

Perspectiva do rating da Vale do Tijuco alterada para estável por redução esperada na alavancagem; rating **'brAA-'** reafirmado

19 de novembro de 2020

Resumo da Ação de Rating

- O preço remunerador do açúcar e a melhora do preço do etanol, aliados à alta eficiência e à flexibilidade operacional se traduzirão em uma geração de caixa positiva para a Companhia Mineira de Açúcar e Álcool Participações (CMAA), holding da Vale do Tijuco Açúcar e Álcool S.A. (Vale do Tijuco), mesmo com a pandemia.
- Além disso, a CMAA anunciou a incorporação da empresa controlada pelos mesmos acionistas, a Usina Canápolis, o que aumentará a diversificação em plantas e a escala do grupo nos próximos anos, com uma contrapartida relativamente pequena em termos de endividamento.
- Em 19 de novembro de 2020, alteramos a perspectiva do rating de crédito corporativo da Vale do Tijuco, de negativa para estável, e também reafirmamos o rating de longo prazo **'brAA-'** na Escala Nacional Brasil.
- A perspectiva estável indica a sólida eficiência operacional da empresa, o que deverá resultar em uma geração de fluxo de caixa operacional livre (FOCF - *free operating cash flow*) mais robusta nos próximos anos, à medida que o *ramp-up* (curva de aceleração da produção) das usinas Vale do Pontal e Canápolis se conclua, fortalecendo gradualmente as métricas de crédito e alavancagem.

Fundamento das Ações de Rating

Resiliência das métricas mesmo com a pandemia. O baixo custo-caixa de produção da CMAA e sua flexibilidade para maximizar a produção de açúcar, que atingirá cerca de 55% do seu mix de produção na safra corrente, comparado a 41% na safra anterior, deve resultar em geração positiva de FOCF. Isso ocorrerá mesmo depois dos impactos da pandemia nos volumes e nos preços do etanol, que estimamos tenham uma queda média de 5% em relação aos preços da safra passada, e dos investimentos mais elevados, principalmente para continuar o *ramp-up* das usinas menores. Esperamos que a empresa apresente um índice de dívida bruta sobre EBITDA abaixo de 3,0x já na safra corrente, reduzindo-se para 2,0x-2,5x nas subsequentes.

Incorporação da Usina Canápolis aumentará a escala e a diversificação. Em 1º de outubro de 2020, a usina foi integrada à CMAA, que agora possui capacidade de moagem de mais de 9 milhões de toneladas em três plantas localizadas no Triângulo Mineiro. A nova usina moerá pouco mais de 800 mil toneladas na safra corrente, aumentando ao longo dos próximos três anos até atingir perto de sua capacidade de 2 milhões de toneladas por safra em 2023. Isso, somado à

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

Comunicado à Imprensa: Perspectiva do rating da Vale do Tijuco alterada para estável por redução esperada na alavancagem; rating 'brAA-' reafirmado

manutenção de sólida eficiência operacional da CMAA e a uma gradual desalavancagem poderá resultar em uma elevação do rating da empresa no médio prazo.

Fatores Ambientais, Sociais e de Governança (ESG - *Environmental, Social, and Governance*) relevantes para esta ação de rating:

- Saúde e segurança, e fatores relacionados ao consumidor.

Perspectiva

A perspectiva estável resulta da recuperação na demanda e nos preços do etanol no mercado doméstico e também da flexibilidade da empresa para aumentar o mix de produção para açúcar e os volumes de moagem, que elevarão a geração de caixa. Apesar dos investimentos para a conclusão dos *ramp-ups* da Usina Vale do Pontal e da recém incorporada Usina Canápolis, a empresa deve continuar gerando FOCF positivo, usado para reduzir dívida. Esperamos que a CMAA se desalavanche, com um índice de dívida bruta sobre EBITDA entre 2,5x-3,0x nas próximas duas safras, enquanto gradualmente fortalece sua liquidez, mantendo fontes de caixa suficientes para cobrir seus usos pelos próximos 12 meses.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar o rating nos próximos 12 meses em meio a fundamentos mais fracos da indústria, como uma queda na demanda e nos preços de etanol na esteira de uma segunda onda da pandemia, ou uma seca afetando seu volume de moagem e produtividade. Isso resultaria em uma geração de FOCF negativa e pressionaria a liquidez da empresa, com um deficit material nas fontes sobre usos de caixa para os próximos 12 meses, expondo a CMAA a riscos de refinanciamento.

