

Análise Detalhada

Vale do Tijuco Açúcar e Álcool S.A.

Data de publicação: 27 de setembro de 2019

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

Rating de Crédito de Emissor

Escala Nacional Brasil

brAA-/Estável/--

Destaques da Análise de Crédito

Resumo

Principais Pontos Fortes

Sólida eficiência operacional, com produtividade agrícola acima da média da região Centro-Sul do Brasil e vantagem logística no escoamento de açúcar por via ferroviária;

Elevada capacidade de cogeração de energia, uma fonte de EBITDA mais estável;

Alta flexibilidade para mudar o mix de produção de acordo com o ambiente de preços, e capacidade adequada de armazenamento;

Geração de fluxo de caixa operacional livre (FOCF – *free operating cash flow*) consistentemente positiva nos últimos anos.

Principais Riscos

Alta exposição à volatilidade intrínseca à indústria sucroalcooleira, incluindo preços de commodities, taxa de câmbio, política de preços de combustíveis da Petrobras e condições climáticas;

Limitada escala e diversificação geográfica, operando duas usinas no estado de Minas Gerais;

Liquidez menos que adequada.

Maiores investimentos devem afetar a geração de FOCF na safra corrente.

A Companhia Mineira de Açúcar e Alcool Participações (“CMAA”), holding que consolida as operações da Vale do Tijuco Açúcar e Alcool S.A. e Vale do Pontal Açúcar e Alcool Ltda., está investindo no aumento da capacidade de moagem na Usina Vale do Tijuco, que deverá atingir 4,5 milhões de toneladas na safra 2019/2020, e na Usina Vale do Pontal, que deverá ter sua capacidade ociosa reduzida nos próximos anos, bem como na instalação de capacidade de cogeração de energia nesta última. Isso deve reduzir a geração de FOCF abaixo de R\$ 30 milhões na safra corrente, aumentando significativamente a partir da próxima safra com o nível de investimentos mais perto do recorrente.

Tendência de desalavancagem gradual e fortalecimento da liquidez.

À medida que os investimentos madurem, resultando em um volume total de moagem perto de 7 milhões de toneladas e na consequente melhora da eficiência operacional, a empresa deve desalavancar gradualmente, especialmente a partir da safra 2020/2021, quando a geração de FOCF deve exceder R\$ 100 milhões por ano. Além disso, deve fortalecer sua posição de liquidez com a extensão de seu cronograma de vencimento de dívidas por meio de emissões de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs) no mercado de capitais local e de contratações de financiamentos bilaterais de mais longo prazo.

Perspectiva: Estável

A perspectiva estável reflete nossa expectativa de um crescimento gradual nos níveis de moagem devido às condições climáticas adequadas e ao *ramp-up* da Usina Vale do Pontal, com manutenção de FOCF positivo, apesar do maior investimento em expansão e dos baixos preços do açúcar. Esperamos que os índices ajustados de dívida bruta sobre EBITDA e geração interna de caixa (FFO – *funds from operations*) sobre dívida se aproximem de 2x e 40%, respectivamente, nos próximos anos, com fortalecimento gradual de sua posição de liquidez.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar o rating nos próximos 12 meses se a liquidez do grupo for pressionada por uma conjuntura adversa da indústria, incluindo condições climáticas que afetem a disponibilidade de cana-de-açúcar ou preços consistentemente baixos do açúcar e do etanol, resultando em geração negativa de caixa livre. Isso dificultaria o refinanciamento da dívida de curto prazo do grupo, que apresentaria um considerável deficit de fontes sobre usos de caixa. Dessa forma, seu rating poderia ser rebaixado em vários degraus. Nesse cenário, os índices ajustados de dívida sobre EBITDA e de FFO sobre dívida ficariam acima de 3x e abaixo de 30%, com geração negativa de FOCF, de forma consistente.

Cenário de elevação

Apesar de improvável nos próximos anos, poderíamos elevar o rating se o grupo continuasse diminuindo a capacidade ociosa da Usina Vale do Pontal, em meio a um cenário mais favorável de preços do açúcar, resultando em uma geração de caixa mais robusta. Ao mesmo tempo, o grupo lograria estender seus vencimentos de dívida mediante o acesso ao mercado de capitais local e refinanciamentos bancários, fortalecendo assim sua posição de liquidez, com um índice de fontes sobre usos de caixa acima de 1,2x, de forma consistente. Nesse cenário, os índices ajustados de dívida sobre EBITDA e de FFO sobre dívida se manteriam abaixo de 2x e de 45%, respectivamente, com FOCF sobre dívida acima de 10%.

