S&P Global
Ratings

Comunicado à Imprensa

Rating da Vale do Tijuco elevado para 'brAA' por esperada redução na alavancagem e maior escala; perspectiva positiva

14 de setembro de 2021

Resumo da Ação de Rating

- O EBITDA da Companhia Mineira de Açúcar e Álcool Participações (CMAA), empresa *holding* da **Vale do Tijuco Açúcar e Álcool S.A.** (Vale do Tijuco), deve ser impulsionado pelos preços recordes do açúcar e do etanol e o aumento na capacidade de moagem após a incorporação da Usina Canápolis, apesar dos impactos negativos da seca e geada nos volumes de cana das outras duas usinas da CMAA.
- Isso deve resultar no fortalecimento das métricas de crédito, com alavancagem bruta abaixo de 2,5x na safra corrente, que se encerrará em 31 de março de 2022, e geração fluxo de caixa operacional livre (FOCF - *free operating cash flow*) acima de R$ 250 milhões apesar dos investimentos ainda altos.
- Em 14 de setembro de 2021, elevamos o rating de crédito de emissor de longo prazo atribuído à Vale do Tijuco de 'brAA-' para 'brAA' na Escala Nacional Brasil. Ao mesmo tempo, alteramos a perspectiva do rating de estável para positiva.
- A perspectiva positiva indica que poderemos elevar novamente o rating da Vale do Tijuco com uma revisão do perfil de risco de negócios, mediante maior escala, combinada com manutenção do baixo custo-caixa de produção; revisão do perfil de risco financeiro, com a manutenção da alavancagem bruta abaixo de 2,5x, mesmo diante de preços mais desafiadores de açúcar e etanol; e fortalecimento de sua liquidez de maneira consistente, ao manter maior posição de caixa para lidar com a volatilidade da indústria.

ANALISTA PRINCIPAL

Bruno Matelli
São Paulo
55 (11) 3039-9762
bruno.matelli
@spglobal.com

CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL

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

LÍDER DO COMITÊ DE RATING

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

Fundamento da Ação de Rating

Maior escala após a incorporação da Usina Canápolis mais que compensa os efeitos climáticos negativos sobre os volumes. A atual capacidade de moagem da CMAA é de quase 10 milhões de toneladas em três plantas localizadas no Triângulo Mineiro, graças à recente integração da Usina Canápolis. O aumento da moagem desta última, que passou de cerca de 800 mil toneladas na safra 2020/2021 para cerca de 1,5 milhão de toneladas na safra corrente, mais que compensa a queda na moagem nas usinas Vale do Tijuco e Vale do Pontal, que sofrem os efeitos da seca e geadas em seus canaviais. Assim, a moagem consolidada deve atingir quase 8 milhões de toneladas na safra corrente, pouco acima dos 7,6 milhões da safra 2020/2021, embora abaixo dos 8,7 milhões anteriormente esperados, que devem ser atingidos apenas na safra 2022/2023. A maior escala, caso a empresa mantenha um custo-caixa entre os melhores pares avaliados do setor, pode levar-nos a elevar o perfil de risco de negócios para regular nos próximos 12-18 meses.

Redução da alavancagem mesmo em meio ao crescimento. O baixo custo-caixa de produção da CMAA, combinado com preços recordes de açúcar e etanol e certa redução nos investimentos em expansão devem continuar resultando em geração robusta de FOCF nas próximas duas safras. Esperamos que o índice de dívida bruta sobre EBITDA da empresa fique abaixo de 2,5x e geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida bruta acima de 30% na safra corrente, e permaneça nesses níveis nas safras subsequentes. Com isso, poderemos alterar o perfil de risco financeiro da CMAA para significativo também nos próximos 12-18 meses.

Fortalecimento da liquidez, embora ainda não a consideremos adequada. A CMAA tem buscado o mercado de capitais local para estender o prazo médio de sua dívida e reduzir seu custo, operando com uma posição de caixa um pouco mais robusta nos últimos meses e um perfil de amortização suave. A empresa, entretanto, ainda não logrou manter folga de mais de 20% nas fontes de caixa sobre seus usos para os próximos 12 meses, o que poderia acontecer caso haja a emissão de um novo Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) ainda na safra corrente, assumindo investimentos (capex) em pouco mais de R$ 400 milhões e dividendos em torno de 25% do lucro líquido.

