Agosto 2025

COSAN

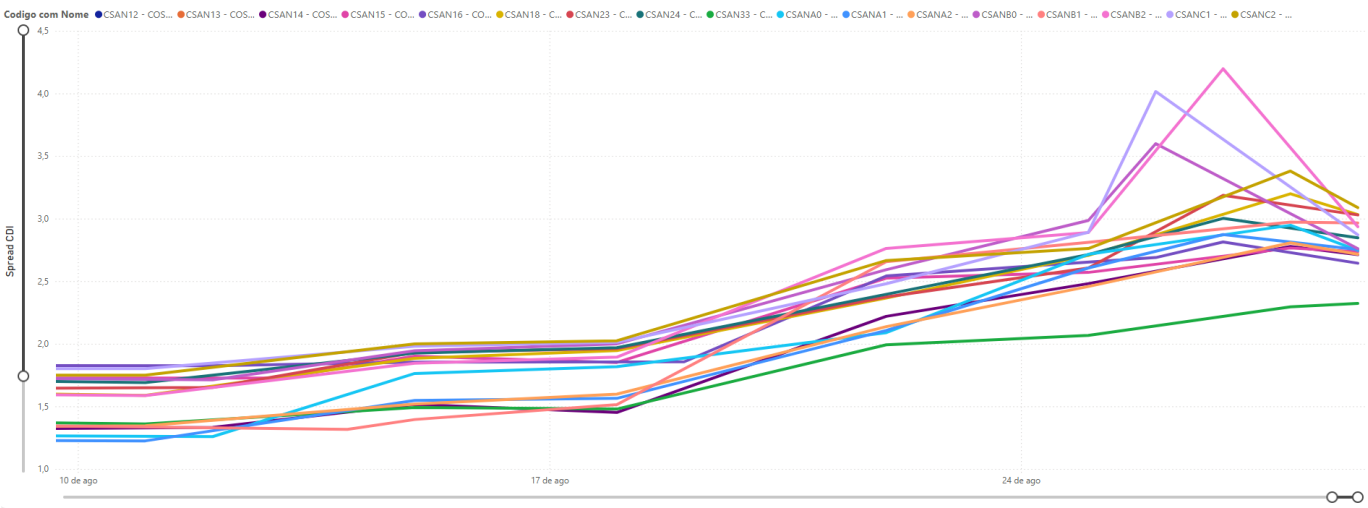
Análise de Crédito

Drys CAPITAL

O mês de agosto de 2025 foi marcado pela expressiva abertura dos spreads das debêntures da Cosan, um dos maiores conglomerados empresariais do Brasil que detém participações em Raízen (açúcar, etanol e distribuição de combustíveis, em sociedade com a Shell), Compass (distribuição e marketing de gás natural), Rumo (ferrovias), Moove (lubrificantes) e Radar (terras). A abertura dos spreads refletiu o desapontamento com os resultados do 2T25 do grupo, principalmente com respeito à controlada Raízen.

Em que pese o desapontamento com os resultados do 2T25 da Cosan, ainda consideramos qualidade de crédito do grupo como adequada, e consideramos riscos de default como remotos. Em particular, destacamos que diversos negócios do grupo, como Compass e Rumo, estão em momento operacional e de geração de caixa positivos, e que a companhia tem diversas alternativas de ativos a serem desinvestidos para auxiliar na redução de alavancagem. Assim sendo, consideramos que os pilares da nossa tese de investimentos nas debêntures da holding estão mantidos.

Gráfico 1 – Histórico de spreads das debêntures da Cosan desde a divulgação dos resultados do 2T25

