

SHORT MEMO
PERFIN – COSAN

DEZEMBRO 2025

Short Memo – Cosan

1. Resumo da oportunidade

- Respeitamos muito a Perfin, que está montando uma posição relevante na Cosan e liderando a tese de transformação do grupo.
- A Cosan é uma holding listada, com ativos relevantes em infra e energia (gás natural, logística ferroviária, açúcar/etanol/combustíveis, lubrificantes e terras agrícolas), que passou por um ciclo de expansão e alavancagem e hoje está em fase de reorganização e desalavancagem.
- A Spectra avalia coinvestir ao lado da Perfin, na mesma estrutura e preço de entrada do veículo dedicado usado pela gestora para investir na Cosan.
- O plano da Perfin é separar as BUs, capturar valor individualmente em cada ativo e reduzir gradualmente o peso da holding, com ambição de extinguí-la ao longo do tempo.

2. Perfin

- A Perfin é uma gestora fundada em 2007, com ~USD 6.4 bi de AUM, sendo USD 2.3 bi de infra. É uma casa muito respeitada no mercado, principalmente em infra onde focam em saneamento, rodovias, energia e carbono, onde entrega boa performance financeira, de execução e governança.
- Em termos de retornos, o fundo Perfin Infra I, de 2020, teve ~USD 740 mi captados, TVPI de ~2.2x, DPI de ~0.6x e IRR líquido de ~44% em USD. O Fundo II foi captado em 2024/2025 e está em fase de investimentos.

Ao todo, o CAPEX acumulado supervisionado pela equipe é superior a ~USD 16.5 bi em 25 investimentos e plataformas desde 2016.

- Time ainda é liderado pelo Ralph Rosenberg, fundador e CIO, com mais de 20 anos de experiência em investimentos e papel central na construção do sucesso da gestora. Hoje a equipe tem ~32 profissionais dedicados, com time especializado de investimentos e *value creation*.
- Apesar de não termos avançado em outras oportunidades (coinvestimento em Equipav e primaria no Infra II), reconhecemos a qualidade técnica da casa, capacidade de execução de projetos capturando valor e gerando retorno.

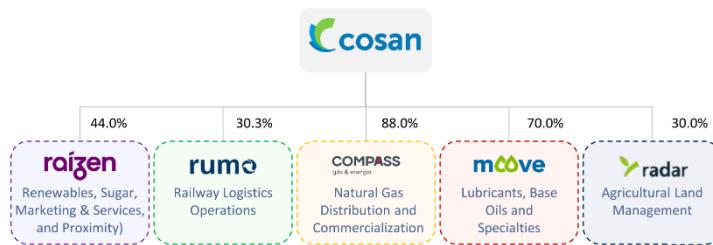
3. Cosan

9M25: Receita Líquida R\$30,8 bi. EBITDA R\$7,5 bi. Dívida Líquida R\$79,4 bi.¹

2024: Receita Líquida R\$44,0 bi. EBITDA R\$7,6 bi. Dívida Líquida R\$79,9 bi.

¹ Resultados consideram participação exata da Cosan nas companhias. Endividamento Líquido inclui obrigações com acionistas preferencialistas em subsidiárias

A Cosan é uma holding listada na B3 (CSAN3) com participação em 5 empresas de grande porte nos setores de energia, logística, gás, lubrificantes e terras agrícolas. É hoje um dos maiores grupos de infra da América Latina. A governança sempre foi fortemente influenciada pelo seu principal acionista, Rubens Ometto, que comanda a estratégia do grupo, concentrando boa parte das decisões no nível da holding. O organograma abaixo resume as principais participações acionárias do grupo.



A companhia passou por um ciclo de expansão acelerada nos últimos anos, com aquisições e projetos de crescimento que elevaram a complexidade operacional do grupo. Esse crescimento ocorreu em paralelo a um ciclo de alavancagem elevado na holding, resultado de decisões de alocação de capital mais agressivas e investimentos que não performaram conforme esperado (especialmente o investimento recente na Vale, em que saíram com um prejuízo na casa de ~R\$4,7 bi). Como consequência, a Cosan entrou em um período de maior escrutínio do mercado quanto à disciplina financeira, ao consumo de caixa da holding e à sustentabilidade da sua estrutura de capital.

