial Services LLC or its affiliates (collectively, S&P). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P's opinions, analyses and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives. Rating-related publications may be published for a variety of reasons that are not necessarily dependent on action by rating committees, including, but not limited to, the publication of a periodic update on a credit rating and related analyses.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P reserves the right to assign, withdraw or suspend such acknowledgment at any time and in its sole discretion. S&P Parties disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal or suspension of an acknowledgment as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, [www.spglobal.com/ratings](http://www.spglobal.com/ratings) (free of charge), and [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) (subscription), and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at [www.spglobal.com/usratingsfees](http://www.spglobal.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P and RATINGSDIRECT are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.