

Fitch Atribui Rating ‘AA(exp)(bra)’ à Proposta de 2ª Emissão de Debêntures da Entrevias

Fitch Ratings - São Paulo, 17 de janeiro de 2018: A Fitch Ratings atribuiu, hoje, Rating Nacional de Longo Prazo ‘AA(exp)(bra)’ à proposta de segunda emissão de debêntures da Entrevias Concessionária de Rodovias S.A. (Entrevias), no montante de BRL1,0 bilhão e com vencimento em 2030. A Perspectiva do rating é Estável.

PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING

Sumário: O rating reflete o perfil operacional da concessionária, que tem uma comprovada base de tráfego na sessão norte de sua concessão, a qual passa por Ribeirão Preto (SP). Este trecho apresenta volatilidade moderada e grande participação de veículos pesados. O contrato de concessão prevê aumento anual de tarifas acompanhando a inflação. A dívida é sênior, indexada ao Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), com conta reserva de seis meses para o serviço da dívida e restrição da distribuição de caixa até 2024, período no qual a companhia apresenta as maiores obrigações de investimento, garantindo a liquidez adequada para a categoria de rating.

Tráfego Fortemente Ligado à Economia [Risco de Volume - Médio]

A concessão da Entrevias é dividida em dois trechos: norte e sul. O trecho norte, que atravessa Ribeirão Preto, está sob gestão da Vianorte S.A. (Vianorte, não avaliada) até março de 2018 e tem longo histórico de tráfego, com uma parcela de veículos pesados próxima a 60%. A Fitch estima que este trecho representará dois terços do tráfego total do projeto, de acordo com o estudo de demanda do engenheiro independente.

Já o trecho sul, que atravessa Marília (SP) e conecta os estados de São Paulo e Paraná, é crucial para escoar a produção agrícola da região e também apresenta perfil com mais de 60% de veículos pesados.

A rede logística brasileira limita a concorrência entre estradas de pedágio. Portanto, a elasticidade-preço é moderada. A Fitch espera que o crescimento de tráfego da Entrevias apresente forte correlação com o Produto Interno Bruto (PIB), dada a alta porcentagem de veículos pesados em ambos os trechos.

Tarifas Reajustadas Pela Inflação [Risco de Preço - Médio]

O contrato de concessão permite reajuste anual das tarifas pela inflação. As tarifas do trecho norte, sob administração da Vianorte desde 1998, foram reajustadas adequadamente e sem grande efeito nos volumes até agora. O marco regulatório é robusto e, historicamente, medidas políticas que impactaram os reajustes tarifários foram compensadas por outros mecanismos, preservando o equilíbrio econômico-financeiro do contrato.

Plano de Investimentos Elevado [Risco de Renovação e Infraestrutura – Médio]

A Entrevias possui um elevado plano de investimentos para a concessão e para acomodar as previsões de tráfego de médio e longo prazos no trecho sul, na região de Marília. Embora a companhia tenha um plano de renovação e infraestrutura bem desenvolvido, não possui um contrato de Engineering, Procurement and Construction (EPC) assinado com uma grande empresa de construção civil. No entanto, de acordo com a análise do engenheiro independente, os trabalhos de construção são simples e comuns, o que facilita a substituição do empreiteiro, caso necessário. Além disso, o contrato define mecanismos para preservar o equilíbrio econômico-financeiro da concessão em caso de investimentos adicionais não previstos.

Estrutura de Dívida Adequada [Estrutura de Dívida – Médio]

A debênture proposta é sênior, indexada ao IPCA, mesmo índice usado para reajustar as tarifas, constituindo um hedge natural da dívida. A debênture também possui conta reserva de seis meses para o serviço da dívida. O pagamento de principal está concentrado no final do período de amortização, e o índice de cobertura para o serviço da dívida (DSCR) utilizado para testar a distribuição de dividendos é considerado fraco, pois inclui aporte de capital em seu cálculo. Esse fator é parcialmente mitigado pela restrição a distribuição de caixa até o pagamento da parcela do serviço da dívida de 2024.

Perfil Financeiro

O emissor possui baixa alavancagem, medida por dívida líquida/EBITDA, com um pico de 2,3 vezes em 2024. O DSCR médio da Entrevias é de 0,9 vez, se considerado o período total das debêntures, no cenário de rating da Fitch. Contudo, o déficit de geração de caixa é mitigado por covenants que preservam um sólido saldo de caixa na companhia até 2024 (período de maiores investimentos), pelo índice de cobertura da vida do empréstimo (LLCR) de 1,5 vez e pelo longo período de concessão, que levam a um índice de cobertura da vida do projeto (PLCR) de 2,8 vezes no cenário de rating da agência.