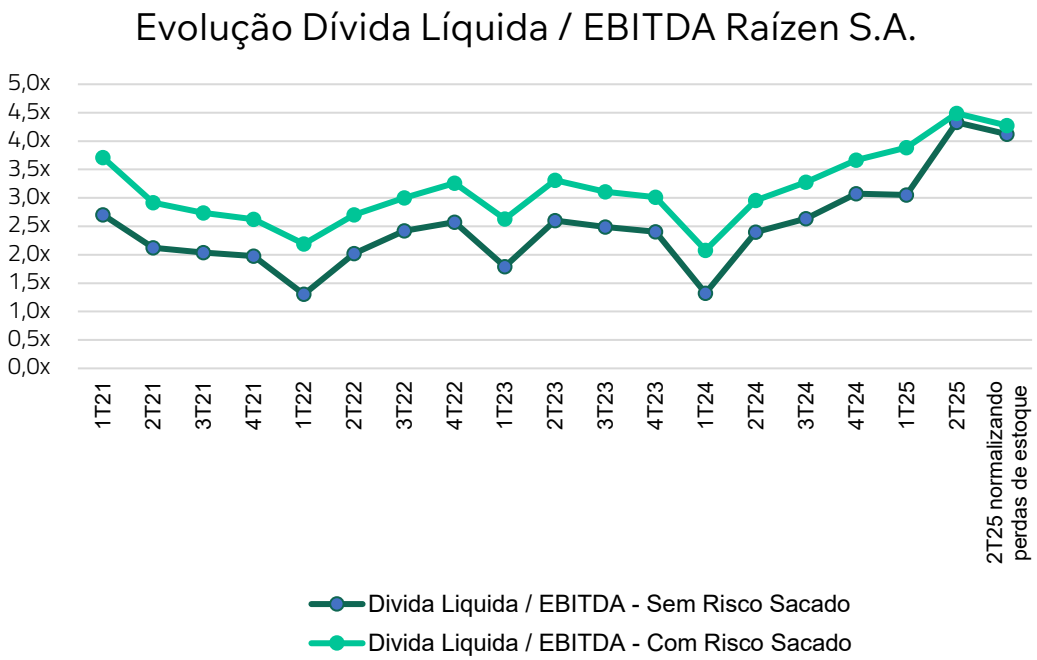


Fonte: Credit Guide da Drýs Capital, dados ANBIMA

Na nossa visão, a elevação da percepção de risco do mercado com as debêntures da Cosan foi reflexo principalmente do desapontamento com os resultados da controlada Raízen no 2T25 (ou 1T 25/26, na nomenclatura de ano-safra, com aumento da alavancagem para 4,5x Dívida Líquida / EBITDA comparado a 3,2x no trimestre anterior.

Notamos que existe um senso de urgência na Raízen para endereçar esse quadro de alavancagem elevada. Desde outubro de 2024, a companhia empreendeu (i) mudanças no topo de sua diretoria, com a entrada de um novo CEO e CFO, (ii) anúncio de R$3,6 bilhões em desinvestimentos (sendo que R$2,6 bilhões ainda devem ser recebidos até o final do ano safra 2025/26, e (iii) redução de -16% nas despesas gerais e administrativas nos últimos 12 meses. Importante notar também que a deterioração do endividamento de Raízen foi menos abrupta do que parece na comparação trimestral quando se embute operações de convênio com fornecedores (risco sacado) no cálculo da Dívida Líquida / EBITDA, como mostramos no gráfico a seguir (elevação de 3,9x para 4,5x entre trimestres). Não discordamos de que o endividamento da Raízen se encontra em patamares elevados, mas apenas pontuamos que a aparente piora sequencial significativa refletiu principalmente a troca de instrumentos de endividamento para um perfil de mais longo prazo e menor custo do que uma queima de caixa significativa em um espaço de tempo tão curto. Também notamos que o último trimestre foi afetado por fatores pontuais como (i) uma perda de estoque de R$179 milhões na distribuidora de combustíveis brasileira por reduções de preços de combustíveis e (ii) impactos de parada de manutenção e perda de estoque na Argentina (US$64 milhões, ou R$362 milhões).