3.1 Compass

9M25: Receita Líquida R\$12,8 bi. EBITDA R\$3,8 bi. Dívida Bruta R\$14,2 bi.²

2024: Receita Líquida R\$18,4 bi. EBITDA R\$5,0 bi. Dívida Bruta R\$14,5 bi.

- A Compass é a plataforma de gás natural da Cosan, combinando (i) Distribuição regulada e previsível via Comgás (maior distribuidora do país, ~30% de share em SP, concessão até 2049) e participações regionais via Commit, com (ii) uma frente de GNL (Edge) voltada a aquisição, regaseificação, logística e comercialização, que adiciona opcionalidade de crescimento (incluindo *small scale/off grid* com parceiro operacional). O mercado vê Compass como um dos ativos mais defensivos do grupo Cosan, com grande estabilidade, previsibilidade de caixa e baixa volatilidade operacional. Comgás é considerada o ativo mais maduro e resiliente, enquanto Edge adiciona opcionalidade de crescimento e potencial de captura comercial.
- A Perfin tem visão positiva sobre a gestão e operação. Comgás é considerada o melhor ativo do portfólio, que mesmo com crescimento baixo e estabilizado, apresenta risco baixo e execução sólida. Edge é vista como uma frente com alto potencial de expansão com a nova infraestrutura e com parceria de *small scale LNG*. Para a Perfin, a Compass é bem gerida, mas deve se beneficiar da redução de alavancagem no nível da Cosan.

² Resultados para 100% da Companhia, independentemente da participação da Cosan. Valores de EBITDA sem ajustes.

3.2 Rumo

9M25: Receita Líquida R\$10,5 bi. EBITDA R\$5,2 bi. Dívida Bruta R\$21,8 bi.

2024: Receita Líquida R\$13,9 bi. EBITDA R\$4,7 bi. Dívida Bruta R\$19,1 bi.

- A Rumo é a maior operadora independente de logística ferroviária do Brasil (listada), com perfil estratégico para o agroexportador e barreiras de entrada elevadas. A operação é concentrada em MT, SP e Sul, com ~68% do volume em agro, e o principal vetor de risco segue sendo a execução do ciclo de expansão e CAPEX (incluindo temas de renovação/negociação de concessões mais próximas).
- A Perfin tem visão positiva sobre gestão e operação. Principal risco está no ciclo de expansão e no CAPEX associado. A 1ª fase do projeto atual foi orçada em R\$7-8 bi e já consumiu ~R\$20 bi. Ainda tem ~R\$20 bi pela frente, com alta complexidade de engenharia. Disciplina de CAPEX e execução seguem como pontos críticos de monitoramento.

3.3 Moove

9M25: Receita Líquida R\$7,0 bi. EBITDA R\$1,1 bi. Dívida Bruta R\$3,6 bi.

2024: Receita Líquida R\$10,2 bi. EBITDA R\$1,2 bi. Dívida Bruta R\$3,6 bi.

- A Moove é uma fabricante global de lubrificantes e especialidades químicas (origem nos ativos ExxonMobil no Brasil), com atuação na América do Sul, América do Norte e Europa, apoiada por marcas fortes (Mobil) e rede de serviços (ZipLube). Em 2025 houve incêndio relevante na planta do RJ. A Moove manteve ~30-35% de sua operação por contingência e uso de terceiros, mas perdeu participação de mercado. A apólice de seguro prevê cobertura de até ~R\$1 bi, dos quais ~50% já foram recebidos. Ainda não temos visibilidade do impacto a longo prazo.
- A Perfin enxerga a Moove como um ativo sólido, com boa disciplina operacional e capacidade de geração de caixa. O negócio não é visto como central no destravamento de valor do grupo, mas deve contribuir principalmente em termos de liquidez em um eventual IPO. Principal ponto de atenção é a recuperação de market share pós-incêndio. CVC é acionista desde 2018, com ~30% do capital, e está alinhado com a saída.

3.4 Radar

9M25: Receita Líquida R\$0,5 bi. EBITDA R\$0,4 bi. Dívida Bruta n.a.

2024: Receita Líquida R\$1,4 bi. EBITDA R\$1,9 bi.³ Dívida Bruta n.a.

- A Radar é a operação de gestão e comercialização de terras agrícolas da Cosan (Brasil e LatAm), baseada em compra, arrendamento e venda de áreas produtivas; apesar de *appraisal* recente em ~R\$6 bi, é um ativo de monetização tipicamente lenta e de liquidez restrita, com baixa sinergia com as demais BUs e destravamento dependente de ciclo do mercado e estrutura de venda.