COMPARAÇÃO COM PARES

A Empresa Concessionária de Rodovias do Norte S.A. ('Econorte' - Rating Nacional de Longo Prazo da terceira emissão de debêntures 'AA-(bra)' (AA menos (bra))/Perspectiva Estável) é o emissor com perfil financeiro mais próximo ao da Entrevias. Ambas as companhias apresentam baixa alavancagem, e o DSCR médio da Entrevias abaixo de 1,0 vez, ante 1,2 vez da Econorte, é mitigado pela retenção de caixa na companhia até o serviço da dívida ser pago, em 2024, e pelo LLCR de 1,5 vez (1,1 vez na Econorte). A Entrevias possui ainda mais tempo antes do fim da concessão após o vencimento da dívida (16,5 anos), enquanto a Econorte tem menos de dois anos, levando a Entrevias a atingir um PLCR de 2,8 vezes no cenário de rating da Fitch.

SENSIBILIDADE DO RATING

Desenvolvimentos que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a uma Ação de Rating Positiva incluem:

-- Crescimento de tráfego que aumente significativamente o saldo de caixa da companhia acima do cenário-base da Fitch, de forma sustentável.

Desenvolvimentos que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a uma Ação de Rating Negativa incluem:

-- Crescimento de tráfego abaixo do previsto no cenário de rating, de forma recorrente, reduzindo a liquidez da companhia em mais de BRL60 milhões, de forma acumulada, nos próximos anos;

-- Aumento dos custos de investimento acima de 13% do previsto no cenário-base, de forma recorrente.

RESUMO DA TRANSAÇÃO

A segunda emissão de debêntures da Entrevias possui montante de BRL1,0 bilhão, com vencimento em 2030 e remuneração máxima de IPCA+8,4%, paga anualmente. A amortização de principal é customizada, com 89% dos pagamentos devidos de 2026 a 2030. A estrutura possui uma conta reserva de seis meses para o serviço da dívida e há cláusulas de retenção do caixa na companhia até o serviço da dívida de 2024 ser pago. Além disso, o DSCR utilizado como teste para a distribuição de dividendos inclui aporte de capital em seu cálculo e deve ser maior que 1,2 vez. Os dividendos de cada ano serão pagos após a companhia quitar o serviço da dívida. É previsto ainda um limite para endividamento adicional, por meio do covenant de alavancagem, medido por dívida líquida/EBITDA, o qual deve ser inferior a 3,75 vezes.

Os recursos da proposta de segunda emissão serão utilizados para pagar a segunda parcela da outorga fixa, de BRL433 milhões, e o restante será destinado a investimentos e custos operacionais da companhia.

Cenários da Fitch

As premissas dos cenário-base e de rating da Fitch refletem as projeções macroeconômicas de PIB, inflação e juros atualizadas conforme o relatório Global Economic Outlook, publicado pela agência em 4 de dezembro de 2017.

As principais premissas do cenário-base da Fitch incluem:

- Aumento no tráfego de 1,2 vez o crescimento do PIB;
- Reajustes das tarifas de pedágio conforme a inflação do período;
- Investimentos de BRL2,57 bilhões entre 2017-2026;
- Aporte de capital no valor de BRL200 milhões na liquidação das debêntures.

As principais premissas do cenário de rating da Fitch incluem:

- Aumento no tráfego de 1,0 vez o crescimento do PIB;
- Investimentos de BRL2,72 bilhões entre 2017-2026.

No cenário-base da Fitch, o DSCR médio é de 1,2 vez, considerando o período integral da debênture, e a alavancagem máxima (dívida líquida/EBITDA) é de 2,1 vezes em 2024, ao levar em conta os anos de operação integral, a qual se dá a partir de 2019. O LLCR atinge 1,8 vez e o PLCR, 3,2 vezes.

Já no cenário de rating, o DSCR médio é de 0,9 vez, também considerando o período integral da debênture, e a alavancagem máxima (dívida líquida/EBITDA) é de 2,3 vezes em 2024, ao levar em conta os anos de operação integral, que começa em 2019. O LLCR atinge 1,5 vez e o PLCR, 2,8 vezes.

Perfil do Projeto

A Entrevias possui os direitos de concessão para explorar, investir e manter 570 quilômetros de estradas no Estado de São Paulo, divididas em sete rodovias que se conectam ao norte do Paraná e ao

sudeste de Minas Gerais. A operação foi concedida em 2017 pelo Governo do Estado de São Paulo, mediado pela Agência Reguladora de Serviços Públicos Delegados de Transporte do Estado de São Paulo (Artesp) por trinta anos (vencimento em julho de 2047).