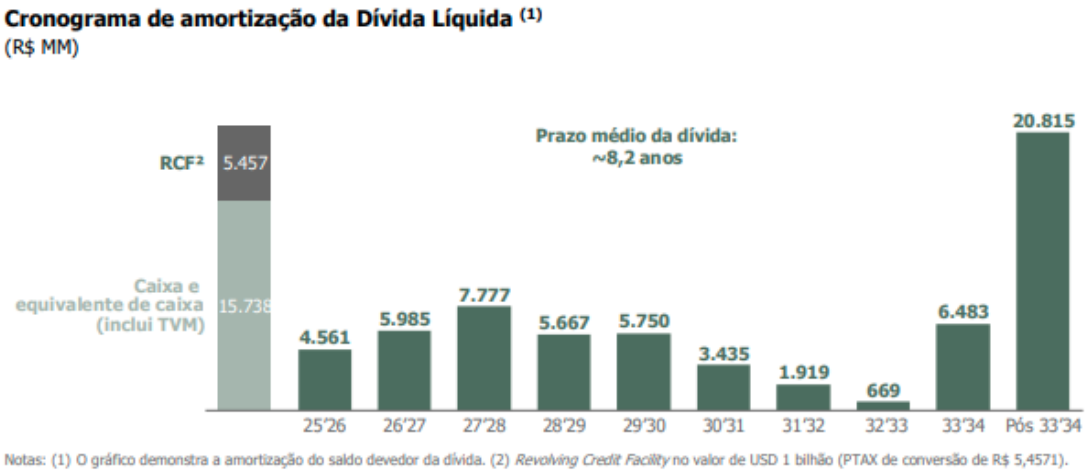
Gráfico 2 – Histórico de Dívida Líquida / EBITDA da Raízen



Fonte: Raízen, elaboração Drýs Capital. Metodologia de cálculo expurga efeitos não recorrentes e do IFRS16

Apesar do senso de urgência para o turnaround de Raízen, ele ainda não produziu os efeitos esperados para reduzir a alavancagem da companhia, que atingiu o patamar máximo histórico de 4,5x. Além disso, notamos que a empresa de energia afirmou em seu relatório de resultados e teleconferência que estuda uma possível capitalização para endereçar sua estrutura de capital. Por outro lado, notamos que a Raízen mantém um colchão de liquidez relevante, que deve prover a companhia com tempo para acelerar suas iniciativas de venda de ativos e capitalização.

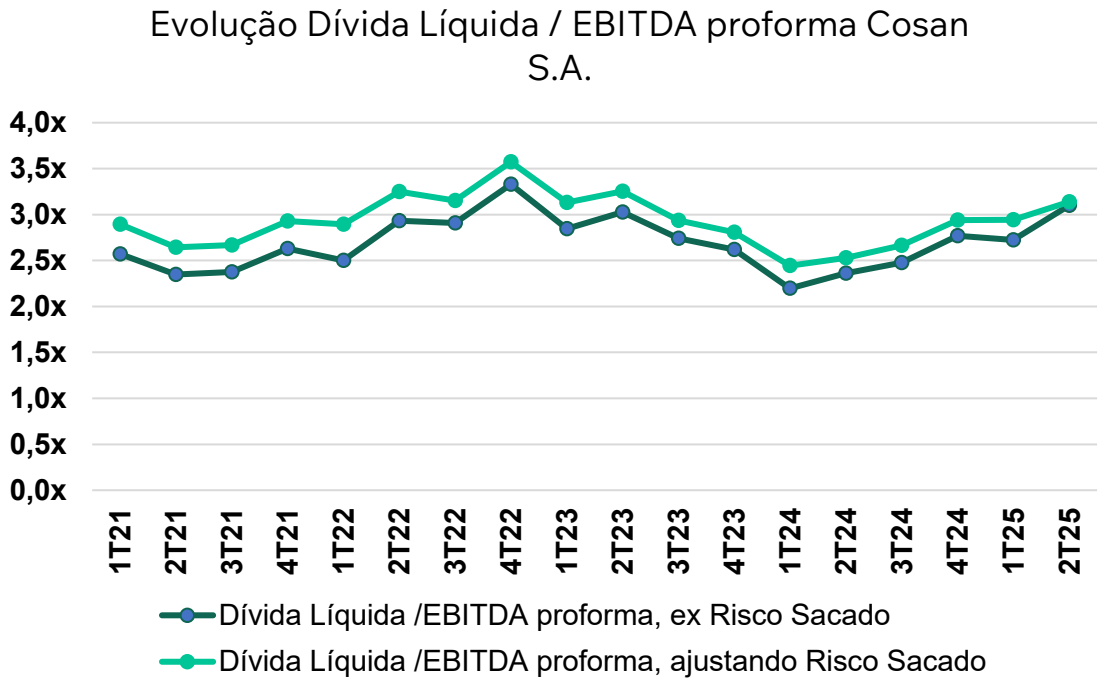
Gráfico 3 – Posição de caixa e cronograma de amortização de dívidas da Raízen