Perspectiva

A perspectiva positiva indica o aumento da escala após a incorporação da Usina Canápolis e a expectativa de manutenção do baixo custo-caixa de produção, em meio aos preços recordes de açúcar e etanol em reais. Isso impulsionará a manutenção de uma sólida geração de FOCF, apesar dos riscos relacionados à seca e dos investimentos necessários para a conclusão do *ramp-up* das usinas Vale do Pontal e Canápolis. Esperamos que a CMAA se desalavanque, com a dívida bruta sobre EBITDA ligeiramente abaixo de 2,5x nas próximas duas safras, enquanto gradualmente fortalece a liquidez, mantendo fontes de caixa para os próximos 12 meses mais que suficientes para cobrir seus usos.

Cenário de elevação

Uma ação de rating positiva nos próximos 12-18 meses pode decorrer de volumes de moagem se aproximando da capacidade de quase 10 milhões de toneladas de cana por safra, após o *ramp-up* das Usinas Canápolis e Vale do Pontal, enquanto a CMAA mantém seu baixo custo de produção. Isso, juntamente com os altos preços do açúcar e do etanol e uma estratégia conservadora de investimento e remuneração aos acionistas, resultaria em uma geração de FOCF acima de R$ 250 milhões nos próximos anos. Nesse cenário, o índice de dívida bruta sobre EBITDA permaneceriam abaixo de 3,0x e o de FFO sobre dívida acima de 30%, enquanto as fontes de caixa da empresa para os próximos 12 meses excederiam seus usos em mais de 20%, mesmo durante o pico das exigências sazonais de capital de giro da indústria.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar os ratings nos próximos 12 meses em meio a fundamentos mais fracos da indústria, como uma queda acentuada nos preços do etanol decorrentes de preços mais baixos do petróleo ou novas restrições relacionadas à COVID-19, em meio aos efeitos da seca. Isso resultaria em FOCF negativo e pressão sobre a liquidez da empresa, com um deficit material nas fontes sobre os usos de caixa para os próximos 12 meses. Nesse cenário, o índice de dívida bruta sobre o EBITDA se aproximaria de 4,0x e o FFO sobre a dívida bruta de 12%, em uma base consistente.

Descrição da Empresa

A CMAA é uma *joint-venture* brasileira do setor sucroenergético controlada pelo grupo brasileiro JFLim e pelo grupo indonésio de alimentos Indoagri. Em 1º de outubro de 2020, a empresa incorporou a Usina Canápolis, e agora opera três usinas em Minas Gerais, com capacidade total de moagem de quase 10 milhões de toneladas de cana por safra, que deve ser atingida nos próximos três anos. A receita líquida da CMAA foi de R$ 1,375 milhão no ano fiscal de 2021 findo em 31 de março de 2021, considerando apenas seis meses de resultados da Usina Canápolis. O rating da Vale do Tijuco resulta da análise do grupo consolidado, a CMAA. Consideramos que o risco de crédito da subsidiária é o mesmo de sua controladora, que lhe forneceria suporte sob quaisquer circunstâncias, em nossa visão.

Nosso Cenário de Caso-Base

Premissas:

- Inflação média no Brasil de cerca de 7% em 2021 e 4,4% em 2022, afetando gastos com mão de obra, como CCT (corte, carregamento e transporte), além dos custos industriais;
- Taxa de câmbio média de R$ 5,30 por US$1,00 em 2021 e R$ 5,35 por US$1,00 em 2022;
- Preço médio do açúcar, já considerando a posição fixada da empresa, de pouco mais de R$ 1.450 e R$ 1.550 por tonelada nas safras 2021/2022 e 2022/2023, respectivamente, seguindo a curva futura do contrato NY#11 e a taxa de câmbio média nas próximas safras;
- Preço médio do etanol anidro e hidratado de R$ 3,07/litro e R$ 2,95/litro na safra 2021/2022, variando conforme os preços internacionais do petróleo e a taxa de câmbio média nas próximas safras;
- Moagem consolidada de aproximadamente 8,0 milhões de toneladas de cana-de-açúcar na safra 2021/2022 e 8,7 milhões de toneladas na safra 2022/2023, incluindo os volumes da Usina Canápolis;
- Capex de aproximadamente R$ 410 milhões na safra 2021/2022, aumentando marginalmente nas safras seguintes, incluindo tratos culturais e investimentos em maior produtividade agrícola;
- Distribuição de dividendos de 25% do lucro líquido para os próximos anos.