Contato

Analista principal

Uilian Mendonça

Analista sênior

+55-11-3957-3651

Alameda Santos, 700 – 7º andar – Cerqueira César

São Paulo – SP – CEP: 01418-100

Analista secundária

Alessandra Braga

Analista

+55-11-4504-2203

Presidente do comitê de rating

Astra Castillo

Diretora sênior

+52-81-8399-9146

Relações com a Mídia: Jaqueline Ramos de Carvalho, Rio de Janeiro, Tel.: +55-21-4503-2623, E-mail: jaqueline.carvalho@fitchratings.com.

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS:

A presente publicação é um relatório de classificação de risco de crédito, para fins de atendimento ao artigo 16 da Instrução CVM nº 521/12.

As informações utilizadas nesta análise são provenientes da Entrevias Concessionária de Rodovias S.A.

A Fitch adota todas as medidas necessárias para que as informações utilizadas na classificação de risco de crédito sejam suficientes e provenientes de fontes confiáveis, incluindo, quando apropriado, fontes de terceiros. No entanto, a Fitch não realiza serviços de auditoria e não pode realizar, em todos os casos, verificação ou confirmação independente das informações recebidas.

A Fitch utilizou, para sua análise, informações financeiras disponíveis até 31 de dezembro de 2017.

Histórico dos Ratings:

-- Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela primeira vez: 17 de janeiro de 2018.

A classificação de risco foi comunicada à entidade avaliada ou a partes a ela relacionadas, e o rating atribuído não foi alterado em virtude desta comunicação.

Os ratings atribuídos pela Fitch são revisados, pelo menos, anualmente.

A Fitch publica a lista de conflitos de interesse reais e potenciais no Anexo XII do Formulário de Referência, disponível em sua página na Internet, no endereço eletrônico: https://www.fitchratings.com.br/system/pages/299/Fitch_Form_Ref_2016.pdf

Para informações sobre possíveis alterações na classificação de risco de crédito veja o item: Sensibilidade dos Ratings.

Informações adicionais estão disponíveis em 'www.fitchratings.com; ou 'www.fitchratings.com.br'.

A Fitch Ratings foi paga para determinar cada rating de crédito listado neste relatório de classificação de risco de crédito pelo devedor ou emissor classificado, por uma parte relacionada que não seja o devedor ou o emissor classificado, pelo patrocinador ("sponsor"), subscritor ("underwriter"), ou o depositante do instrumento, título ou valor mobiliário que está sendo avaliado.

Metodologia Aplicada e Pesquisa Relacionada:

-- Metodologia de Rating para Infraestrutura e Financiamento de Projetos (24 de agosto de 2017).

Outra Metodologia Relevante:

-- Toll Roads, Bridges and Tunnels Rating Criteria (3 de agosto de 2017).

TODOS OS RATINGS DE CRÉDITO DA FITCH ESTÃO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE. POR FAVOR, VEJA NO LINK A SEGUIR ESSAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ALÉM DISSO, AS DEFINIÇÕES E OS TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE PÚBLICO DA AGÊNCIA, EM WWW.FITCHRATINGS.COM. OS RATINGS PÚBLICOS, CRITÉRIOS E METODOLOGIAS PUBLICADOS ESTÃO PERMANENTEMENTE DISPONÍVEIS NESTE SITE. O CÓDIGO DE CONDUTA DA FITCH E AS POLÍTICAS DE CONFIDENCIALIDADE, CONFLITOS DE INTERESSE; SEGURANÇA DE INFORMAÇÃO (FIREWALL) DE AFILIADAS, COMPLIANCE E OUTRAS POLÍTICAS E PROCEDIMENTOS RELEVANTES TAMBÉM ESTÃO DISPONÍVEIS NESTE SITE, NA SEÇÃO "CÓDIGO DE CONDUTA". A FITCH PODE TER FORNECIDO OUTRO SERVIÇO AUTORIZADO À ENTIDADE CLASSIFICADA OU A PARTES RELACIONADAS. DETALHES SOBRE ESSE SERVIÇO PARA RATINGS PARA O QUAL O ANALISTA PRINCIPAL ESTÁ BASEADO EM UMA ENTIDADE DA UNIÃO EUROPEIA PODEM SER ENCONTRADOS NA PÁGINA DO SUMÁRIO DA ENTIDADE NO SITE DA FITCH.