Fonte: Raízen

Acreditamos que a reação negativa em relação às debentures de Cosan refletiu essa combinação de (i) deterioração dos resultados e alavancagem de Raízen, que impactou também a alavancagem de Cosan na visão pro-forma (saltando de 2,8x no 1Q25 para 3,1x no 2Q25, o que se compara a um covenant de 3,5x Dívida Líquida / EBITDA) e (ii) receios do mercado de que a Cosan tenha que realizar um aporte de capital na Raízen, ainda que o sênior management da Cosan tenha reiterado que não deverá aportar recursos na controlada em virtude da própria alavancagem elevada da holding, e também devido à elevada exposição que o grupo já detém no ativo.

Gráfico 4 – Histórico de Dívida Líquida / EBITDA da Cosan



Fonte: Cosan, elaboração Drýs Capital. Metodologia de cálculo expurga efeitos não recorrentes, e expurga a participação de Vale nos trimestres em que foi computada em "Títulos e Valores Mobiliários"

Em um momento de estresse de mercado, acreditamos que é necessário nos voltar aos fundamentos para verificar se a qualidade de crédito da Cosan se deteriorou de tal maneira que não seja possível continuar investindo em seus títulos. Nesse sentido, realizamos uma análise proprietária dos fluxos de entrada e saída da holding Cosan para verificar se o veículo apresenta um déficit de caixa nos próximos anos.

Entre os fluxos de entrada, destacamos:

- Dividendos das controladas Compass, Moove, Rumo (que realizou o primeiro pagamento de dividendos relevante de sua história em 2025) e Radar. **Notamos que NÃO assumimos dividendos da Raízen em nosso horizonte de projeção**;
- Venda de ativos (apenas assumimos a entrada dos recursos com a venda das ações da Vale em janeiro de 2025, totalizando R$8,9 bilhões)
- Receita Financeira sobre o caixa da holding;

Entre os fluxos de saída, elencamos:

- Juros da dívida da holding;
- Vencimentos de principal de dívida na holding (sendo que a Cosan não possui vencimentos de dívida até 2028);
- Custo das ações preferenciais emitidas junto a bancos no momento de aquisição da Vale, que abatem dos dividendos distribuídos de Compass e Raízen (embora notemos que os juros destes instrumentos são apropriados como correção monetária e não tem efeito caixa para a holding);
- Custo de holding, que estimamos em cerca de R$290-300 milhões ao ano em termos reais com base nos balanços recentes.