³ Distorcido, positivamente, por efeitos não recorrentes.

- Perfin tem visão semelhante: é um ativo ok, porém não estratégico para o grupo. A intenção é vender, aplicando desconto adequado à baixa liquidez e buscando formatos viáveis de desinvestimento, incluindo vendas fatiadas e potenciais investidores internacionais.

3.5 Raízen

9M25: Receita Líquida R\$171,9 bi. EBITDA R\$6,8 bi. Dívida Líquida R\$25,0 bi.

2024: Receita Líquida R\$251,2 bi. EBITDA R\$15,7 bi. Dívida Líquida R\$20,7 bi.

- A Raízen é um player integrado de açúcar, etanol, bioenergia e distribuição de combustíveis (listada; Cosan 44%, Shell 44%), com elevada complexidade e intensidade de capital, exposição relevante a commodities/clima e necessidade recorrente de CAPEX. A combinação de volatilidade operacional e alavancagem pressionou caixa, tornando a tese mais defensiva (redução de risco, simplificação e eventual venda/ajuste de portfólio) do que de upside. Segundo a Perfin, a dívida da Raízen é de magnitude semelhante à dívida global da Shell, o que explica a falta de iniciativa da multinacional inglesa liderar um aumento de capital para solucionar o problema (e eventualmente passar a consolidar a operação).
- Visão Perfin: A Perfin atribui valor zero para Raízen. Para eles, é um ativo complexo, sem caminhos claros de geração de valor para a Cosan e com risco assimétrico dado o nível de alavancagem. A expectativa é apenas evitar destruição adicional por meio de desinvestimentos e iniciativas de eficiência. O foco é remover risco e preservar valor, sem assumir upside. Não vêm risco de passivos subindo para a holding.

3.6 Holding

9M25: Receita Líquida R\$- bi. EBITDA (R\$1,4 bi). Endividamento Bruto R\$21,3 bi.

2024: Receita Líquida R\$- bi. EBITDA (R\$3,0 bi). Endividamento Bruto R\$29,3 bi.

Para a Perfin, a holding da Cosan é hoje um dos principais vetores de destruição de valor do grupo. A estrutura é considerada excessivamente inchada, centralizadora e pouco eficiente, reflexo do modelo de gestão concentrado no Rubens Ometto. O plano é desmobilizar a holding gradualmente, separando os ativos, sem expectativa de perda de valor por “desintegração”. A leitura é que a criação de valor virá justamente da remoção das ineficiências da holding atual, economia com estrutura cara, racionalização da alocação de capital e do aumento de transparência por meio de estruturas mais simples e autônomas.