Cenário de elevação

Uma ação de rating positiva nos próximos 12 meses adviria da manutenção de maiores volumes de moagem com o *ramp-up* das Usinas Vale do Pontal e Canápolis, enquanto os preços altos de açúcar e etanol e uma estratégia conservadora de investimentos resultariam em geração mais robusta de FOCF. Além disso, dívida sobre EBITDA e FFO sobre dívida permaneceriam abaixo de 3,0x e acima de 30%, respectivamente, enquanto a empresa mantém fontes de caixa confortavelmente suficientes para cobrir seus usos para os próximos 12 meses, mesmo durante o pico de necessidade de capital de giro da indústria. No longo prazo, a maior escala aliada à manutenção de um histórico de alta eficiência operacional poderia resultar em uma revisão para cima do perfil de risco de negócios e elevação do rating da empresa.

Descrição da Empresa

A CMAA é uma empresa brasileira do setor sucroenergético controlada pela JFLIM e Indoagri. A Usina Canápolis foi absorvida em 1º de outubro de 2020 pela empresa, que agora opera três usinas em Minas Gerais, com capacidade total de moagem de mais de 9 milhões de toneladas de cana por safra atualmente, que deve ser atingida nos próximos três anos. A CMAA apresentou receita líquida de R\$ 975 milhões no ano fiscal de 2020 findo em 31 de março de 2020, quando moeu pouco mais de 6 milhões de toneladas de cana. O rating da Vale do Tijuco Açúcar e Álcool S.A. reflete a análise do grupo consolidado, a CMAA. Consideramos que o risco de crédito da subsidiária é o mesmo de sua controladora, que lhe daria suporte sob quaisquer circunstâncias, em nossa visão.

Nosso Cenário de Caso-Base

Premissas:

- Inflação média no Brasil de cerca de 2,7% em 2020 e 3,0% em 2021, afetando gastos com mão de obra, como CCT (corte, carregamento e transporte), e os custos industriais;
- Taxa de câmbio média de R\$ 5,29/US\$1,00 em 2020 e R\$ 5,10/US\$1,00 em 2021;
- Preço médio do açúcar, já considerando a posição fixada da empresa, de R\$ 1.350 e R\$ 1.370 por tonelada nas safras 2020/2021 e 2021/2022, 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\$ 1,92/litro e R\$ 2,05/litro na safra 2020/2021, variando conforme os preços internacionais do petróleo e a taxa de câmbio média nas próximas safras;
- Moagem consolidada de aproximadamente 7,6 milhões de toneladas de cana-de-açúcar na safra 2020/2021 e R\$ 8,7 milhões de toneladas na safra 2021/2022, permanecendo estável em torno de 5 milhões na Vale do Tijuco e aumentando conforme a Vale do Pontal conclui sua expansão;
- Consideramos também a incorporação da usina Canápolis, que deve adicionar 800 mil toneladas de cana à safra corrente e 2 milhões nos próximos anos;
- Investimentos (capex) de aproximadamente R\$ 375 milhões na safra 2021/2022, reduzindo-se para R\$ 340 milhões a R\$ 370 milhões nas safras seguintes, incluindo tratos culturais e investimentos em maior produtividade agrícola;
- Nenhuma distribuição de dividendos para os próximos anos.

Principais métricas:

- Receitas em torno de R\$ 1,3 bilhão na safra 2020/2021 e R\$ 1,5 bilhão na safra 2021/2022;
- EBITDA ajustado de R\$ 560 milhões e R\$ 650 milhões nas próximas duas safras, contra R\$ 430 milhões na safra 2019/2020;
- Dívida sobre EBITDA em torno de 2,9x na safra corrente e 2,4x na próxima safra, contra 3,5x em março de 2020;
- Geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida de 27% na safra 2020/2021 e de cerca de 33% na safra 2021/2022, contra 22% em março de 2020;
- FOCF de R\$ 63 milhões na safra 2020/2021 e R\$ 150 milhões na safra 2021/2022, contra R\$ 70 milhões na safra passada.