Principais métricas:

- Receitas em torno de R$ 1,8 bilhão na safra 2021/2022 e R$ 2,0 bilhões na safra 2022/2023, comparado a R$ 1,4 bilhão na safra 2020/2021;
- EBITDA ajustado de cerca de R$ 900 milhões e R$ 970 milhões nas próximas duas safras, comparado a R$ 625 milhões na safra 2020/2021;
- Dívida sobre EBITDA entre 2,0x-2,5x na safra corrente e na próxima, contra 3,1x observado em março de 2021;
- FFO sobre dívida de 30%-35% nas safras 2021/2022 e 2022/2023, versus 26,1% observado em março de 2021;
- FOCF de R$ 270 milhões na safra 2021/2022 e R$ 290 milhões na safra 2022/2023, versus R$ 346,1 milhões na safra passada.

Liquidez

Continuamos avaliando a liquidez da empresa como menos que adequada. As fontes sobre usos de caixa para os próximos 12 meses estão pouco abaixo de 1,2x, refletindo os altos investimentos intrínsecos à indústria e relacionados sobretudo à manutenção das operações, incluindo tratos culturais, e a dívida de curto prazo, relacionada principalmente ao financiamento do capital de giro e ao carrego de estoques para venda na entressafra. Consideramos necessidades sazonais de capital de giro atingindo o pico entre o segundo e o terceiro trimestres do ano-safra.

Principais fontes de liquidez:

- Caixa e equivalentes de caixa de R$ 345,5 milhões em 30 de junho de 2021;
- FFO de cerca de R$ 610 milhões nos próximos 12 meses.

Principais usos de liquidez:

- Dívida de curto prazo de R$ 268,8 milhões em 30 de junho de 2021;
- Saídas de capital de giro e de capital de giro sazonal de cerca de R$ 90 milhões nos próximos 12 meses;
- Capex de aproximadamente R$ 420 milhões nos próximos 12 meses, incluindo tratos culturais e manutenção de entressafra, bem como a expansão do plantio e renovação de canaviais;
- Distribuição de dividendos de 25% do lucro líquido.

Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Expectativa de cumprimento

A CMAA possui um colchão confortável de mais de 75% em relação às suas cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) de dívida, calculadas em 31 março de cada ano.

Exigências

Os *covenants* das dívidas da CMAA requerem índices de dívida líquida sobre EBITDA abaixo de 3,0x, liquidez corrente acima de 0,8x e dívida líquida abaixo de R$ 700 milhões.

Tabela de Classificação de Ratings

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Nacional Brasil	brAA/Positiva/--
Risco de negócios	**Fraco**
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Intermediário
Posição competitiva	Fraca
Risco financeiro	**Agressivo**
Fluxo de caixa/Alavancagem	Agressivo
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfólio	Neutro
Estrutura de capital	Neutra
Liquidez	Menos que adequada
Política financeira	Neutra
Administração e governança	Regular
Análise de ratings comparáveis	Neutra

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.standardandpoors.com.br para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site www.capitaliq.com. Todos os ratings afetados por esta ação de rating são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em www.standardandpoors.com. Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas, 13 de novembro de 2012.
- Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes, 1 de abril de 2019.
- Metodologia de Ratings Corporativos, 19 de novembro de 2013.
- Critério Geral: Metodologia de rating de grupo, 1 de julho de 2019.
- Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais, 25 de junho de 2018.
- Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País, 19 de novembro de 2013.
- Metodologia: Risco da indústria, 19 de novembro de 2013.
- Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais, 16 de dezembro de 2014.
- 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 ANTERIOR DE RATING
VALE DO TIJUCO AÇÚCAR E ÁLCOOL S.A.		
Ratings de Crédito de Emissor		
Escala Nacional Brasil	6 de setembro de 2018	19 de novembro de 2020

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS ADICIONAIS

Outros serviços fornecidos ao emissor

Não há outros serviços prestados a este emissor.

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, 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, 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.

Copyright © 2021 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 COMERCIABILIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

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

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

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

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

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