

19 . s e t . 2025

L V N T



CRA

Cocal Comércio Indústria Canaã Açúcar e Álcool S.A. Renda Fixa



Analista
Fabricio Silvestre



Analista
Eduardo Rahal
CNPI-T 8204

CRA

Cocal Comércio Indústria Canaã Açúcar e Álcool S.A.

Sumário Executivo

Este relatório tem como objetivo a análise dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio, da 1ª e 2ª séries, da 106ª emissão da Vert Companhia Securitizadora, lastreados em Direitos Creditórios do Agronegócio devidos pela Cocal Comércio Indústria Canaã Açúcar e Álcool S.A. A distribuição é de até 700.000 títulos, com valor unitário estimado de R\$ 1.000,00, no montante de R\$ 700 milhões. A data final para o período de reserva do título é 29 de setembro de 2025, e a data de liquidação prevista para 03 de outubro de 2025.

Não vemos oportunidade de entrada na oferta. A Companhia mantenha posição de liquidez confortável no curto prazo, mas a retração de receita, margens e geração de caixa operacional, combinada ao ciclo intensivo de investimentos, resultou em maior alavancagem, deterioração da cobertura de juros e necessidade contínua de captação para sustentar o fluxo de caixa. Esse cenário é agravado pela dependência de condições climáticas favoráveis, que já afetaram a produtividade e a diluição de custos. Diante desse quadro, entendemos que a taxa teto oferecida nas séries em análise não remunera adequadamente o risco financeiro e operacional da companhia.

Resumo da nossa tese de investimento:

A Cocal apresenta trajetória de resultados consistente no passado recente, mas vem enfrentando sinais claros de desaceleração. **A receita líquida, o EBITDA e o lucro líquido registraram quedas relevantes no 1T26 LTM, pressionados por condições climáticas adversas que reduziram moagem, produtividade agrícola (TCH) e qualidade da cana (ATR).** O impacto operacional levou à menor diluição de custos fixos, compressão de margens e recuo da geração de caixa. Ao mesmo tempo, a companhia mantém estratégia de diversificação, priorizando a produção de açúcar em relação ao etanol e expandindo sua atuação em biogás e energia fotovoltaica, o que reforça o posicionamento em sustentabilidade e pode ampliar fontes de receita no longo prazo.

Por outro lado, o ciclo elevado de investimentos pressiona significativamente o fluxo de caixa livre e aumenta a alavancagem, que já alcançou 2,9x dívida líquida/EBITDA, além de deteriorar o indicador de cobertura de juros, hoje em apenas 0,5x. Apesar da posição de caixa sólida, o perfil de endividamento exige maior disciplina financeira e depende da execução de projetos de expansão para sustentar a geração futura.

Visão Geral da Companhia

A Cocal é uma companhia com mais de 45 anos de atuação no setor sucroenergético brasileiro, destacando-se pela produção integrada de açúcar, etanol anidro e hidratado, biometano, CO₂ verde, levedura seca e energia elétrica a partir da biomassa. **Suas operações estão concentradas no oeste do Estado de São Paulo, em duas unidades industriais localizadas em Paraguaçu Paulista e Narandiba, com capacidade combinada de moagem de mais de 8,7 milhões de toneladas de cana por safra.** Um diferencial competitivo da empresa é o alto índice de autossuficiência: aproximadamente 97,4% da cana utilizada é de produção própria, reduzindo dependência de fornecedores externos e fortalecendo o controle sobre custos e produtividade.

A comercialização de açúcar e etanol é feita por meio da Copersucar, cooperativa da qual a Cocal detém 8,85% de participação, assegurando acesso a canais estruturados de venda e exportação. **Na safra 2024/25, a moagem de cana atingiu 8,3 milhões de toneladas, com produção de 680 mil toneladas de açúcar e 264 milhões de litros de etanol, além da exportação de 367 mil MWh de energia elétrica ao mercado livre.** O açúcar segue como principal fonte de receita, respondendo por cerca de 65% do faturamento.