Nosso Cenário-Base

| Premissas | Principais Métricas |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none">• Taxas de inflação no Brasil de 4% em 2019 e 2020, impactando os custos relacionados à mão de obra, como CCT (corte, carregamento e transporte), além dos custos industriais;• Taxa de câmbio média de R\$ 3,90/US\$1,00 em 2019 e R\$ 3,95/US\$1,00 em 2020;• Preço médio do açúcar VHP, já considerando a posição fixada da empresa, de R\$ 1.100 e R\$ 1.200 por tonelada nas safras 2019/2020 e 2020/2021, respectivamente, seguindo a curva futura do contrato NY#11 e a taxa de câmbio média nas próximas safras; | <ul style="list-style-type: none">• Dívida bruta sobre EBITDA em torno de 2,6x na safra 2019/2020 e 2,1x na safra 2020/2021, versus 3,0x em março de 2019;• FFO sobre dívida bruta de cerca de 28% na safra 2019/2020 e de 38% na safra 2020/2021, versus 24,3% em março de 2019;• FOCF sobre dívida bruta de cerca de 3% na safra 2019/2020 e aumentando para 13% na safra seguinte, versus 7,4% em março de 2019. |

- Preço médio do etanol anidro e hidratado de R\$ 1,95/litro e R\$ 2,10/litro na safra 2019/2020, respectivamente, variando conforme os preços internacionais do petróleo e a taxa de câmbio média nas próximas safras;
- Volume consolidado de moagem de cana-de-açúcar de quase 6 milhões de toneladas na safra 2019/2020 e 6,8 milhões de toneladas na safra 2020/2021, devido à maior disponibilidade de cana;
- Investimentos (capex) de aproximadamente R\$ 290 milhões na safra 2019/2020 e de R\$ 250 milhões na safra seguinte, incluindo tratos culturais e investimentos em maior produtividade agrícola e eficiência;
- Nenhuma distribuição de dividendos nas próximas safras;
- Ajustamos a dívida da empresa de forma a incluir as despesas com arrendamento de terras. Além de representar um aumento de cerca de R\$ 173 milhões ao endividamento reportado de quase R\$ 932 milhões ao final da safra 2018/2019, isso significa também um acréscimo de R\$ 40 milhões ao EBITDA da mesma safra.

Perfil de Risco de Negócios: Fraco

A CMAA opera duas usinas em Minas Gerais, com capacidade total de moagem de 7 milhões de toneladas de cana por safra atualmente. O grupo tem apresentado índices de produtividade agrícola, medidos em toneladas de ATR (açúcares totais recuperáveis) por hectare, de cerca de 11, acima da média de aproximadamente 10 da região Centro-Sul. Isso que garante uma disponibilidade de cana suficiente para que a Usina Vale do Tijuco opere em plena capacidade – cerca de 4,5 milhões de toneladas de cana por safra – e tem possibilitado à Usina Vale do Pontal um aumento gradual do volume de moagem, que atingiu cerca de 1,2 milhão de toneladas de cana na última safra e deve superar 1,5 milhões na safra corrente.

Em nossa visão, a pequena escala da CMAA e sua concentração geográfica em duas usinas, localizadas na mesma região do estado de Minas Gerais, aumentam sua potencial volatilidade de fluxo de caixa em relação a outros pares no setor, considerando os riscos climáticos e seu impacto na disponibilidade de matéria prima. Além disso, o grupo está exposto aos preços das commodities e à taxa de câmbio, o que é parcialmente mitigado por sua estratégia de hedge. Por outro lado, o grupo se beneficia da receita mais estável de seus ativos de cogeração de energia na Usina Vale do Tijuco e mais

recentemente na Usina Vale do Pontal, com contribuição para o EBITDA anual consolidado em torno de 10%-15%.

Apesar de pouco menos de 50% da cana ser proveniente de fornecedores, avaliamos o risco de disponibilidade de matéria-prima como baixo, pois cerca de metade da terra utilizada por seus fornecedores é subarrendada pelo próprio grupo, ao mesmo custo. Além disso, o estado de Minas Gerais define um raio de operação para cada usina, o que diminui a competição irracional pelo fornecimento de cana. O grupo também se beneficia do escoamento de grande parte de sua produção de açúcar VHP pela via ferroviária, já que a Usina Vale do Tijuco está localizada a apenas 16 km de um terminal ferroviário da VLI S.A., que transporta sua produção até o porto de Santos, melhorando o custo logístico.

