

Análise Detalhada

VLI Multimodal S.A.

Ultrafértil S.A.

26 de janeiro de 2024

Resumo de Classificação de Ratings



Analista principal

Victor Soriani
São Paulo
55 (11) 3039-9744
victor.soriani@spglobal.com

Contato analítico adicional

Luísa Vilhena
São Paulo
55 (11) 3039-9727
luisa.vilhena@spglobal.com

Rating de Crédito de Emissor

VLI Multimodal S.A.	
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Ultrafértil S.A.	
Escala Nacional Brasil	brAA/Estável/--

Destaques da Análise de Crédito

Resumo

Principais pontos fortes	Principais riscos
Malha ferroviária localizada em região com volume significativo de cargas e baixa concorrência, integrada com serviços portuários.	Elevado nível de investimentos (capex) para expansão de capacidade no setor.
Capacidade de aumento da utilização dos serviços do grupo, dado o gargalo logístico do país.	Concentração geográfica no Brasil.
Diversificação das cargas transportadas, resultando em baixa concentração por clientes.	

A qualidade de crédito da VLI Multimodal reflete aquela da VLI. Nossa análise baseia-se nos números consolidados da VLI S.A. (VLI), dado que a VLI Multimodal S.A. (VLI Multimodal) e suas subsidiárias representam a totalidade das operações e da geração de caixa do grupo. Apesar das subsidiárias da VLI Multimodal contarem com emissões de dívida próprias, seu caixa e suas dívidas são operados de maneira consolidada, através de uma tesouraria única, inclusive contando com garantias da controladora. Apesar da Ultrafertil representar uma parcela pequena da receita total do Grupo VLI, acreditamos que o potencial de crescimento de suas operações, aliado à gestão integrada do grupo, a torna altamente estratégica para o grupo, o que resulta em uma pequena diferença no nível de rating da subsidiária.

Projetamos crescimento de volumes para a VLI em 2024, apesar da expectativa de queda na produção de grãos no Brasil. A projeção publicada em 10 de janeiro de 2024 da Companhia Nacional de Abastecimento (Conab) indica expectativa de queda de 4,2% na produção de grãos para a safra 2023/24, totalizando 306 milhões de toneladas, incluindo queda de cerca de 11% na produção de milho, parcialmente compensada por um crescimento esperado de 3,6% para soja, em meio a incertezas climáticas decorrentes do El Niño. Apesar disso, esperamos que a VLI continue se beneficiando do crescimento da produção de soja e da demanda do setor agrícola em geral, que ainda é superior à capacidade de transporte da companhia. Além disso, a diversificação de cargas transportadas pela companhia mitiga riscos de volatilidade. O transporte de grãos representa atualmente cerca de 45% das receitas da empresa, mas a empresa conta também com contratos de longo prazo nos setores de siderurgia, mineração, celulose, entre outros. Nesse sentido, projetamos crescimento anual do volume transportado pela VLI de cerca de 3% em 2024, resultando em uma receita líquida de aproximadamente R\$ 9,6 bilhões em 2024, *versus* nossa expectativa de cerca de R\$ 9 bilhões em 2023.

Fortes aumentos de preços nos últimos anos resultaram em margens mais elevadas. A VLI reportou margem EBITDA de cerca de 51% nos nove meses findos em 30 de setembro de 2023, *versus* 43% no mesmo período de 2022. Além do crescimento de cerca de 4% nas operações ferroviárias no período, a margem foi fortemente beneficiada pelos investimentos em melhorias operacionais e pela criação de novos produtos e soluções logísticas nos últimos três anos, que resultaram em aumento de preço médio de cerca de 17% nas operações ferroviárias.

A partir de 2024, esperamos que os contratos da empresa atrelados à variação do preço do diesel e da inflação possibilitem que a empresa mantenha rentabilidade estável, resultando em margem EBITDA ainda em torno de 50%. Esperamos geração de EBITDA de cerca de R\$ 4,8 bilhões em 2024 e R\$ 4,9 bilhões em 2025 ante nossa expectativa de cerca de R\$ 4,5 bilhões em 2023.