Do ponto de vista financeiro, a companhia registrou receita líquida de R\$ 2,6 bilhões na safra 2024/25, com Ebitda ajustado de R\$ 1,53 bilhão e margem de 58,8%, indicadores que reforçam a eficiência operacional. **A estrutura de endividamento é majoritariamente composta por CRAs e debêntures (59,4%), sem exposição a moedas estrangeiras, e com posição de caixa e equivalentes de R\$ 2,3 bilhões, garantindo solidez de liquidez.**

Além das atividades tradicionais, a Cocal investe fortemente em projetos de diversificação e sustentabilidade, como a expansão da capacidade de biogás em Paraguaçu Paulista e a implantação de usinas fotovoltaicas. Essa estratégia amplia as fontes de receita e reforça o compromisso com energia renovável, ao mesmo tempo em que demanda maior CAPEX. Assim, **a companhia alia verticalização da cadeia produtiva, eficiência agrícola e financeira e aposta em novos vetores energéticos para sustentar seu crescimento de longo prazo.**

Destaques Financeiros

A análise da Cocal mostra um quadro de desaceleração recente após resultados consistentes na safra 2024/25. No consolidado 1T26 LTM, a receita líquida foi de R\$ 2,52 bilhões, queda de 5,2% em relação ao 1T25 LTM. **O lucro bruto caiu 9,4%, com redução da margem bruta em 1,78 p.p. (38,3%).** O EBITDA recuou 9,0%, totalizando R\$ 1,39 bilhão, enquanto a margem EBITDA retraiu 2,27 p.p., para 55,0%. O lucro líquido sofreu o maior impacto, caindo 25,6% (R\$ 277 milhões). Esses números refletem principalmente a pressão sobre volumes e custos agrícolas, diante de condições climáticas desfavoráveis, que comprometeram produtividade e reduziram a diluição dos custos fixos.

Do lado operacional, a Cocal processou 8,3 milhões de toneladas de cana na safra 2024/25, queda de 6,1% frente ao ciclo anterior, e no 1T26 a moagem somou 2,7 milhões de toneladas, 16,7% inferior ao 1T25. **A produtividade agrícola também sofreu: o TCH recuou para 69,0 t/ha na safra 2024/25 (-14,8% a/a) e ficou em 8,8 t/ha no 1T26 (-7,7% a/a).** O ATR cana apresentou retração tanto na safra (134,6 kg/t, -1,1%) quanto no 1T26 (123,0 kg/t, -2,6%), pressionando a eficiência industrial e o custo unitário por ATR, que aumentou 11,2% no trimestre.

O mix de produção manteve a estratégia de priorização do açúcar. Na safra 2024/25, a participação foi de 64% (+1 p.p.), enquanto no 1T26 o mix foi de 65% açúcar e 35% etanol, em linha com a atratividade relativa do açúcar frente ao etanol. Esse posicionamento ajudou a preservar margens, mas não foi suficiente para compensar a queda do volume processado. **No trimestre, a produção de açúcar caiu 18,2% e a de etanol hidratado 12,7%, com destaque para o etanol anidro, que cresceu em receita graças à elevação dos preços médios e volumes vendidos.** Já a geração de energia elétrica recuou 17,7% em volume, mas se beneficiou de preços mais altos (+53,1%), limitando parcialmente o impacto negativo.

R\$ milhões	2022	2023	2024	2025	1T25 LTM	1T26 LTM	Δ A/A
Receita Líquida	1.712	2.400	2.579	2.599	2.663	2.523	-5,2%
Lucro Bruto	575	934	1.093	1.079	1.068	967	-9,4%
Margem Bruta (%)	33,6%	38,9%	42,4%	41,5%	40,1%	38,3%	- 1,78 p.p.
EBITDA	997	1.391	1.427	1.481	1.525	1.388	-9,0%
Margem EBITDA (%)	58,2%	58,0%	55,3%	57,0%	57,3%	55,0%	- 2,27 p.p.
Lucro Líquido	274	432	438	336	372	277	-25,6%