Copyright © 2018 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. 33 Whitehall St, NY, NY 10004. Telefone: 1-800-753-4824 (para chamadas efetuadas nos Estados Unidos), ou (001212) 908-0500 (chamadas fora dos Estados Unidos). Fax: (212) 480-4435. Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados. Ao atribuir e manter ratings e ao fazer outros relatórios (incluindo informações sobre projeções), a Fitch conta com informações factuais que recebe de emissores e underwriters e de outras fontes que a agência considera confiáveis. A Fitch realiza uma apuração adequada das informações factuais de que dispõe, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém razoável verificação destas informações de fontes independentes, à medida que estas fontes estejam disponíveis com determinado patamar de segurança, ou em determinada jurisdição. A forma como é conduzida a investigação factual da Fitch e o escopo da verificação de terceiros que a agência obtém poderão variar, dependendo da natureza do título

analisado e do seu emissor, das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou em que o emissor esteja localizado, da disponibilidade e natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações pré-existentes de terceiros, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros, disponibilidade de fontes independentes e competentes de verificação, com respeito ao título em particular, ou na jurisdição do emissor, em especial, e a diversos outros fatores. Os usuários dos ratings e relatórios da Fitch devem estar cientes de que nem uma investigação factual aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros poderá assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe com respeito a um rating ou relatório serão precisas e completas. Em última instância, o emissor e seus consultores são responsáveis pela precisão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao disponibilizar documentos e outros relatórios. Ao emitir ratings e relatórios, a Fitch é obrigada a confiar no trabalho de especialistas, incluindo auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e advogados, com referência a assuntos legais e tributários. Além disso, os ratings e as projeções financeiras e outras informações são naturalmente prospectivos e incorporam hipóteses e premissas sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser confirmados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação sobre fatos atuais, os ratings e as projeções podem ser afetados por condições ou eventos futuros não previstos na ocasião em que um rating foi emitido ou afirmado.

As informações neste relatório são fornecidas "tais como se apresentam", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. Esta opinião e os relatórios se apoiam em critérios e metodologias existentes, que são constantemente avaliados e atualizados pela Fitch. Os ratings e relatórios são, portanto, resultado de um trabalho de equipe na Fitch, e nenhum indivíduo, ou grupo de indivíduos, é responsável isoladamente por um rating ou relatório. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não sejam o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não participa da oferta ou venda de qualquer título. Todos os relatórios da Fitch são de autoria compartilhada. Os profissionais identificados em um relatório da Fitch participaram de sua elaboração, mas não são isoladamente responsáveis pelas opiniões expressas no texto. Os nomes são divulgados apenas para fins de contato. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch não constitui um prospecto, nem substitui as informações reunidas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes com respeito à venda dos títulos. Os ratings podem ser alterados ou retirados a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento de investimentos de qualquer espécie. Os ratings não constituem recomendação de compra, venda ou retenção de qualquer título. Os ratings não comentam a correção dos preços de mercado, a adequação de qualquer título a determinado investidor ou a natureza de isenção de impostos ou taxaço sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe pagamentos de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e underwriters para avaliar os títulos. Estes preços geralmente variam entre USD1.000 e USD750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável) por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por determinada seguradora ou garantidor, mediante um único pagamento anual. Tais valores podem variar de USD10.000 a USD1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para a utilização de seu nome como especialista, com respeito a qualquer declaração de registro submetida mediante a legislação referente a títulos em vigor nos Estados Unidos da América, a Lei de Serviços Financeiros e Mercados, de 2000, da Grã-Bretanha ou a legislação referente a títulos de qualquer outra jurisdição, em particular. Devido à relativa eficiência da publicação e distribuição por meios eletrônicos, o relatório da Fitch poderá ser disponibilizada para os assinantes eletrônicos até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.

Para a Austrália, Nova Zelândia, Taiwan e Coreia do Sul apenas: A Fitch Austrália Pty Ltd detém uma licença australiana de serviços financeiros (licença AFS nº337123.), a qual autoriza o fornecimento de ratings de crédito apenas a clientes de atacado. As informações sobre ratings de crédito publicadas pela Fitch não se destinam a ser utilizadas por pessoas que sejam clientes de varejo, nos termos da Lei de Sociedades (Corporations Act 2001).

POLÍTICA DE ENDOSSO - A abordagem da Fitch em relação ao endosso de ratings, de forma que os ratings produzidos fora da UE possam ser usados por entidades reguladas dentro da UE para finalidades regulatórias, de acordo com os termos da Regulamentação da UE com respeito às agências de rating, poderá ser encontrada na página Divulgações da Regulamentação da UE (EU Regulatory Disclosures) no endereço eletrônico www.fitchratings.com/site/regulatory. Ao status de endosso de todos os ratings Internacionais é informada no sumário da entidade de cada instituição classificada e nas páginas de detalhamento da transação de todas as operações de finanças estruturadas, no website da Fitch. Estas publicações são atualizadas diariamente.