Ainda não consideramos a renovação antecipada da Ferrovia Centro-Atlântica (FCA) em nosso cenário-base. A renovação por mais 30 anos da maior concessão ferroviária da VLI, que expira em 2026, implicaria na antecipação de um novo ciclo de investimentos, mas também em maior previsibilidade no longo prazo. Como ajustamos as outorgas de concessões em nossos cálculos de dívida, a provável renovação da concessão da FCA ainda em 2024 poderia resultar em uma maior alavancagem ajustada do grupo. De acordo com os últimos números divulgados pela Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT), a renovação implicaria no pagamento de uma outorga de R\$ 3,3 bilhões e em investimentos de cerca de R\$ 13,82 bilhões ao longo de 30 anos. No entanto, na renovação da MRS concluída no ano passado, houve substituição de grande parte do valor da outorga por investimentos obrigatórios na concessão. Se a renovação da FCA ocorresse de forma semelhante, provavelmente veríamos um pequeno impacto no endividamento ajustado no curto prazo, mas considerariamos os investimentos como futuras saídas de caixa em nossa projeção, financiados com novas dívidas. Além disso, os valores de outorga podem sofrer alterações caso o modelo final da renovação inclua mais devoluções de trechos que implicam pagamentos de indenizações.

O andamento do processo de renovação depende do início e da conclusão do estágio da audiência pública. Uma vez concluído esse estágio, a conclusão da renovação ainda dependeria de nova análise por parte da ANTT e do Tribunal de Contas da União (TCU). Portanto, não a incorporamos em nosso cenário-base devido às incertezas relativas ao prazo de conclusão do processo, bem como os termos e valores finais.

Perspectiva

A perspectiva estável dos ratings da VLI Multimodal e da Ultrafértil indica nossa expectativa de que o grupo manterá baixo nível de endividamento nos próximos anos em meio a crescimento gradual de receitas e geração de caixa.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar os nossos ratings do grupo VLI nos próximos 12-18 meses se a empresa entrar em um ciclo agressivo de investimentos que deteriore suas métricas de crédito. Nesse cenário, levaríamos em conta também o risco de execução dos novos projetos. Dessa forma, a dívida ajustada sobre EBITDA ficaria acima de 4,0x e a geração interna de caixa (FFO – *funds from operations*) sobre dívida abaixo de 20% de forma consistente, com fluxo de caixa operacional livre (FOCF – *free operating cash flow*) negativo.

Cenário de elevação

Uma elevação do nosso rating da Ultrafértil é improvável, pois dependeria de uma alteração da nossa avaliação da importância da subsidiária para o grupo VLI, de altamente estratégica para *core*.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- Crescimento do PIB brasileiro de 1,5% em 2024 e 1,9% em 2025;
- Inflação média no Brasil de cerca de 3,6% em 2024 e 3,7% em 2025, impactando custos que serão repassados às tarifas posteriormente;

- Preço do Brent de US\$85/barril em 2024 e 2025, resultando em certa estabilidade nos custos de combustível que também são repassados às tarifas;
- Taxa média de juros de cerca de 10% em 2024 e 9% em 2025, *versus* 13% em 2023, afetando despesas financeiras e custos de novas dívidas;
- Volumes de transporte ferroviário e de atividades portuárias aumentando cerca de 3% em 2024 e permanecendo estáveis a partir de 2025. O crescimento em 2024 reflete principalmente a expectativa de aumento da safra de soja, além dos volumes de cargas, industriais e de siderurgia já contratados;
- Capex anual estimado em cerca de R\$ 2,2 bilhões nos próximos anos; e
- Não consideramos distribuição de dividendos em 2024 em diante devido a prejuízos acumulados e nossa expectativa de uso de caixa para pagamento de dívida nos próximos anos.