Fonte: RI Cocal // LVNT Inside Corp

A análise do fluxo de caixa da Cocal evidencia uma pressão crescente na geração líquida de recursos, marcada pelo elevado nível de investimentos. **No 1T26 LTM, o fluxo de caixa operacional somou R\$ 1,32 bilhão, queda de 17,2% frente ao 1T25 LTM.** Essa redução reflete a menor geração de EBITDA, impactada por condições climáticas adversas que reduziram moagem, TCH e ATR, além da menor diluição de custos fixos.

O fluxo de caixa de investimentos manteve-se em trajetória de expansão negativa, atingindo **-R\$ 2,31 bilhões no 1T26 LTM (ante -R\$ 1,83 bilhão no 1T25 LTM)**. O movimento é explicado pelo forte ciclo de CAPEX, que inclui a construção da segunda planta de biogás em Paraguaçu Paulista, projetos de energia fotovoltaica em duas unidades e aportes relevantes em renovação e manejo do canavial. Esse perfil reforça a estratégia de diversificação em energia renovável e sustentabilidade agrícola, mas pressiona o caixa no curto prazo.

Na safra 2024/25, a Cocal registrou investimentos totais de R\$ 2,62 bilhões, volume significativamente superior ao da safra 2023/24 (-R\$ 1,38 bilhão). **O foco esteve na expansão da capacidade de biogás e na geração fotovoltaica, além da manutenção e renovação agrícola para sustentar a produtividade de longo prazo.** Para a safra 2025/26, a Companhia manteve guidance de CAPEX elevado, concentrado em projetos de biogás, energia e renovação de canaviais, reforçando a agenda ESG e de diversificação de receitas. Esse perfil indica que o fluxo de caixa livre seguirá pressionado, demandando maior disciplina no funding e atenção ao perfil de endividamento.

No fluxo de financiamento, a Cocal apresentou entrada líquida de R\$ 449 milhões no 1T26 LTM, revertendo a saída de R\$ 52 milhões no período anterior. Isso indica maior captação de recursos para sustentar o ciclo de investimentos, em linha com o aumento da dívida líquida ajustada, que passou de R\$ 1,61 bilhão em março/25 para R\$ 1,81 bilhão em junho/25. **Como consequência, a variação de caixa foi negativa em R\$ 543 milhões no 1T26 LTM, aprofundando a saída observada no período anterior (-R\$286 milhões).**

R\$ milhões	2022	2023	2024	2025	1T25 LTM	1T26 LTM
Fluxo de caixa operacional	1.119	964	1.435	1.025	1.596	1.321
Fluxo de caixa de investimentos	-728	-887	-1.384	-2.620	-1.830	-2.313
Fluxo de caixa de financiamentos	-804	272	-204	497	-52	449
Variação no caixa	-413	349	-154	-1.098	-286	-543

Fonte: RI Cocal // LVNT Inside Corp

A estrutura de capital da Cocal evidencia um quadro de maior pressão financeira ao longo do último exercício, refletindo tanto o ciclo elevado de investimentos quanto a redução da geração operacional. **A alavancagem medida pela relação dívida líquida/EBITDA evoluiu de 2,4x em 2022 para 2,9x no 1T26, após relativa estabilidade em torno de 2,1x entre 2023 e 2024.** Esse aumento decorre da expansão do endividamento para financiar projetos de biogás, energia fotovoltaica e renovação agrícola, em um contexto em que o EBITDA apresentou retração frente ao pico recente. Em paralelo, a relação dívida líquida/patrimônio líquido manteve trajetória de alta, **alcançando 178% no 1T26, acima dos 161% registrados em 2022**, indicando que a dívida passou a representar parcela mais significativa da estrutura de capital.

