

Rating 'brA' atribuído à Agrovale; perspectiva estável

19 de agosto de 2021

Resumo da Ação de Rating

- A Agro Indústrias do Vale do São Francisco S.A. (Agrovale) é uma processadora de cana-de-açúcar brasileira que opera no estado da Bahia. As vantagens competitivas em seu modelo de negócios, como operar com cana e terra própria e ser a única produtora na região, e a baixa alavancagem mitigam apenas parcialmente os riscos relacionados a sua pequena escala, aos gastos com irrigação, à volatilidade de preços do açúcar e etanol, e a sua liquidez menos que adequada.
- Em 19 de agosto de 2021, a S&P Global Ratings atribuiu seu rating de crédito de emissor de longo prazo 'brA' na Escala Nacional Brasil à Agrovale.
- A perspectiva estável indica nossa expectativa de que a empresa manterá uma geração de caixa operacional livre (FOCF - *free operating cash flow*) positiva nos próximos anos, graças aos preços bastante favoráveis do açúcar e etanol, combinados com uma abordagem conservadora para investimentos. Além disso, esperamos que a empresa alongue gradualmente o prazo médio de vencimento de suas dívidas, melhorando o colchão de liquidez.

Fundamento da Ação de Rating

Baixa escala e alta concentração geográfica limitam o rating. A Agrovale opera com baixa escala em uma única usina no estado da Bahia, com capacidade de moagem de 2,2 milhões de toneladas de cana-de-açúcar. Apesar da produtividade agrícola acima da média (excedendo 100 toneladas de cana por hectare) graças à sua capacidade de irrigação, à alta incidência solar e ao baixo uso de colheita mecanizada, os altos custos com a irrigação prejudicam sua eficiência de custos. Em nossa visão, a Agrovale apresenta vantagens competitivas importantes, como a operação 100% em terras próprias e o fato de ser a única produtora da região e estar presente em um estado importador de açúcar e de etanol, o que beneficia a comercialização de seus produtos. Isso lhe proporciona preços médios mais altos comparado a outras empresas que avaliamos no setor, devido aos prêmios logísticos para o etanol e às isenções fiscais, além da estratégia comercial da Agrovale com foco no varejo regional com o açúcar cristal. Contudo, esses fatores não são suficientes para compensar sua escala limitada e baixa diversificação vis-à-vis as de outras processadoras de cana-de-açúcar no Brasil.

Histórico de baixa alavancagem, mas geração de fluxo de caixa operacional livre positivo é limitada. A Agrovale tem mantido historicamente uma baixa alavancagem, o que esperamos que se conserve nos próximos anos, dado o cenário favorável da indústria e a política financeira conservadora da empresa. Projetamos seu índice ajustado de dívida bruta sobre EBITDA em cerca de 1,0x em 2021, versus 1,4x em 2020. No entanto, a empresa só registrou geração de FOCF positivo nas últimas duas safras, dada sua alta necessidade de investimento em tratamentos culturais, mas favorecida pelo cenário de preços. Para 2021 e 2022, projetamos geração de FOCF positivo,

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

com os investimentos próximos aos níveis de manutenção e preços recordes de açúcar e etanol em reais, com cerca de 30% já fixado para a safra corrente e de 10% para a próxima.

Apesar da abordagem prudente, liquidez segue menos que adequada. Apesar da concentração de vencimentos no curto prazo relacionados a capital de giro para carregamento de estoques, esperamos que a Agrovale mantenha uma abordagem prudente de liquidez. Uma estrutura de capital mais confortável em base consistente, com alongamento do prazo dos vencimentos dos próximos dois anos e manutenção de um colchão folgado para cumprir com os *covenants* – o que esperamos que ocorra gradualmente nos próximos anos –, poderiam beneficiar a qualidade de crédito da Agrovale.