Principais Métricas

Grupo VLI – Resumo das projeções

R\$ milhões	2021R	2022R	2023P	2024E	2025P	2026P	2027P
Receita	6.467	7.645	9.002	9.645	9.962	10.265	10.539
EBITDA (reportado)	2.957	3.222	4.526	4.847	4.938	5.060	5.132
(+/-) Outros	(183)	9	--	--	--	--	--
EBITDA	2.773	3.231	4.526	4.847	4.938	5.060	5.132
(-) Juros-caixa pagos	(554)	(750)	(845)	(723)	(687)	(557)	(518)
(-) Imposto-caixa pago	(78)	(24)	(295)	(411)	(452)	(508)	(559)
Geração interna de caixa (FFO - <i>funds from operations</i>)	2.141	2.457	3.386	3.712	3.799	3.995	4.056
Despesa com juros	684	876	845	723	687	557	518
Fluxo de caixa operacional (OCF - <i>operating cash flow</i>)	2.466	2.750	3.691	3.832	4.153	4.359	4.556
Investimentos (capex)	1.587	1.916	2.204	2.272	2.156	2.232	2.310
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - <i>free operating cash flow</i>)	880	834	1.487	1.560	1.997	2.127	2.246
Dividendos	13	20	13	--	--	--	--
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i>)	866	814	1.474	1.560	1.997	2.127	2.246
Dívida (reportada)	10.049	9.760	9.516	8.516	6.716	5.716	5.716
(+) Passivos de arrendamentos	2.714	2.158	1.683	1.515	1.515	1.515	1.515
(-) Caixa acessível e investimentos líquidos	(2.740)	(2.510)	(2.998)	(2.844)	(2.452)	(2.991)	(4.648)
Dívida	10.023	9.409	8.201	7.187	5.779	4.240	2.583
Patrimônio líquido	8.364	6.283	7.029	8.169	9.422	10.831	12.381
Caixa e investimentos de curto prazo (reportados)	2.740	2.510	2.998	2.844	2.452	2.991	4.648
Índices ajustados							
Dívida/EBITDA (x)	3,6	2,9	1,8	1,5	1,2	0,8	0,5
FFO/dívida (%)	21,4	26,1	41,3	51,7	65,7	94,2	157,0
Cobertura de juros caixa pelo FFO (x)	4,9	4,3	5,0	6,1	6,5	8,2	8,8
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	4,1	3,7	5,4	6,7	7,2	9,1	9,9

OCF/dívida (%)	24,6	29,2	45,0	53,3	71,9	102,8	176,4
FOCF/dívida (%)	8,8	8,9	18,1	21,7	34,6	50,2	87,0
DCF/dívida (%)	8,6	8,7	18,0	21,7	34,6	50,2	87,0
Crescimento anual da receita (%)	15,8	18,2	17,7	7,1	3,3	3,0	2,7
Margem EBITDA (%)	42,9	42,3	50,3	50,3	49,6	49,3	48,7
Retorno sobre capital (%)	3,0	(1,5)	15,2	16,9	16,9	17,8	19,1

*Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings, exceto se apresentado como reportado. R: Realizado. E: Estimado. P: Projetado

Redução nos níveis de endividamento nos próximos anos. Esperamos que o crescente EBITDA da companhia nos próximos anos mantenha a geração de fluxo de caixa livre positiva em um cenário de investimentos controlados e nenhuma distribuição de dividendos. Esperamos que a VLI utilize parte dessa geração de caixa livre para amortizar parte da sua dívida nos próximos anos. Com isso, projetamos dívida líquida sobre EBITDA de cerca de 1,5x em 2024, *versus* 1,8x em 2023, e FFO sobre dívida de cerca 50% em 2024, ante cerca de 40% em 2023.

Descrição da Empresa

O grupo VLI oferece serviços de logística por meio de seus terminais integrados e concessões de serviços de ferrovia e portos. O grupo opera parte das ferrovias Norte-Sul (FNS) e Centro-Atlântica (FCA), compreendendo um total de 8 mil quilômetros de ferrovias, que passam pelas regiões Norte, Nordeste, Sudeste e Centro-Oeste do Brasil. Os terminais portuários operados pelo grupo são: PECEM, Terminal de Granéis Líquidos (ES), Terminal de Produtos Diversos (ES), Terminal Praia Mole (ES), Terminal Marítimo Inácio Barbosa (SE), Terminal Portuário São Luís (MA) e o Terminal Integrador Portuário Luiz Antônio Mesquita (TIPLAM - SP).

A Ultrafertil, subsidiária do grupo VLI, é responsável pela operação do Terminal Integrador Portuário Luiz Antonio Mesquita (TIPLAM), localizado em Santos, no estado de São Paulo. As atividades da empresa consistem em carregamento, armazenagem e embarque de cargas. A Ultrafertil representa uma fatia reduzida de cerca de 10% da receita total do grupo VLI.