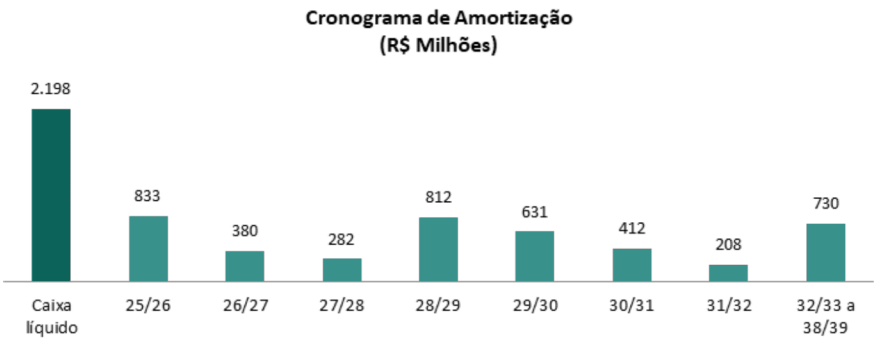
O indicador de cobertura de juros apresentou deterioração mais acentuada, recuando de 1,4x em 2022 para apenas 0,5x no 1T26. Esse desempenho evidencia que a geração operacional já não é suficiente para cobrir integralmente as despesas financeiras, refletindo o maior custo de dívida e o aumento da alavancagem, o que se torna um ponto de atenção, ainda que se reconheça que a posição de caixa atual se traduz em receitas financeiras que mitigam a pressão sobre os resultados da companhia. **Em contrapartida, a liquidez corrente permaneceu em patamar confortável, encerrando o período em 2,4x.**

De forma consolidada, os indicadores apontam para uma posição de liquidez ainda sólida, porém acompanhada de maior fragilidade na alavancagem e na cobertura de juros. Esse cenário reforça a necessidade de disciplina financeira, de modo a preservar a capacidade de financiamento, **especialmente em um setor que sujeito a flutuações de receita por conta de alterações climáticas.**

Índices	2022	2023	2024	2025	1T26
Dívida Líquida / EBITDA	2,4x	2,1x	2,1x	2,6x	2,9x
Dívida líquida / PL	161,1%	173,2%	165,0%	167,3%	178,0%
Cobertura de Juros	1,4x	0,8x	1,0x	0,7x	0,5x
Liquidez Corrente	2,1x	3,0x	2,6x	2,8x	2,4x

Fonte: RI Cocal // LVNT Inside Corp

O cronograma de amortização da dívida da Cocal apresenta um perfil relativamente distribuído ao longo dos próximos anos, mas com concentração relevante no biênio 2025/26, quando vencem R\$ 833 milhões. A companhia encerrou o período com posição de caixa de R\$ 2,20 bilhões, montante suficiente para cobrir integralmente as obrigações de curto prazo e ainda manter folga para parte dos vencimentos subsequentes. **Entre 2026 e 2028, os compromissos se reduzem para patamares mais diluídos, variando de R\$ 282 milhões a R\$ 380 milhões por ano, voltando a crescer em 2028/29, com R\$ 812 milhões, e em 2029/30, com R\$ 631 milhões.** Dessa forma, a Cocal mantém posição de liquidez sólida para enfrentar os compromissos imediatos, mas a partir de 2028 o perfil de amortizações volta a pressionar a necessidade de refinanciamento ou de rolagem da dívida.



Fonte: RI Cocal // LVNT Inside Corp

Destinação de Recursos

Os recursos obtidos pela Devedora em razão do recebimento do valor de desembolso das CPR-Fs serão por ela, direta ou indiretamente, por meio de suas Controladas, **utilizados integralmente em suas atividades de produção e comercialização de cana-de-açúcar.**

Riscos

Risco de oferta: O setor sucroenergético brasileiro pode alterar o mix de sua produção entre o açúcar e etanol, o que faz com que exista alta correlação entre os preços das duas commodities. Sendo assim, os preços do açúcar no mercado internacional influenciam sobremaneira a oferta do etanol hidratado no mercado interno e, em caso de aumento da sua oferta, pode haver um desequilíbrio de mercado causando a queda de seus preços e uma redução de renda da Devedora.