Liquidez

Continuamos a avaliar a liquidez da empresa como menos que adequada. Fontes sobre usos de caixa para os próximos 12 meses estão pouco abaixo de 1,2x, indicando tanto os altos investimentos intrínsecos à indústria e sobretudo para manutenção das operações, incluindo tratos culturais, quanto a significativa dívida de curto prazo relacionada principalmente ao financiamento do capital de giro e ao carregamento de estoques para venda na entressafra. Não consideramos nenhuma necessidade sazonal de capital de giro, dado que os números de setembro já espelham o pico de capital de giro da safra.

Principais fontes de liquidez:

- R\$ 211 milhões de caixa e equivalentes em 30 de setembro de 2020;
- FFO de cerca de R\$ 455 milhões nos próximos 12 meses;
- Emissão de Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) com garantia firme de R\$ 150 milhões.

Principais usos de liquidez:

- Dívida de curto prazo de R\$ 337 milhões em 30 de setembro de 2020;
- Saídas de capital de giro de cerca de R\$ 20 milhões nos próximos 12 meses;
- Capex de aproximadamente R\$ 360 milhões nos próximos 12 meses, incluindo tratamentos culturais e manutenção de entressafra, bem como a expansão do plantio e renovação de canaviais;
- Nenhuma distribuição de dividendos para os próximos anos.

Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Expectativa de cumprimento

A CMAA possui um colchão confortável de mais de 50% em 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 sobre EBITDA abaixo de 3x, patrimônio líquido sobre ativo acima de 20% e dívida líquida abaixo de R\$ 700 milhões.

Tabela de Classificação de Ratings

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Nacional Brasil	brAA-/Estável/--
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-portfolio	Neutra
Estrutura de capital	Neutra
Liquidez	Menos que adequada
Política financeira	Neutra
Administração e governança	Regular
Análise de ratings comparáveis	Neutra

Comunicado à Imprensa: Perspectiva do rating da Vale do Tijuco alterada para estável por redução esperada na alavancagem; rating 'brAA-' reafirmado

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

- [Princípios dos Ratings de Crédito](#), 16 de fevereiro de 2011.
- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018.
- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1 de julho de 2019.
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013.
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013.
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas](#), 13 de novembro de 2012.
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013.
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014.
- [Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1 de abril de 2019.
- [Principais Fatores de Crédito Para a Indústria do Agronegócio e de Alimentos Comoditizados](#), 29 de janeiro de 2015.

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 ALCÓOL S.A.		
<i>Rating de Crédito de Emissor</i>		
Escala Nacional Brasil	6 de setembro de 2018	3 de abril 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 \(seção de Revisão de Ratings de Crédito\)](#)
- [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 em "[Conflitos de Interesse — Instrução N° 521/2012, Artigo 16 XII](#)" seção em www.standardandpoors.com.br.

Faixa limite de 5%

A S&P Global Ratings Brasil publica em seu Formulário de Referência apresentado em http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/regulatory/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.

Comunicado à Imprensa: Perspectiva do rating da Vale do Tijuco alterada para estável por redução esperada na alavancagem; rating 'brAA-' reafirmado

Copyright © 2020 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, completude, 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 sites na www.standardandpoors.com (gratuito), e www.ratingsdirect.com e www.globalcreditportal.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.standardandpoors.com/usratingsfees.

Austrália

Standard & Poor's (Austrália) Pty. Ltd. conta com uma licença de serviços financeiros número 337565 de acordo com o Corporations Act 2001. Os ratings de crédito da Standard & Poor's e pesquisas relacionadas não tem como objetivo e não podem ser distribuídas a nenhuma pessoa na Austrália que não seja um cliente pessoa jurídica (como definido no Capítulo 7 do Corporations Act).