A Ultrafertil é controlada pela VLI Multimodal, que detém participação de 86% no capital da empresa. A Vale S.A. e a Mosaic Fertilizantes detêm o restante do capital, com participações de 13% e 1%, respectivamente.

Vencimentos de Dívida

Durante 2023, a VLI refinanciou grande parte da sua dívida de curto prazo, reduzindo-a para cerca de R\$ 1,5 bilhão em setembro de 2023 *versus* R\$ 2,5 bilhões em março do mesmo ano.

Em 30 de setembro de 2023, a empresa reportou vencimentos de dívida:

- Próximos 12 meses: R\$ 1,54 bilhão
- Entre 12 e 24 meses: R\$ 2,96 bilhões
- Entre 24 e 36 meses: R\$ 2,91 bilhões
- Entre 36 e 48 meses: R\$ 211 milhões
- Entre 48 e 60 meses: R\$ 1,32 bilhão
- Acima de 60 meses: R\$ 77 milhões

Grupo VLI – Resumo Financeiro

Fim do período

-- Ano fiscal findo em 31 de dezembro de --

Período de reporte	2022	2021	2020	2019	2018
Moeda	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Receitas	7.645,1	6.467,1	5.585,8	5.264,5	4.953,5
EBITDA	3.231,2	2.773,2	2.461,1	2.354,9	2.294,3
Geração interna de caixa (FFO - <i>funds from operations</i>)	2.457,1	2.141,0	1.914,8	1.663,6	1.646,7
Despesas com juros	875,7	683,5	657,3	689,6	653,5
Juros-caixa pagos	750,1	554,4	508,8	568,7	564,4
Fluxo de caixa operacional (OCF - <i>operating cash flow</i>)	2.750,3	2.466,4	2.436,6	1.759,3	1.323,7
Investimentos (capex)	1.916,2	1.586,9	1.498,9	1.525,8	1.687,8
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - <i>free operating cash flow</i>)	834,1	879,5	937,6	233,4	(364,2)
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i>)	814,0	866,4	892,0	133,7	(438,3)
Caixa e investimentos de curto prazo	2.510,0	2.739,9	1.957,9	1.805,8	1.633,5
Dívida	9.408,7	10.022,8	10.010,0	9.693,1	7.892,6
Patrimônio líquido	6.282,8	8.364,4	8.562,6	8.651,4	9.084,9
Índices ajustados					
Margem EBITDA (%)	42,3	42,9	44,1	44,7	46,3
Retorno sobre capital (%)	(1,5)	3,0	3,4	4,1	6,1
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	3,7	4,1	3,7	3,4	3,5
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	4,3	4,9	4,8	3,9	3,9
Dívida/EBITDA (x)	2,9	3,6	4,1	4,1	3,4
FFO/dívida (%)	26,1	21,4	19,1	17,2	20,9
OCF/dívida (%)	29,2	24,6	24,3	18,1	16,8
FOCF/dívida (%)	8,9	8,8	9,4	2,4	(4,6)
DCF/dívida (%)	8,7	8,6	8,9	1,4	(5,6)

Reconciliação dos valores reportados pelo Grupo VLI com os montantes ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ milhões)

	Dívida	Patrimônio líquido	Receita	EBITDA	Lucro operacional	Despesas de juros	EBITDA ajustado pela S&PGR	Fluxo de caixa operacional	Dividendos	Capex
	9.012,4	6.840,5	8.700,4	4.175,2	488,8	951,8	4.157,9	4.711,4	17,0	2.067,5
Ajustes da S&P Global Ratings										
Impostos-caixa pagos	--	--	--	--	--	--	(82,8)	--	--	--
Juros-caixa pagos	--	--	--	--	--	--	(846,6)	--	--	--
Passivos de arrendamentos reportados	1.691,6	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Caixa acessível e investimentos líquidos	(2.783,4)	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Resultado (despesas) de empresas não consolidadas	--	--	--	1,8	--	--	--	--	--	--
Receitas (despesas) não operacionais	--	--	--	--	328,1	--	--	--	--	--
Reclassificação de juros e fluxos de caixa de dividendos	--	--	--	--	--	--	--	(846,6)	--	--
Participação de não controladores/Participação minoritária	--	191,6	--	--	--	--	--	--	--	--
EBITDA: Ganhos/(Perdas) com venda de imobilizado (PP&E)	--	--	--	(19,1)	(19,1)	--	--	--	--	--
Capital de giro: Derivativos	--	--	--	--	--	--	--	(291,8)	--	--
OCF: Derivativos	--	--	--	--	--	--	--	291,8	--	--
Ajustes totais	(1.091,8)	191,6	0,0	(17,3)	309,0	0,0	(929,4)	(846,6)	0,0	0,0
Ajustes da S&P Global Ratings	Dívida	Patrimônio líquido	Receita	EBITDA	EBIT	Despesas de juros	FFO	OCF	Dividendos	Capex
	7.920,6	7.032,2	8.700,4	4.157,9	797,8	951,8	3.228,5	3.864,8	17,0	2.067,5