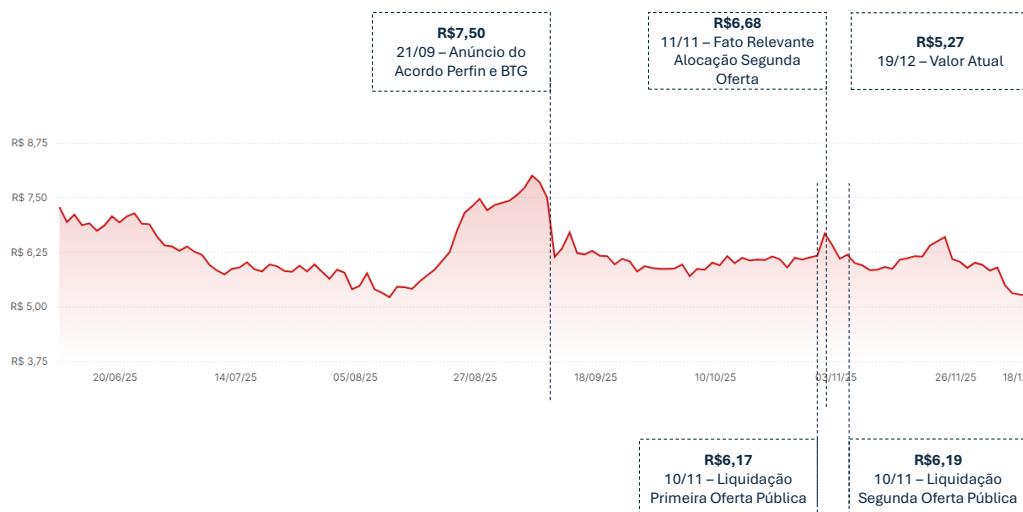
4. Oportunidade de Co-Investimento

Transação Cosan

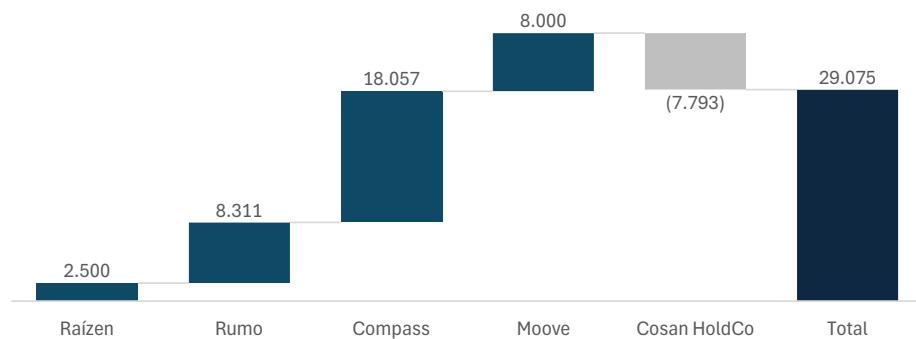
- Em novembro de 2025, a Cosan concluiu um aumento de capital total de ~R\$10,5 bi por meio de duas ofertas primárias. O objetivo foi reforçar a estrutura de capital

da holding e reduzir alavancagem financeira após um período prolongado de consumo de caixa no nível corporativo.

- A 1^a oferta, de R\$7,25 bi ao preço de R\$5,00 por ação, foi ancorada pelo consórcio formado por Aguassanta, BTG Pactual e Perfin Infra, com compromissos de ~R\$0,75 bi, R\$4,5 bi e R\$2,0 bi, respectivamente. A oferta contou também com um “hot issue” destinado a acionistas existentes. As ações adquiridas pelo consórcio ficaram sujeitas a *lock-up* de 4 anos, com 20% da participação com *lock-up* reduzido de 100 dias.
- A 2^a oferta (CVM 160) adicionou ~R\$1,4 bi ao mesmo preço por ação. Diferente da primeira, essa tranche teve participação majoritária de investidores de mercado, sem envolvimento de Perfin ou BTG.
- A estrutura acionária resultante, é composta por: Aguassanta (~21,3%), BTG Pactual (~23,3%), Perfin Infra (~10,4%) e *Free Float* (~45,0%). Aguasanta mantém o bloco de controle, com 50,01% das ações vinculadas ao AA.
- Governança pós-transação na Cosan: O novo AA tem prazo de 20 anos. Rubens Ometto (ou indicado) permanece como chairman por 3 mandatos. O conselho passa a ter 5 membros indicados pela Aguassanta (incluindo 1 independente) e 4 membros pelo BTG + Perfin (incluindo 1 independente). O consórcio pode indicar membros a comitês de Pessoas e Comitê Operacional & Financeiro. Matérias protetivas e qualificadas dependem de voto afirmativo de BTG e Perfin.
- CSAN3 vinha em trajetória de queda ao longo de 2025, mas reagiu ao anúncio do acordo Perfin BTG (21/09) e voltou a subir com o avanço da oferta em novembro, quando o mercado passou a enxergar reforço de liquidez. Desde então, o papel voltou a cair em um contexto de (i) pressão pós captação e debate sobre capacidade de desalavancagem, (ii) prejuízo de R\$1,1 bi no 3T25 por fraco desempenho da Raízen (queda etanol/açúcar) + equivalência patrimonial negativa de -R\$482 mi, e (iii) *downgrade* S&P elevando custo de funding.



5. Premissas de Retorno para Investimento Perfin

Sum of the Parts – FCFE (R\$ mi), data base dez/25


Com base nos entendimentos acima e nas premissas descritas a seguir, a Perfin projetou os próximos anos de resultados, capacidade de geração de valor, liquidez e distribuição de resultados por companhia. Com base nessas projeções, chegou a um VPL na data-base de 31/12/2025 de ~R\$29 bi. Para a entrada a R\$5/ação, a companhia estaria com valor de ~R\$20 bi, equivalente a um desconto de 30% vs. o valor justo calculado.

