

RATING ACTION COMMENTARY

Fitch Eleva Ratings das 1ª e 2ª Emissões de Debêntures do GRU Airport; Perspectiva Estável

Brazil Mon 04 Dec, 2023 - 11:48 ET

Fitch Ratings - São Paulo - 04 Dec 2023: A Fitch Ratings elevou, hoje, os seguintes ratings das primeira e segunda emissões de debêntures da Concessionária do Aeroporto Internacional de Guarulhos S.A. (GRU Airport), conforme a seguir:

-- Primeira série da primeira emissão de debêntures, no montante de BRL75 milhões, com vencimento em março de 2025: Rating Nacional de Longo Prazo elevado para 'BBB-(bra)'/Perspectiva Estável, de 'BB(bra)'/Perspectiva Positiva;

-- Segunda série da primeira emissão de debêntures, no montante de BRL75 milhões, com vencimento em junho de 2025: Rating Nacional de Longo Prazo elevado para 'BBB-(bra)'/Perspectiva Estável, de 'BB(bra)'/Perspectiva Positiva;

--Terceira série da primeira emissão de debêntures, no montante de BRL75 milhões, com vencimento em setembro de 2025: Rating Nacional de Longo Prazo elevado para 'BBB-(bra)'/Perspectiva Estável, de 'BB(bra)'/Perspectiva Positiva;

-- Quarta série da primeira emissão de debêntures, no montante de BRL75 milhões, com vencimento em dezembro de 2025: Rating Nacional de Longo Prazo elevado para 'BBB-(bra)'/Perspectiva Estável, de 'BB(bra)'/Perspectiva Positiva;

-- Segunda emissão de debêntures, em série única, no montante de BRL300 milhões, com vencimento em outubro de 2026: Rating Nacional de Longo Prazo elevado para 'BBB-(bra)'/Perspectiva Estável, de 'BB(bra)'/Perspectiva Positiva.

A elevação dos ratings reflete a resolução do reequilíbrio financeiro em agosto deste ano, que pacificou a renegociação da outorga fixa de 2021, além de compensar a totalidade da outorga variável de 2022. Esta negociação, aliada ao bom desempenho operacional, permite que o GRU Airport cumpra suas obrigações nos próximos anos, reduzindo o valor presente líquido (VPL) de recursos adicionais necessários para atender a necessidade de capital no médio prazo para BRL450 milhões, de BRL1,5 bilhão na revisão anterior.

PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING

Os ratings das debêntures do GRU Airport refletem o perfil operacional da companhia, que é a concessionária do maior aeroporto do país, localizado na região metropolitana de São Paulo. O aeroporto apresenta baixa volatilidade de tráfego de passageiros, próxima aos níveis pré-pandemia, forte perfil de Origem & Destino (O&D) e reajustes anuais das tarifas reguladas, que acompanham a inflação. As debêntures são dívidas seniores, indexadas ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), possuem uma cascata de pagamentos preestabelecida e compartilham todas as garantias com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) de forma *pari passu*.

No cenário de rating da Fitch, o VPL de recursos adicionais necessários para atender ao serviço da dívida é de aproximadamente BRL450 milhões até o vencimento. O pagamento anual da outorga fixa da concessão impõe uma grande pressão sobre o fluxo de caixa da concessionária. Dessa forma, o rating atual ainda reflete o risco de inadimplemento em comparação com outras emissões no Brasil.

Maior Aeroporto do Brasil (Risco de Volume: Forte)

O GRU Airport está localizado na região metropolitana de São Paulo, a mais rica do país, com aproximadamente 21,6 milhões de habitantes, e com uma economia madura. O aeroporto possui forte perfil de O&D frente a seu volume de passageiros total. A volatilidade tem se mostrado baixa, com variação de 7,4% entre 2014 e 2016, período da mais severa recessão no país (pré-pandemia). A concentração de companhias aéreas no aeroporto é moderada, e a Latam Airlines Group S.A. (Latam) representa cerca de 40% do total de passageiros. O volume de cargas movimentadas também é robusto, o que dá suporte ao aeroporto.

Modelo de Tarifas Dual (Risco de Preço: Médio)

O marco regulatório das concessões de aeroportos no Brasil utiliza um modelo dual (dual till), o qual ajusta as tarifas reguladas anualmente pela inflação e não regula as receitas comerciais. Até 2015, as receitas comerciais por passageiro aumentaram substancialmente, mas se estabilizaram nos anos seguintes. O marco regulatório não prevê um modelo de recuperação de custos (*price recovery*).