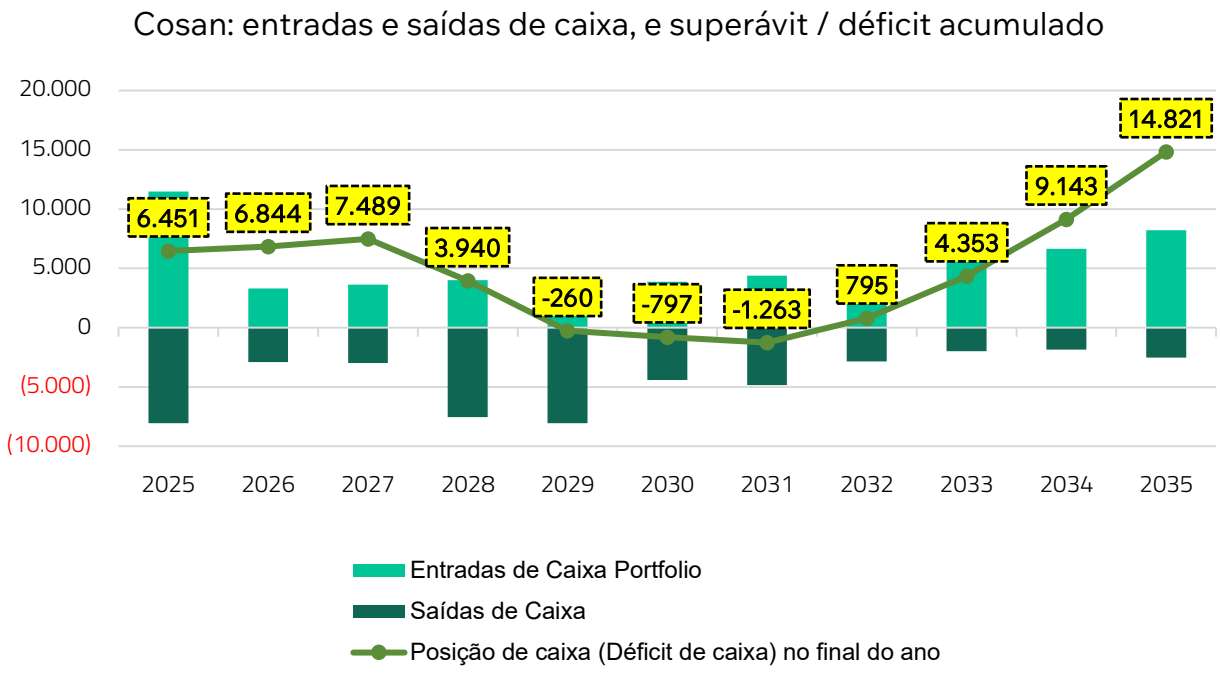
Assim, realizamos uma análise completa dos fluxos de caixa da holding, monitorando também a métrica ICSD (Índice de Cobertura de Serviço da Dívida, ou Dividendos Recebidos de Controladas / Juros Pagos), métrica recorrentemente apresentada pela Cosan em seus relatórios de resultados que nos permite avaliar se a holding deve se alavancar para pagamento de juros.

Gráfico 5 – Projeção de fluxos de entradas e saídas da holding Cosan

Entradas de Caixa Portfolio	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**2030**	**2031**	**2032**	**2033**	**2034**	**2035**
Dividendos - Compass		1.496,7	1.360,4	1.543,7	1.743,4	1.977,3	2.409,5	2.734,7	3.083,7	3.399,4	3.745,7	4.340,0
Dividendos - Moove		71,4	434,1	466,8	492,5	519,6	548,2	578,3	610,1	643,7	679,1	716,5
Dividendos - Raízen												
Dividendos - Radar		107,5	134,9	142,3	150,1	158,4	167,1	176,3	186,0	196,2	207,0	218,4
Dividendos - Rumo		455,9	400,3	441,4	484,8	622,4	745,4	887,7	1.036,5	1.196,3	1.368,4	1.563,0
Venda participações - Vale e outros		8.911,6										
Rendimento do caixa		451,0	967,6	1.026,6	1.123,4	591,0	-	-	-	119,3	652,9	1.371,5
Total		**11.494**	**3.297**	**3.621**	**3.994**	**3.869**	**3.870**	**4.377**	**4.916**	**5.555**	**6.653**	**8.209**
Saídas de Caixa	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**2030**	**2031**	**2032**	**2033**	**2034**	**2035**
Vencimentos de principal e recompras		(4.905)	0	0	(4.854)	(5.711)	(2.238)	(2.927)	(1.113)	(241)	0	(506)
Juros da Dívida		(2.514)	(2.193)	(2.193)	(1.829)	(1.408)	(1.071)	(699)	(402)	(296)	(274)	(232)
Custo correção monetária ações preferenciais		(344)	(408)	(463)	(523)	(593)	(723)	(820)	(925)	(1.020)	(1.124)	(1.302)
Custo da holding		(287)	(303)	(320)	(337)	(356)	(375)	(396)	(418)	(441)	(465)	(490)
Total		**(8.050)**	**(2.904)**	**(2.976)**	**(7.544)**	**(8.069)**	**(4.407)**	**(4.843)**	**(2.858)**	**(1.998)**	**(1.863)**	**(2.531)**
Fluxos de caixa da holding Cosan	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**2030**	**2031**	**2032**	**2033**	**2034**	**2035**
Posição de caixa inicial	3.006,60											
Fluxo de caixa líquido da holding		3.444	393	645	(3.550)	(4.200)	(537)	(466)	2.058	3.557	4.790	5.678
Posição de caixa (Déficit de caixa) no final do ano	**3.006,60**	**6.451**	**6.844**	**7.489**	**3.940**	**(260)**	**(797)**	**(1.263)**	**795**	**4.353**	**9.143**	**14.821**
ICSD = Dividendos Recebidos / Juros da dívida		**0,85x**	**1,06x**	**1,18x**	**1,57x**	**2,33x**	**3,61x**	**6,26x**	**12,23x**	**18,35x**	**21,89x**	**29,45x**
Dívida Líquida / EBITDA		**3,35x**	**3,38x**	**3,27x**	**3,03x**	**2,81x**	**2,54x**	**2,33x**	**2,14x**	**1,95x**	**1,74x**	**1,52x**