Liquidez

Avaliamos a liquidez da VLI como adequada. Esperamos fontes de caixa sobre usos acima de 1,5x nos 12 meses a partir de 30 de setembro de 2023 e que as fontes líquidas sigam positivas mesmo se o EBITDA cair 15% em relação ao nosso cenário-base. A empresa vem mantendo uma posição de caixa robusta nos últimos anos, que, em conjunto com a sua crescente geração de caixa esperada, será suficiente para fazer frente às necessidades de capex e capital de giro. Além disso, esperamos que a empresa mantenha uma gestão de risco prudente em relação à liquidez, dado o seu acesso à captação de recursos (*funding*) de longo prazo. Por outro lado, acreditamos que a VLI teria capacidade limitada para absorver eventos de baixa probabilidade e alto impacto sem necessidade de refinanciamento.

Principais fontes de liquidez	Principais usos de liquidez
<ul style="list-style-type: none">– Posição de caixa de aproximadamente R\$ 2,8 bilhões em 30 de setembro de 2023;– FFO projetado de cerca de R\$ 3,1 bilhões nos próximos 12 meses a partir de 30 de setembro de 2023; e– Recursos provenientes da 4ª emissão de debêntures da VLI Multimodal emitida em outubro de 2023 no montante de R\$ 1 bilhão.	<ul style="list-style-type: none">– Dívida de curto prazo de R\$ 1,5 bilhão em 30 de setembro de 2023;– Capex de manutenção e expansão de cerca R\$ 2,2 bilhões nos 12 meses a partir de 30 de setembro de 2023;– Necessidades de capital de giro de R\$ 90 milhões nos 12 meses a partir de 30 de setembro de 2023; e– Uso de parte dos recursos da emissão de debêntures da VLI Multimodal para amortizar cerca de R\$ 500 milhões de uma linha de dívida NCE na própria subsidiária.

Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Exigências

O grupo está sujeito a *covenants* financeiros na maior parte de suas dívidas. O cálculo dos *covenants* difere de nosso cálculo de alavancagem ajustada, pois não inclui obrigações com arrendamentos e concessões.

Expectativa de cumprimento

Esperamos que o grupo mantenha um colchão de cerca de 60-75% para o EBITDA em seu *covenant* financeiro mais restritivo, que requer um índice de dívida líquida sobre EBITDA abaixo de 3,5x. Também esperamos uma ampla folga no *covenant* que exige patrimônio líquido sobre ativo total acima de 0,25x.

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

Os fatores ESG não têm influência relevante em nossa análise de rating de crédito da VLI Multimodal e da Ultrafertil. O grupo visa reduzir o consumo de água e as emissões de gases de efeito estufa (GEE) por tonelada transportada em 20% e 15%, respectivamente, e a frequência de acidentes com afastamento para 0,5% até 2030. Além disso, também pretende alcançar 30% de mulheres em cargos de alta liderança até 2025, entre outras iniciativas.

Influência do Grupo

O grupo VLI detém o controle estratégico da VLI Multimodal e da Ultrafertil, além de garantir todas as dívidas de ambas as empresas. Em nossa visão, o grupo forneceria suporte à VLI Multimodal em qualquer situação de necessidade, uma vez

que esta representa a totalidade das operações e da geração de caixa do grupo. Por esse motivo, consideramos a VLI Multimodal como uma subsidiária core à VLI S.A.