Moderna Infraestrutura (Risco de Renovação e Infraestrutura: Forte)

O GRU Airport já concluiu os principais investimentos mandatórios, e a infraestrutura aeroportuária é moderna e bem conservada. As exigências contratuais de investimentos estão relacionadas à manutenção da excelência nos serviços e estão vinculadas ao crescimento da demanda. De acordo com a administração, o aeroporto possui infraestrutura adequada para receber até 50 milhões de passageiros por ano, que devem ser alcançados nos cenários da Fitch apenas após o vencimento das debêntures. Os desembolsos do financiamento de longo prazo contratado com o BNDES foram as principais fontes de captação dos investimentos.

Estrutura de Dívida Adequada (Estrutura da Dívida: Médio)

As debêntures são seniores e estão indexadas ao IPCA, o mesmo índice utilizado para reajustar as tarifas reguladas, o que constitui *hedge* natural. A dívida tem uma cascata de pagamentos preestabelecida e possui garantias compartilhadas entre os credores do emissor. A estrutura prevê, ainda, *covenant* relacionado ao índice de cobertura do serviço da dívida (*Debt Service Coverage Ratio - DSCR*) acima de 1,3 vez para a distribuição de dividendos e conta reserva para o serviço da dívida de três meses – a mesma exigida no contrato de financiamento de longo prazo do BNDES.

Perfil Financeiro

No cenário de rating da Fitch, o VPL de recursos adicionais necessários para atender ao serviço da dívida é de aproximadamente BRL450 milhões, uma redução relevante quando comparada ao cenário de rating na última revisão, de BRL1,5 bilhão. Não há expectativa de futuros reequilíbrios econômico-financeiros ou repactuações da outorga fixa. Neste cenário, GRU Airport poderá cumprir suas obrigações nos próximos anos com uma menor dependência de recursos adicionais.

Comparação com Pares

O par mais próximo do GRU Airport é a Concessionária dos Aeroportos da Amazônia S.A. (CAAM, Rating Nacional de Longo Prazo da proposta de segunda emissão de debêntures 'AA'/Perspectiva Estável. CAAM apresenta maior risco de volume, pois está localizado na região Norte do país e uma parte importante de suas receitas provém das atividades de carga doméstica e internacional, devido à distância e ao isolamento de Manaus e, também, devido à Zona Franca de Manaus. CAAM ainda está realizando os investimentos iniciais, previstos na concessão. No cenário de rating da Fitch, que contempla endividamento adicional para financiar investimentos após a Fase I-B, o projeto apresenta DSCRs mínimo e médio de 1,06 vez e de 1,28 vez, respectivamente, entre 2025 e 2046, o que justifica seu rating mais elevado.

Por outro lado, o rating mais baixo do GRU Airport é explicado pela necessidade de recursos adicionais (VPL de aproximadamente BRL450 milhões), para cumprir suas obrigações no prazo da dívida analisada. Apesar de GRU Airport e CAAM operarem sob o mesmo marco regulatório, o contrato de concessão do primeiro,

oriundo de rodadas de concessão iniciais, prevê o pagamento anual de outorga fixa em montante elevado, que impõe grande pressão no fluxo de caixa da concessionária e elevado risco de inadimplemento, enquanto o contrato de CAAM prevê apenas pagamento anual de outorga variável, limitando este risco. Outro par no portfólio da Fitch é o Aeroportos do Brasil S.A. (Viracopos, Rating Nacional de Longo Prazo das quatro séries da primeira emissão de debêntures 'CCC(bra)'). Viracopos é a concessionária do aeroporto internacional de mesmo nome, localizado na região metropolitana de Campinas, um dos mais importantes polos industriais e tecnológicos do país. O rating 'CCC(bra)' reflete as incertezas sobre o pagamento do serviço da dívida de Viracopos a médio prazo, tendo em vista o processo de relicitação, uma vez que a Fitch entende que o valor total da dívida pode não ser pago integralmente no processo de relicitação, caso ocorra. A recente elevação do rating reflete o melhor desempenho operacional do ativo, além da amortização extraordinária de dívidas, associada à maior visibilidade do processo de relicitação da concessão, conforme data limite estabelecida, em julho de 2024.

SENSIBILIDADE DOS RATINGS

Fatores Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Negativa/Rebaixamento:

- Tráfego total abaixo de 41 milhões de passageiros até o final de 2024;
- Aumento da necessidade de recursos adicionais até o final de 2024.

Fatores Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Positiva/Elevação:

- Tráfego total consistentemente acima de 44 milhões de passageiros até final de 2024;
- Novas compensações nas outorgas fixas e variáveis que reduzam a necessidade de recursos adicionais.