Risco setorial: Os setores de etanol e açúcar são cíclicos e altamente sensíveis a variações de oferta e demanda, tanto no Brasil quanto no mercado internacional. O etanol, comercializado como aditivo (anidro) ou substituto da gasolina (hidratado), tem seus preços diretamente influenciados pela demanda de gasolina e pelas políticas governamentais que definem o percentual de mistura. Alterações nesse mix ou preços baixos da gasolina podem reduzir a competitividade do etanol, impactando negativamente os resultados. Já o açúcar, como commodity agrícola negociada em bolsa, está sujeito à forte volatilidade de preços, influenciada por fatores climáticos, políticas agrícolas e comerciais, produção mundial e especulação financeira. Quedas prolongadas ou significativas em seus preços podem comprometer de forma relevante o desempenho financeiro da companhia.

Risco climático: Fenômenos climáticos como secas, inundações, granizo e excesso de chuva podem impactar de forma negativa a produção agropecuária da Devedora, reduzindo receitas e gerando prejuízos não totalmente mensuráveis ou evitáveis. O aquecimento global intensifica esses riscos, podendo agravar eventos já conhecidos e até provocar fenômenos inéditos ou incomuns no Brasil, como furacões e tufões. Alterações imprevisíveis em temperaturas, chuvas e condições regionais representam, portanto, ameaça significativa às atividades e resultados da companhia.

Descrição da Emissão

A oferta consiste na distribuição pública de 700.000 CRAs, com valor nominal de R\$ 1.000 cada, referentes à 106ª emissão da Vert Companhia Securitizadora, lastreados em direitos creditórios do agronegócio devidos pela Cocal Comércio Indústria Canaã Açúcar e Alcool S.A. **Os CRAs serão emitidos em até duas séries, totalizando R\$ 700.000.000 (R\$ 700 milhões).** Os CRAs são isentos de Imposto de Renda e IOF para Pessoa Física.

Características da série

1ª série: Vencimento em 15 de setembro de 2031 (6 anos), com juros semestrais sem carência. A taxa será decidida na data do bookbuilding, sendo limitada à 102,00% ao ano. A amortização será realizada anualmente, a primeira em 16/09/2030.

2ª série: Vencimento em 15 de setembro de 2031 (6 anos), com juros semestrais sem carência. A taxa será decidida na data do bookbuilding, sendo limitada à 13,68% ao ano ou DIIF30 + 0,25% ao ano, dos dois o maior. A amortização será realizada anualmente, a primeira em 16/09/2030.

Oportunidades de Entrada

Não Vemos oportunidade de entrada para as séries.

Em conclusão, embora a Cocal mantenha posição de liquidez confortável no curto prazo e execute um plano de diversificação relevante em biogás e energia renovável, os indicadores financeiros recentes apontam para uma deterioração setorial. A retração de receita, margens e geração de caixa operacional, combinada ao ciclo intensivo de investimentos, resultou em maior alavancagem, deterioração da cobertura de juros e necessidade contínua de captação para sustentar o fluxo de caixa. Esse cenário é agravado pela dependência de condições climáticas favoráveis, que já afetaram a produtividade e a diluição de custos.

Diante desse quadro, entendemos que a taxa teto oferecida nas séries em análise não remunera adequadamente o risco financeiro e operacional da companhia, que enfrenta desafios de execução e maior exposição a variáveis externas. Por esse motivo, não recomendamos a entrada nas séries neste momento.