Perspectiva

A perspectiva estável indica nossa expectativa de que a Agrovale continuará se beneficiando dos altos preços do açúcar e do prêmio logístico sobre seus preços do etanol. Esse cenário, combinado aos investimentos próximos ao nível de manutenção, resultará em uma geração de FOCF positivo de cerca de R\$ 50 milhões nos próximos dois anos e manutenção da dívida bruta ajustada sobre EBITDA em torno de 1,0x.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar o rating nos próximos 12 a 18 meses se o desempenho operacional da Agrovale se enfraquecer devido a uma maior capacidade ociosa e a condições de mercado mais fracas, reduzindo os preços do açúcar e etanol ou restringindo o acesso a crédito. Nesse contexto, sua posição de liquidez poderia piorar rapidamente e dificultar o refinanciamento das dívidas de curto prazo, pressionando a estrutura de capital. Um rebaixamento seria possível também se a empresa almejasse um ritmo de crescimento agressivo, aumentando os investimentos em expansão financiados por dívidas, resultando em geração de FOCF consistentemente negativo.

Cenário de elevação

Uma ação de rating positiva nos próximos 12 a 18 meses será possível caso a empresa mantenha um histórico de geração de FOCF positivo, mantendo a baixa alavancagem e melhorando gradualmente a estrutura de capital e liquidez, mesmo em períodos de preços mais baixos e maiores investimentos. Nesse cenário, veríamos uma melhora em sua eficiência operacional por meio de um custo-caixa mais competitivo, o que contribuiria para uma maior geração de caixa, além de um refinanciamento constante de suas dívidas, preservando um perfil de vencimento suave para os próximos anos.

Descrição da Empresa

A Agro Indústrias do Vale do São Francisco S.A. é uma processadora de cana-de-açúcar que opera uma usina no estado da Bahia, na região Nordeste do país. A empresa foi fundada em 1972 na cidade de Juazeiro e sua primeira safra foi em 1980. Por estar localizada no semiárido brasileiro, possui uma plantação totalmente irrigada, opera com 100% de cana e terra própria e é a única produtora na região.

A Agrovale tem como acionistas controladores a São Francisco Administração e Participações S.A. e a Control Administração e Participações S.A. O Grupo São Francisco operava usinas na região de Pernambuco na década de 1950 e enfrentou adversidades em função da topografia, solo e condições climáticas da região. A Control, por sua vez, é acionista há mais de 40 anos e vem de uma empresa especializada no desenvolvimento de usinas no Brasil. A Control mapeou condições

favoráveis para construir uma usina próxima à região do Vale do São Francisco, o que deu origem à parceria e à fundação da Agrovale. A empresa registrou receita de R\$ 343 milhões e EBITDA de R\$ 235 milhões em 2020.

Nosso Cenário de Caso-Base

Premissas:

- Inflação média no Brasil de cerca de 7,0% em 2021 e 4,4% em 2022, afetando as despesas gerais, incluindo custos com insumos e mão de obra (colheita, transporte e custos industriais);
- Taxa de câmbio média de R\$ 5,30/US\$1,00 em 2021 e R\$ 5,35/US\$1,00 em 2022;
- Preços internacionais do petróleo Brent de cerca de US\$65 por barril em 2021 e US\$60 por barril em 2022;
- Preço médio líquido do açúcar cristal pouco acima de R\$ 2.300 por tonelada em 2021, variando de acordo com os preços futuros do açúcar NY#11 e taxa de câmbio;
- Preços médios do etanol hidratado e anidro perto de R\$ 2,2 e R\$ 2,4 por litro na safra corrente, respectivamente, e aumentando nas safras seguintes conforme os preços internacionais do petróleo e a taxa média de câmbio;
- Volumes totais de moagem de quase 1,9 milhão de toneladas de açúcar em 2021 e 2022;
- Investimentos de quase R\$ 200 milhões na safra corrente, permanecendo estável nas próximas safras, principalmente relacionado a tratamentos culturais;
- Distribuição de dividendos de 25% do lucro líquido da safra anterior.