EMISSÃO

O GRU Airport emitiu debêntures no montante de BRL600 milhões – divididas em duas emissões de BRL300 milhões cada. A primeira emissão, em quatro séries, tem carência de principal de três anos e vencimento final em dezembro de 2025. O primeiro pagamento de juros (para a primeira série) ocorreu em março de 2015. A segunda emissão de debêntures foi realizada em série única, com vencimento em dezembro de 2026. As debêntures têm pagamentos anuais de juros após um ano de carência, e de principal, após quatro anos.

As debêntures analisadas, em conjunto com os financiamentos de longo prazo contratados junto ao BNDES, foram totalmente utilizadas no financiamento do projeto de expansão do aeroporto, entre 2012 e 2019.

PRINCIPAIS PREMISSAS

As principais premissas utilizadas pela Fitch no cenário-base do emissor foram:

- IPCA equivalente a 4,9% em 2023; 4,0%, em 2024; 3,5%, em 2025; e 3,0%, a partir de 2026;
- Crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil de 3,18% em 2023; 1,26% em 2024; 2,06% em 2025; e 2,0% a partir de 2026;
- Para o ano de 2023, tráfego igual ao do emissor (41,3 milhões de passageiros). Para os próximos anos, a recuperação do tráfego (em % do volume de 2019) é de: 103,0%, em 2024; 105,0%, em 2025; 107,0%, em 2026; e crescimento anual equivalente ao do PIB a partir de 2027;
- Receita relacionada à movimentação de cargas: 95% do volume projetado pelo emissor;
- Receitas comerciais: crescimento baseado no aumento de passageiros e crescimento do PIB;

-- Despesas operacionais e Capex de manutenção de acordo com as projeções do emissor.

No cenário-base da Fitch, GRU Airport apresenta VPL de recursos adicionais necessários para atender ao serviço da dívida de BRL255 milhões.

As mesmas premissas foram utilizadas pela Fitch em seu cenário de rating, exceto:

-- Para o ano de 2023, tráfego igual ao do emissor (41,3 milhões de passageiros). Para os próximos anos, a recuperação do tráfego (em % do volume de 2019) é de: 100,0%, em 2024; 103,0%, em 2025; 105,0%, em 2026; e crescimento anual equivalente ao do PIB a partir de 2027;

-- Receita relacionada à movimentação de cargas: 90% do volume projetado pelo emissor.

No cenário de rating da Fitch, GRU Airport apresenta VPL de recursos adicionais necessários para atender ao serviço da dívida de BRL450 milhões.

RESUMO DA ANÁLISE

Para o ano de 2022, o tráfego realizado fechou em 34,5 milhões de passageiros, com destaque para recuperação de passageiros internacionais. Para o ano de 2023, o volume de tráfego total performou bem até outubro de 2023, sendo que o volume acumulado de tráfego total foi apenas 3% inferior ao mesmo período de 2019.

Em 2022, a outorga fixa a ser paga em dezembro era de BRL1,5 bilhão, no entanto, foram descontados os reequilíbrios que estavam em negociação, sendo eles reequilíbrios Covid-19, APAC, TECA-TECA e People Mover, reduzindo o montante final ao valor de BRL1,2 bilhão.

Para 2023, a partir dos desequilíbrios restantes de Covid-19, compensou-se a outorga variável de 2022 (paga em 2023), no valor de BRL266 milhões, gerando forte liquidez para pagamento da outorga fixa de dezembro de 2023 e também outorga variável de 2023 (a ser paga em 2024).

Com base em 30 de setembro de 2023, GRU Airport apresentou receita líquida de BRL2,0 bilhões, EBITDA ajustado de BRL1,5 bilhão e posição de caixa (incluindo reservas) de BRL2,8 bilhões.

PERFIL DE CRÉDITO

O GRU Airport é a concessionária do Aeroporto Internacional de Guarulhos, que atende a região metropolitana de São Paulo, com aproximadamente 21,6 milhões de habitantes. A concessionária pertence a um consórcio privado, formado por Investimentos e Participações em Infraestrutura S.A. (Invepar) e pela Empresa Brasileira de Infraestrutura Aeroportuária (Infraero), com 49%. A concessão tem prazo de vinte anos.

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS:

A presente publicação é um relatório de classificação de risco de crédito, para fins de atendimento ao artigo 16 da Resolução CVM nº 9/20.

As informações utilizadas nesta análise são provenientes da GRU Airport.

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.