Termos e Condições da Oferta

Emissão / Série	106ª emissão / 1ª e 2ª Séries
Emissora	Vert Companhia Securitizadora
Devedora	Cocal Comércio Indústria Canaã Açúcar e Álcool S.A.
Coordenadores	XP investment Banking e Itaú BBA
Montante da Oferta	Até R\$ 700.000.000 considerando lote adicional
Valor Nominal Unitário	R\$ 1.000,00, na data de emissão
Rating Preliminar	brAA+(sf), pela Standard & Poor's Ratings do Brasil Ltda.
Garantias	Sem Garantia
Período de reserva	Até 29 de setembro de 2025
Data estimada do Bookbuilding	30 de setembro de 2025
Data estimada de Liquidação	03 de outubro de 2025
Data de vencimento	1ª série: 15 de setembro de 2031 2ª série: 15 de setembro de 2031
Prazo	1ª série: 6 anos 2ª série: 6 anos
Remuneração Teto	1ª série: Até 102,00% do DI ao ano; 2ª série: Até 13,68% ao ano ou DIIF30 + 0,25% ao ano, o maior entre eles.
Pagamento da Remuneração	1ª série: Semestral, sem carência. 2ª série: Semestral, sem carência.
Amortização	1ª série: Anual, primeira em 16/09/2030. 2ª série: Anual, primeira em 16/09/2030.
Covenants Financeiros	Não observância dos seguintes índices financeiros calculados pela Devedora anualmente: (i) Dívida Bancária Líquida / EBITDA Ajustado ≤ 3,00
Público-Alvo	Investidor qualificado
Tratamento Tributário	Isenção de IR e IOF para PF

Fonte: Prospecto // LVNT Inside Corp

DISCLAIMER

A INSIDE RESEARCH LTDA. ("INSIDE"), empresa do Grupo Levante Investimentos ("LEVANTE"), declara que participou da elaboração do presente relatório de análise e é responsável por sua distribuição exclusivamente nos canais autorizados das empresas do Grupo Levante, tendo como objetivo somente informar os seus clientes com linguagem clara e objetiva, diferenciando dados factuais de interpretações, projeções, estimativas e opiniões, não constituindo oferta de compra ou de venda de nenhum título ou valor mobiliário. Além disso, os dados factuais foram acompanhados da indicação de suas fontes e as projeções e estimativas foram acompanhadas das premissas relevantes e metodologia adotadas.

Todas as informações utilizadas neste documento foram redigidas com base em informações públicas, de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, a INSIDE e os seus analistas não respondem pela veracidade das informações do conteúdo, mas sim as companhias de capital aberto que as divulgaram ao público em geral, especialmente perante a Comissão de Valores Mobiliários ("CVM").

As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Para maiores informações consulte a Resolução CVM nº 20/2021, e, também, o Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários. Em cumprimento ao artigo 16, II, da referida Resolução CVM nº 20/2021.

As decisões de investimentos e estratégias financeiras sempre devem ser realizadas pelo próprio cliente, de preferência, amparado por profissionais ou empresas habilitadas para essa finalidade, uma vez que a INSIDE não exerce esse tipo de atividade.

Esse relatório é destinado exclusivamente ao cliente da INSIDE que o contratou. A sua reprodução ou distribuição não autorizada, sob qualquer forma, no todo ou em parte, implicará em sanções cíveis e criminais cabíveis, incluindo a obrigação de reparação de todas as perdas e danos causados, nos termos da Lei nº 9.610/98, além da cobrança de multa não compensatória de 20 (vinte) vezes o valor mensal do serviço pago pelo cliente.

Em conformidade com os artigos 20 e 21 da Resolução CVM nº 20/2021, o analista Eduardo Jamil Rahal (inscrito no CNPI sob o nº 8204) declara que (i) é o responsável principal pelo conteúdo do presente relatório de análise; (ii) as recomendações nele contidas refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e que foram elaboradas de forma independente, inclusive com relação à INSIDE. Na contracapa deste relatório você encontra uma relação de todas as empresas que fazem parte do Grupo Levante. Para dirimir quaisquer dúvidas, entre em contato através dos canais de atendimento nos sites oficiais.

INSIDE

RESEARCH

www.insideresearch.com.br

LEVANTE

www.levanteideias.com.br

LVNT | corp
INSIDE

www.lvntcorp.com.br

LEVANTE | Asset
Management

www.levanteasset.com.br