Principais métricas:

- Dívida sobre EBITDA de cerca de 1,0x nos próximos dois anos, comparado a 1,4x em 2020;
- Geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida de cerca de 100% nos próximos dois anos, versus 69,7% em 2020;
- FOCF de cerca de R\$ 50 milhões em 2021 e 2022, ante R\$ 43,1 milhões em 2020.

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Agrovale como menos que adequada. Suas fontes de caixa são suficientes para cobrir os usos nos próximos 12 meses a partir de junho de 2021, considerando a emissão de debêntures com garantia firme. Além disso, esperamos que a empresa apresente uma geração de caixa mais forte este ano, permitindo-lhe fazer frente às suas necessidades de capital de giro e investimentos. Esperamos ainda que a Agrovale reduza a posição de caixa e o montante de dívida de curto prazo na mesma proporção no próximo ano, portanto sem afetar sua posição de liquidez, e que continue alongando seu perfil de endividamento.

Principais fontes de liquidez:

- Posição de caixa de R\$ 80,3 milhões em junho de 2021;
- Geração de caixa operacional após pagamento de juros de cerca de R\$ 250 milhões ao longo dos próximos 12 meses;
- Emissão de debênture com garantia firme de R\$ 120 milhões, com depósito em garantia de 15%.

Principais usos de liquidez:

- Posição de dívida de curto prazo de R\$ 133,2 milhões em junho de 2021;
- Saídas de capital de giro, incluindo a necessidade de capital de giro sazonal, de cerca de R\$ 25 milhões nos próximos 12 meses;
- Capex de cerca de R\$ 195 milhões nos próximos 12 meses;
- Distribuição de dividendos de 25% do lucro líquido do exercício anterior.

Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Os *covenants* de aceleração de dívida da Agrovale, medidos em dezembro de cada ano, são:

- Liquidez corrente acima de 1,2x;
- Dívida líquida sobre EBITDA inferior a 2,0x em suas debêntures;
- Dívida líquida sobre EBITDA superior a 2,75x na emissão de sua Cédulas de CPFR.

Estimamos que a empresa cumprirá com folga superior a 70% a cláusula mais restritiva de seus *covenants* na próxima medição em dezembro de 2021, e com folga ainda maior nos anos posteriores.

Fatores Ambientais, Sociais e de Governança (*ESG – Environmental, Social, and Governance*)

Um dos fatores que contribuem para os altos índices de produtividade agrícola da Agrovale é sua colheita em grande parte ainda manual, incluindo a queima do canavial. Apesar da gerar mais empregos e o número de funcionários favorecer sua relação com a comunidade, entendemos que esse fator representa um importante risco social e ambiental para a região onde opera. Ainda, em nossa opinião, uma maior regulamentação dessa prática representaria um potencial risco para as operações da Agrovale, podendo resultar em custos com mecanização e menor produtividade agrícola. Em termos de governança, vemos como pontos fracos a falta de independência do conselho de administração e a inexistência de políticas financeiras formais de caixa mínimo, distribuição de dividendos e alavancagem, embora a empresa monitore esses índices constantemente e baseie a tomada de decisões de acordo com seu fluxo de caixa.

Tabela de Classificação de Ratings

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Nacional Brasil	brA/Estável/--
Risco de negócios	Vulnerável
Risco-país	Moderadamente Alto
Risco da indústria	Intermediário
Posição competitiva	Vulnerável
Risco financeiro	Significativo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfólio	Neutro
Estrutura de capital	Neutra
Liquidez	Menos que adequada
Política financeira	Neutra
Administração e governança	Regular
Análise de ratings comparáveis	Negativa

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

- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1 de julho de 2019.
- [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 | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1 de abril de 2019.
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013.
- [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.
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas](#), 13 de novembro de 2012.

Artigo

- [Definições de Ratings da S&P Global Ratings](#)

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 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 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/usratingfees.

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