Fonte: Dados históricos da Cosan, projeções Drýs Capital

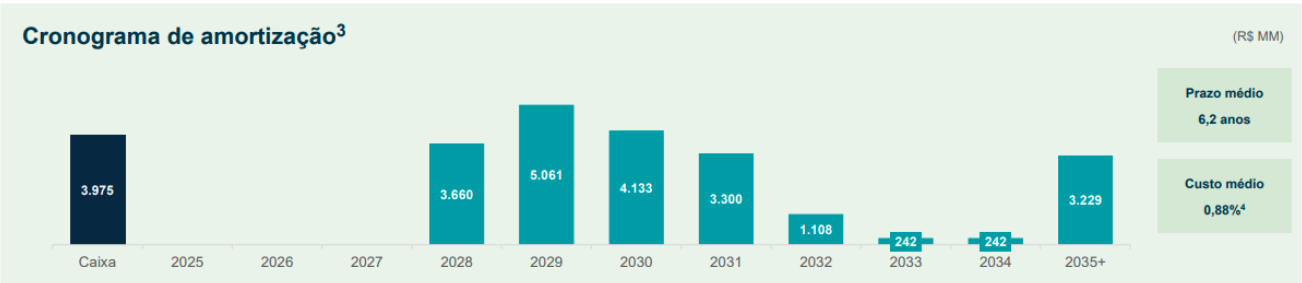
Gráfico 6 – Gráfico de fluxos de entradas e saídas da holding Cosan



Fonte: Projeções Drýs Capital

Com base em nossa análise, notamos que a Cosan deverá manter um colchão de liquidez relevante nos próximos anos devido à elevada geração de caixa e fluxo de dividendos das empresas em seu portfólio (exceto Raízen), o que na nossa visão, deve viabilizar operações de rolagem de dívida, necessárias apenas a partir de 2028, tendo em vista esforços recentes da holding para alongamento de suas dívidas.

Gráfico 7 – Posição de caixa e cronograma de amortização de dívidas da Cosan



Fonte: Cosan

Além disso, notamos que a Cosan também tem ativos possíveis de serem monetizados, como (i) o porto de São Luis, adquirido em 2021 por R$720 milhões, (ii) terras da controlada Radar, com a participação da Cosan avaliada em R$5,2 bilhões e (iii) uma eventual participação na Moove, ainda que o controle sobre a companhia seja mantido. No âmbito das controladas, notamos também que a controlada Raízen também está com um programa de venda de ativos que deve culminar em mais anúncios de venda de usinas de açúcar e etanol e dos ativos na Argentina, adquiridos em 2018. Inclusive, enquanto redigíamos essa carta, notamos que a Raízen celebrou o contrato de venda das usinas de Rio Brilhante e Passa Tempo por R$1,54 bilhão para a Cocal Agroindústria S.A..

Afora ativos já mencionados como possíveis de serem vendidos no noticiário, acreditamos que em um cenário mais crítico de liquidez e endividamento haveria amplo interesse no mercado por participações em ativos como Compass e Rumo, ativos de duration longo que estão em momentos operacionais muito bons, com robusta geração de caixa.

Finalmente, estimamos um risco remoto de violação dos covenants de 3,5x Dívida Líquida / EBITDA da Cosan ao final de 2025 quando sensibilizamos os principais fatores que podem impactar os resultados das controladas que, na nossa visão, mais apresentam variabilidade de resultados: Raízen (Combustíveis Brasil e Etanol, Açúcar e Bioenergia) e Rumo.