Perfil de Risco Financeiro: Agressivo

Acreditamos que a empresa tende a recuperar gradualmente suas métricas de crédito ao longo dos próximos anos, com a redução da capacidade ociosa na Usina Vale do Pontal e os preços do etanol ainda remuneradores, além de alguma recuperação nos preços do açúcar, seguindo a curva futura do índice NY#11.

A empresa deve aumentar seu nível de investimentos na safra corrente para ampliar a capacidade de moagem na Usina Vale de Tijuco e continuar o processo de *ramp-up* da Usina Vale do Pontal, que inclui instalação de capacidade de cogeração na unidade. Além disso, deve investir em produtividade agrícola e eficiência em geral, resultando em FOCF ligeiramente positivo na safra corrente e mais robusto a partir da safra seguinte, com menores investimentos em expansão de capacidade.

Liquidez: Menos que Adequada

Avaliamos a liquidez da CMAA como menos que adequada, com um índice de fontes sobre usos de caixa ainda abaixo de 1,0x nos próximos 12 meses a partir de 30 de junho de 2019. Isso, por sua vez, reflete os altos investimentos intrínsecos à indústria e relacionados sobretudo à manutenção das operações, incluindo tratos culturais, e a significativa dívida de curto prazo, relacionada principalmente ao financiamento do capital de giro e ao carregamento de estoques para venda na entressafra. Ainda assim, consideramos uma necessidade de capital de giro sazonal de R\$ 50 milhões, cujo pico normalmente é atingido durante o terceiro trimestre do ano fiscal.

Principais Fontes de Liquidez

- R\$ 199,6 milhões de caixa e equivalentes em 30 de junho de 2019;
- FFO de cerca de R\$ 335 milhões nos próximos 12 meses.

Principais Usos de Liquidez

- Dívida de curto prazo de R\$ 231,8 milhões em 30 de junho de 2019;
- Saídas de capital de giro de cerca de R\$ 20 milhões nos próximos 12 meses;
- Capital de giro sazonal de R\$ 50 milhões;
- Capex de cerca de R\$ 280 milhões nos próximos 12 meses, incluindo tratos culturais e manutenção de entressafra;
- Nenhum pagamento de dividendos nos próximos anos.

Análise de Covenants

Expectativa de cumprimento

A CMAA possui um colchão confortável 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 sobre EBITDA abaixo de 3x, liquidez corrente acima de 0,8x, patrimônio líquido sobre ativo acima de 20% e dívida líquida abaixo de R\$ 700 milhões. O cálculo da dívida para efeitos de medição de *covenants* difere do nosso, já que consideramos a dívida bruta e ajustamos os compromissos de arrendamentos, bem como parte da dívida da Usina Canápolis, um ativo dos mesmos acionistas da CMAA, que é garantida por esta.

Influência do Grupo

O rating da Vale do Tijuco Açúcar e Alcool 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.

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

VALE DO TIJUCO AÇÚCAR E ÁLCOOL S.A.

| Ratings de Crédito de Emissor | |
|------------------------------------|--------------------|
| Escala Nacional Brasil | brAA-/Estável/-- |
| Risco de negócios | |
| Risco-país | Fraco |
| Risco da indústria | Moderadamente Alto |
| Posição competitiva | Intermediário |
| Risco financeiro | |
| Fluxo de caixa/Alavancagem | Fraca |
| Agressivo | |
| Agressivo | |
| Modificadores | |
| Diversificação/Efeito-portfólio | Neutra |
| Estrutura de capital | Neutra |
| Liquidez | Menos que adequada |
| Política financeira | Neutra |
| Administração e governança | Regular |
| Análise de ratings comparáveis | Neutra |
| Perfil de crédito de grupo | |
| Status da entidade dentro do grupo | brAA- Core |

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 de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Principais Fatores de Crédito Para a Indústria do Agronegócio e de Alimentos Comoditizados](#), 29 de janeiro de 2015
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [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 de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- ARQUIVADO: [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 19 de novembro de 2013
- ARQUIVADO: [Critério geral: Metodologia de rating de grupo](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009

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 COMERCIALIZIDADE, 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).