Histórico dos Ratings:

GRU Airport

1ª Emissão de Debêntures - 1ª, 2ª, 3ª e 4ª séries:

Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela primeira vez: 25 de novembro de 2013.

Data na qual a classificação em escala nacional foi atualizada pela última vez: 14 de dezembro de 2022.

2ª Emissão de Debêntures - Série Única:

Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela primeira vez: 15 de agosto de 2014.

Data na qual a classificação em escala nacional foi atualizada pela última vez: 14 de dezembro de 2022.

A classificação de risco foi comunicada à entidade avaliada ou a partes a ela relacionadas. De acordo com as políticas da Fitch, o emissor apelou e providenciou informações adicionais que resultaram em uma ação de rating diferente da atribuída inicialmente pelo comitê de rating. Os ratings atribuídos pela Fitch são revisados, pelo menos, anualmente.

A Fitch publica a lista de conflitos de interesse reais e potenciais no Anexo X do Formulário de Referência, disponível em 'www.fitchratings.com/brasil'.

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' e em 'www.fitchratings.com/brasil'.

A Fitch Ratings Brasil Ltda., ou partes a ela relacionadas, pode ter fornecido outros serviços à entidade classificada no período de 12 meses que antecede esta ação de rating de crédito. A lista de outros serviços prestados às entidades classificadas está disponível em <https://www.fitchratings.com/pt/region/brazil/exigencias-regulatorias/outros-servicos>. A prestação deste serviço não configura, em nossa opinião, conflito de interesses em face da classificação de risco de crédito.

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 (17 de maio de 2023);

-- Metodologia de Ratings em Escala Nacional (22 de dezembro de 2020).

Outra Metodologia Relevante:

-- Transportation Infrastructure Rating Criteria (16 de maio de 2022).

RATING ACTIONS

**ENTITY / DEBT
RATING
PRIOR**

Concessionaria do Aeroporto Internacional de Guarulhos SA

- Concessionaria do Aeroporto Internacional de Guarulhos SA/Airport Revenues - First Lien/1 Natl LT

Natl LT
BBB-(bra)
Upgrade
BB(bra)
PREVIOUS
Page

of 1

NEXT

[VIEW ADDITIONAL RATING DETAILS](#)

Informações adicionais estão disponíveis em www.fitchratings.com

PARTICIPATION STATUS

The rated entity (and/or its agents) or, in the case of structured finance, one or more of the transaction parties participated in the rating process except that the following issuer(s), if any, did not participate in the rating process, or provide additional information, beyond the issuer's available public disclosure.

APPLICABLE CRITERIA

- [National Scale Rating Criteria \(pub. 22 Dec 2020\)](#)
- [Transportation Infrastructure Rating Criteria \(pub. 16 May 2022\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)
- [Infrastructure & Project Finance Rating Criteria \(pub. 17 May 2023\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)

APPLICABLE MODELS

Numbers in parentheses accompanying applicable model(s) contain hyperlinks to criteria providing description of model(s).

- [GIG AST Model, v1.3.1 \(1\)](#)

ADDITIONAL DISCLOSURES

- [Solicitation Status](#)
- [Endorsement Policy](#)

ENDORSEMENT STATUS

Concessionaria do Aeroporto Internacional de Guarulhos SA -

DISCLAIMER & COPYRIGHT

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>. Além disso, as def

[READ MORE](#)

SOLICITATION STATUS

The ratings above were solicited and assigned or maintained at the request of the rated entity/issuer or a related third party. Any exceptions follow below.

ENDORSEMENT POLICY

Os ratings de crédito internacionais da Fitch produzidos fora da União Europeia (UE) ou do Reino Unido, conforme o caso, são endossados para uso por entidades reguladas na UE ou no Reino Unido, respectivamente, para fins regulatórios, de acordo com os termos do Regulamento das Agências de Rating de Crédito da UE ou do Reino Unido (Alterações etc.) (saída da UE), de 2019 (EU CRA Regulation or the UK Credit Rating Agencies (Amendment etc.) (EU Exit) Regulations 2019), conforme o caso. A abordagem da Fitch para endosso na UE e no Reino Unido pode ser encontrada na página de [Regulatory Affairs \(Assuntos Regulatórios\)](#) da Fitch, no site da agência. O status de endosso dos ratings de crédito internacionais é fornecido na página de sumário da entidade, para cada entidade classificada, e nas páginas de detalhes das transações, para transações de finanças estruturadas, no site da Fitch. Estas divulgações são atualizadas diariamente.

[Infrastructure and Project Finance](#)
[Latin America](#)
[Brazil](#)