Com base nestes fluxos projetados e valores estimados por companhia, a Perfin justificou a sua entrada a R\$5 e projetou o seu retorno em dois cenários de saída: i) hold to maturity (sem evento de liquidez final) e ii) saída em 2030 ao valor da companhia projetado no fluxo.

Abaixo, mais detalhes sobre as premissas utilizadas pela Perfin para saída.

- **Raízen:** Valor atribuído: R\$0. Apesar de estimarem valor de R\$2,5 bi, nenhum fluxo de caixa ou upside foi considerado pela Perfin na ótica de retorno. Assim, não há suposição de venda de ativos ou recuperação de valor no base case projetado.
- **Rumo:** Valor atribuído: R\$8 bi. Desinvestimento de 10% em jan/26 por ~R\$3,5 bi (R\$19 por ação), com 100% dos recursos usados para amortizar dívida da Cosan. CAPEX de expansão mais controlado (~R\$8,4 bi em 2025–2028). Volumes sobem com *ramp up* do LRV, projeto de expansão, até 2030 e tarifas ajustadas pelo IPCA.
- **Radar:** *Appraisal* de R\$6 bi, mas base case considera venda de 100% da participação da Cosan em jan/26 por ~R\$3,7 bi (desconto relevante para liquidez mais imediata). Recursos usados para amortizar dívida da Cosan.
- **Holding Cosan:** SG&A da holding reduzindo de ~R\$90 mi em 2026 para zero em 2029, com outras despesas recorrentes de ~R\$20 mi ao ano. Ofertas de ações e desinvestimentos levam a alavancagem alvo de ~1x Net Debt / EBITDA, mas a holding segue com valor implícito negativo relevante no somatório.
- **Compass:** Valor atribuído: R\$18 bi, sendo R\$4,2bi pela Edge. Distribuição de gás (Comgás e demais discos) cresce em linha com PIB industrial, com ciclo regulatório estável e opex mais eficiente que o modelo do vendedor. Edge incorpora upside do contrato de GNL com a TotalEnergies até 2033, com trading relevante no início e normalização gradual depois. Não sabemos qual a premissa individual de saída da Compass (e, em particular, os gatilhos e timing para Edge).

- **Moove:** Valor atribuído: R\$8 bi. Volumes e margens seguem o plano da companhia, já incorporando o impacto do incêndio da planta. Crescimento orgânico moderado e evento de liquidez em até 4 anos via IPO ou venda estratégica. Não sabemos qual a premissa utilizada para a saída (timing, múltiplo e probabilidade do evento).

Para além das saídas descritas acima por ativo, a Perfin também considera uma venda parcial adicional de 19,2% do stake inicial da companhia por ~R\$383 mi, em mar/26. Isso equivale a um prêmio de ~60% sobre o preço de entrada.

Retorno

Com essas premissas, a Perfin reporta as sensibilidades de retorno bruto abaixo.

Cenário	Perfin IRR (%)
Base Case	
Hold to Maturity	IPCA + 13,0%
Exit (IPCA +9%)	IPCA + 20,8%
Exit (IPCA +10%)	IPCA + 19,0%
Upside Case - Seller's Assumptions for EDGE exit	
Hold to Maturity	IPCA + 15,1%
Exit (IPCA +9%)	IPCA + 25,3%
Exit (IPCA +10%)	IPCA + 23,6%

O único upside considerado no quadro anterior (“Seller’s assumptions for Edge”) é um valor mais alto de venda da Edge, conforme projeções do mercado.

Solicitamos a abertura do valuation e o fluxo de caixa do veículo que suporta esses retornos (incluindo calendário de dividendos por subsidiária, amortização de dívida e cronograma de desinvestimentos), mas o time da Perfin informou que não irá compartilhar essas informações, limitando a nossa capacidade de validar a construção do FCFE, o “cash waterfall” e a execução das saídas assumidas.

Para além deste upside de Edge, as outras possibilidades para um retorno acima do que a Perfin espera e que eventualmente chegue no que buscamos seriam:

- A Perfin teve conforto em fazer o deal por achar muito bom entrar em uma empresa grande listada com um HTM de IPCA + 13-15%, conforme projeções que acreditam ser conservadoras, antes de entrar na empresa. Conforme vão participando da gestão, vão aprofundando o conhecimento e planos de geração de valor;
- Uma saída mais rápida antes dos 4 anos de lock-up e com fechamento de taxa de desconto. Disseram ter um fundo de pensão internacional que tinha interesse em tomar todo o co-investimento, mas ficaram de fora. Poderiam dar saída para alguns dos investidores do FIP em 2-3 anos caso esse investimento ocorra.