Conforme podemos observar, os covenants seriam violados em cenários que consideramos de baixa probabilidade para o restante do ano de 2025, principalmente devido ao contexto de (i) expectativa de margens mais saudáveis no setor de distribuição de combustíveis no Brasil e (ii) aumento dos volumes transportados da Rumo nos próximos trimestres devido às expectativas positivas para a safra no Mato Grosso neste ano. Por outro lado, reconhecemos que o negócio de Açúcar e Etanol da Raízen pode ser uma fonte de riscos devido ao cenário desafiador de produtividade agrícola e riscos de maiores custos caixa.

Gráfico 8 – Análises de Sensibilidade da Dívida Líquida / EBITDA da Cosan no final de 2025

Cosan Dívida Líquida / EBITDA 2025 -Sensibilidades Raízen Combustíveis Brasil

Crescimento Volumes Raízen Combustíveis Brasil, % \ Margem EBITDA Raízen Combustíveis Brasil (R$ / m3)	80,0	90,0	100,0	110,0	120,0	130,0	140,0	150,0	160,0
-7,0%	**3,52x**	3,50x	3,47x	3,45x	3,43x	3,40x	3,38x	3,36x	3,34x
-5,0%	**3,52x**	3,49x	3,47x	3,44x	3,42x	3,40x	3,37x	3,35x	3,33x
-3,0%	**3,51x**	3,49x	3,46x	3,44x	3,41x	3,39x	3,37x	3,34x	3,32x
-1,0%	**3,51x**	3,48x	3,46x	3,43x	3,41x	3,38x	3,36x	3,34x	3,31x
1,0%	**3,50x**	3,48x	3,45x	3,43x	3,40x	3,38x	3,35x	3,33x	3,31x
3,0%	3,50x	3,47x	3,45x	3,42x	3,40x	3,37x	3,35x	3,32x	3,30x
5,0%	3,50x	3,47x	3,44x	3,42x	3,39x	3,37x	3,34x	3,32x	3,29x
7,0%	3,49x	3,47x	3,44x	3,41x	3,39x	3,36x	3,34x	3,31x	3,29x

Cosan Dívida Líquida / EBITDA 2025 -Sensibilidades Raízen EAB (Etanol, Açúcar, Bioenergia)

Estouro Custos Caixa vs hipótese \ Moagem Cana Jan-Dez 2025 (milhões toneladas)	70,0	71,0	72,0	73,0	74,0	75,0	76,0	77,0	78,0
14,0%	**3,55x**	**3,52x**	3,49x	3,46x	3,43x	3,40x	3,38x	3,35x	3,32x
12,0%	**3,53x**	**3,50x**	3,47x	3,44x	3,42x	3,39x	3,36x	3,33x	3,31x
10,0%	**3,52x**	3,49x	3,46x	3,43x	3,40x	3,37x	3,34x	3,32x	3,29x
8,0%	3,50x	3,47x	3,44x	3,41x	3,38x	3,36x	3,33x	3,30x	3,27x
6,0%	3,48x	3,45x	3,42x	3,39x	3,37x	3,34x	3,31x	3,29x	3,26x
4,0%	3,46x	3,44x	3,41x	3,38x	3,35x	3,32x	3,30x	3,27x	3,24x
2,0%	3,45x	3,42x	3,39x	3,36x	3,33x	3,31x	3,28x	3,25x	3,23x
0,0%	3,43x	3,40x	3,37x	3,35x	3,32x	3,29x	3,27x	3,24x	3,21x

Cosan Dívida Líquida / EBITDA 2025 - Sensibilidades Rumo

Crescimento de tarifa 2025 (termos nominais) \ Volume Transportado (TKU Bilhões)	77,0	78,0	79,0	80,0	81,0	82,0	83,0	84,0	85,0
-6,0%	**3,57x**	**3,54x**	**3,52x**	3,49x	3,47x	3,44x	3,42x	3,40x	3,37x
-5,0%	**3,54x**	**3,52x**	3,49x	3,47x	3,45x	3,42x	3,40x	3,38x	3,35x
-4,0%	**3,52x**	3,50x	3,47x	3,45x	3,43x	3,40x	3,38x	3,35x	3,33x
-3,0%	**3,50x**	3,48x	3,45x	3,43x	3,40x	3,38x	3,36x	3,33x	3,31x
-2,0%	3,48x	3,46x	3,43x	3,41x	3,38x	3,36x	3,34x	3,31x	3,29x
-1,0%	3,46x	3,44x	3,41x	3,39x	3,36x	3,34x	3,32x	3,29x	3,27x
0,0%	3,44x	3,42x	3,39x	3,37x	3,34x	3,32x	3,30x	3,27x	3,25x
1,0%	3,42x	3,40x	3,37x	3,35x	3,32x	3,30x	3,28x	3,25x	3,23x