Quanto à Ultrafertil, a vemos como uma subsidiária altamente estratégica para o grupo, pois consideramos o suporte do grupo como provável em quase todos os cenários de necessidade da subsidiária. Isso reflete nossa visão de que, apesar das receitas da Ultrafertil representarem uma pequena parcela das receitas consolidadas, suas operações são integradas aos serviços logísticos da VLI, além do grupo garantir todas as suas dívidas.

Ratings de Emissão – Análise de Recuperação

Ratings de emissão

	Valor da emissão	Vencimento	Rating de emissão	Rating de recuperação
VLI Multimodal S.A.				
3ª emissão de debêntures	R\$ 1 bilhão	Novembro de 2028	brAAA	3(65%)
Ultrafertil S.A.				
1ª emissão de debêntures	R\$ 115 milhões	Junho de 2027	brAA	3(65%)
Ferrovias Centro Atlântica S.A.				
1ª emissão de debêntures	R\$ 600 milhões	Junho de 2026	brAAA	3(65%)

Principais fatores analíticos

- Os ratings das emissões de debêntures *senior unsecured* da VLI Multimodal, da Ultrafertil e da FCA, estão no mesmo nível do rating de crédito de emissor da VLI Multimodal, refletindo o rating de recuperação '3' dessas emissões, que indica nossa expectativa de uma recuperação aproximada de 65% para os credores em um cenário de default simulado.
- A avaliação de recuperação das emissões de debêntures da Ultrafertil e da FCA baseia-se nos números consolidados da VLI, uma vez que ambas as dívidas são garantidas pela controladora.
- Nosso cenário simulado de default considera uma combinação de fatores, como altas taxas de inadimplência na carteira de contratos da VLI, pressão de custos e aumento significativo nas taxas de juros.
- Avaliamos a VLI com base no princípio de continuidade de suas operações (*going-concern*), pois consideramos que a empresa seria reestruturada em um cenário de default, gerando maior valor para os credores.
- Para avaliá-la, aplicamos um múltiplo de 5,5x ao seu EBITDA de emergência projetado, alinhado com outros pares da indústria. Após aplicar o múltiplo, chegamos ao valor da empresa (EV – *enterprise value*) de R\$ 8,7 bilhões.

Default simulado e premissas de avaliação

- Ano simulado de default: 2029
- EBITDA no ano de default: R\$ 1,6 bilhão
- Múltiplo do EBITDA: 5,5x

Estrutura de prioridade de pagamentos (*waterfall*)

- EV líquido após 5% de despesas administrativas: R\$ 8,3 bilhões
- Dívidas nas subsidiárias da VLI Multimodal (incluindo debêntures da FCA e da Ultrafertil): R\$ 2,7 bilhões

VLI Multimodal S.A. e Ultrafertil S.A.

- Dívidas *senior secured* na VLI Multimodal: R\$ 780 milhões (principalmente BNDES)
- Dívidas *senior unsecured* na VLI Multimodal e Salus: R\$ 6,6 bilhões
- Expectativa de recuperação para as debêntures da Ultrafertil, VLI Multimodal e FCA: 50%-70% (estimativa arredondada: 65%)

*Todos os montantes de dívida incluem seis meses de juros pré-petição.

Tabela de Classificação de Ratings

VLI Multimodal S.A.

Rating de crédito de emissor na Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Risco de negócio	Regular
Risco-país	Moderadamente Alto
Risco da indústria	Baixo
Posição competitiva	Regular
Risco financeiro	Significativo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutro
Estrutura de capital	Neutra
Política financeira	Neutra
Liquidez	Adequada
Administração e governança	Neutra
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.spglobal.com/ratings para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site www.capitaliq.com. Todos os ratings mencionados neste relatório são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em www.spglobal.com/ratings.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Metodologia: Avaliações de classificação de jurisdições](#), 20 de janeiro de 2016.
- [Critério de avaliação de garantias](#), 21 de outubro de 2016.
- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016.
- [Princípios ambientais, sociais e de governança nos ratings de crédito](#), 10 de outubro de 2021.
- [Princípios dos Ratings de Crédito](#), 16 de fevereiro de 2011.
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas](#), 7 de janeiro de 2024.
- [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.
- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1 de julho de 2019.
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 7 de janeiro de 2024.
- [Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1 de abril de 2019.

Copyright © 2024 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 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 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.