6. Visão Geral – Opinião Spectra

- Trata se de um deal altamente complexo, envolvendo múltiplas BUs, estrutura societária pesada na holding e plano de desalavancagem que depende de várias etapas de execução.

- O caso tem alto risco de execução e depende de fatores fora do controle do gestor, como abertura da janela de IPO, apetite de estratégicos por ativos específicos e manutenção de bom acesso a mercado de capitais.
- Horizonte de investimento é mais longo, com várias etapas de desinvestimento, capturas de valor, *spin offs*, desconstituição da holding e outros, o que reduz a previsibilidade de retorno e captura de valor.
- Por outro lado, a transação conta com gestoras de management forte (Perfin e BTG) e supercompetentes. Respeitamos muito, principalmente, o trabalho da Perfin e gostaríamos de estabelecer uma parceria com eles.
- É uma tese de infra em uma companhia renomada e listada, que combina um preço oportuno de entrada, avenidas de captura de valor com upsides relevantes.
- O perfil do deal, porém, foge muito do que costumamos fazer, pelo grau de complexidade de execução, estágio e *valuation* da companhia, pela dependência de eventos de mercado para realização de valor e pela falta de aprofundamento.
- Finalmente, temos questões parecidas com o regulamento do Perfin Infra II:
 - Evento de Equipe Chave só é trigado caso 4 pessoas da equipe chave se desliguem em 12 meses, o gestor pode remediar facilmente e não resulta em causa para destituição com justa causa;
 - Quórum de substituição do gestor com e sem justa causa: 90% das quotas subscritas. Destituição resulta em taxa de performance antecipada e complementar;
 - Capital autorizado de até R\$10 bilhões;
 - Duração do fundo de 15 anos.

7. Pontos a aprofundar

Recebemos poucos materiais e a Perfin não parece aberta a enviar as informações adicionais que solicitamos. Para dificultar o processo, existe ainda uma pressão de tempo pelo lado deles para a decisão de co-investimento.

Não está claro se haverá tempo hábil para uma diligência completa antes da necessidade de dar o green light à Perfin, o que aumenta o risco de decisão com informação parcial. Caso seja possível avançar, os principais pontos a aprofundar seriam:

- Aprofundar na construção do SOTP e do FCFE por BU, incluindo ponte de EBITDA para FCFE, premissas de CAPEX, geração de caixa, desalavancagem e capacidade de saída. Detalhar as sensibilidades que mais movem retorno (K_e , múltiplos de saída, preço de venda de ativos, timing de desinvestimentos, custo de dívida e trajetória de alavancagem).
- Entender o plano operacional e de alocação de capital por BU e na holding para chegar nos resultados projetados, incluindo iniciativas-chave, riscos de execução,

dependências externas e principais “gates” de decisão (ex.: necessidade de aprovações, condições de mercado e janelas de venda).

- Detalhar a mecânica e o racional das saídas assumidas, incluindo contrapartes potenciais, probabilidade, condições para ocorrer, sensibilidade de múltiplos e datas e impactos no fluxo do investimento.
- Com o mercado: aprofundar o entendimento dos principais setores envolvidos (gás, logística ferroviária, lubrificantes e terras agrícolas), com foco em dinâmica competitiva, regulação, riscos estruturais e capacidade de geração e distribuição de caixa das BUs ao longo do ciclo.
- Esclarecer como funciona a estrutura do coinvestimento, incluindo expectativa de chamadas de capital (montante, gatilhos e calendário), quanto pretendem usar de linha de crédito versus equity, custo, garantias e amortização, waterfall no nível do veículo, política de distribuição e liquidez secundária.
- Com a Perfin: entender se há interesse em montar uma posição mais perene no ativo, dado o tema de sucessão do controlador.

Dada a pressão de tempo, retorno buscado e acesso limitado à informação, nossa recomendação é de não seguir com o deal. Caso a decisão seja de seguir para estabelecer uma parceria com a Perfin, seria com pouca visibilidade / conforto nos números e muito confiando na gestora, tanto na questão de retorno, quanto de regulamento, de uma maneira que não costumamos fazer em outros casos.