Fonte: Projeções Drýs Capital

Concluindo, mesmo após o movimento recente de abertura dos spreads, acreditamos que os pilares da nossa tese de investimento nas debentures do grupo Cosan estão mantidos: (i) a companhia possui ativos com elevada geração de caixa (Compass, Rumo e Moove); (ii), o grupo não apresenta riscos de liquidez até 2028, e; (iii) a Cosan dispõe de ativos que podem ser monetizados para mitigar o peso da alavancagem. Além disso, apesar do momento mais desafiador para a Raízen, enxergamos baixos riscos de violação dos covenants de Cosan a partir dos resultados desta controlada, a qual também está tentando equacionar sua estrutura de capital.

Autorregulação ANBIMA

Gestão de Recursos

Este material foi desenvolvido pela DRÝS CAPITAL LTDA ("DRÝS") com caráter meramente informativo e, portanto, não deve ser entendido como oferta, recomendação ou análise de investimento ou ativo, nem tampouco constitui uma oferta de serviço pela DRÝS e nem venda de cotas dos fundos por ela geridos, com os riscos daí recorrentes. Antes de investir, algumas informações importantes para consideração:

(a) Recomendamos ao investidor a leitura cuidadosa do regulamento, o prospecto e a lâmina antes de realizar investimento, em especial a seção de "Fatores de Risco", para avaliação dos riscos que o fundo está exposto; (b) Fundos de Investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. (c) A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Para avaliação da performance de quaisquer fundos de investimentos, é recomendável uma análise de período mínimo de 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é liquida de Impostos. (d) O INFB11 investe em cotas do DRYS INCENTIVADOS MASTER FUNDO INCENTIVADO DE INV EM INFRA RENDA FIXA CRED PRIV RESP LIMITADA, inscrito no CNPJ sob o nº 55.275.483/0001-29 ("FI-Infra Master") que, por sua vez, utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo.

Parte do conteúdo contido nesse documento é relacionado a ativos financeiros investido pelo FI-Infra Master sob gestão da DRÝS. Ressaltamos que as projeções ou estimativas apresentadas poderão ter origem em simulações ou modelos proprietários, com o risco de divergir significativamente dos resultados reais, sendo obtidas a partir de dados estatísticos, modelos probabilísticos e metodologias proprietárias, com base em fatos e resultados financeiros obtidos de fontes públicas, ou através de relatórios e análises contratados. Como tal, eventuais estimativas ou projeções contidas nesse documento servem somente para contextualizar o processo de decisão de investimentos da Gestora e não expressam, em nenhum momento, promessa ou garantia de retorno ou resultado do portfólio ou de ativos individuais. Ainda, apesar do cuidado na obtenção e manuseio das informações apresentadas, a DRÝS não declara ou garante a integridade, confiabilidade ou exatidão das informações, as quais podem inclusive serem modificadas sem comunicação, eximindo-se de quaisquer responsabilidades por prejuízos diretos ou indiretos que venham a ocorrer pelo seu uso.

O conteúdo deste documento não pode ser copiado, reproduzido, publicado, retransmitido ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, da DRÝS através de seus representantes.

Para dúvidas ou esclarecimentos adicionais sobre metodologia, modelos ou de métricas e estimativas relativas às empresas ou ativos investidos contidos nesse material, entrar em contato através do e-mail contato@dryscapital.com.br

Para informações adicionais e acesso ao regulamento e lâminas, acesse o site

www.dryscapital.com.br

Drýs Capital
Rua Funchal - n. 375
Conjuntos 151 e 152
CEP. 04551-060
Vila Olímpia - São Paulo

Drýs
CAPITAL