

Fitch Rebaixa Ratings de Debêntures da GRU Airport Para 'AA-(bra)'; Perspectiva Negativa

Fitch Ratings – São Paulo, 23 de outubro de 2015: A Fitch Ratings rebaixou, hoje, os seguintes ratings da primeira e da segunda emissões de debêntures da Concessionária do Aeroporto Internacional de Guarulhos S.A. (GRU Airport):

-- 1ª série da 1ª emissão de debêntures, no montante de BRL75 milhões, com vencimento em março de 2025: Rating Nacional de Longo Prazo rebaixado para 'AA-(bra)' (AA menos (bra)), de 'AA(bra)'; Perspectiva alterada para Negativa, de Estável;

-- 2ª série da 1ª emissão de debêntures, no montante de BRL75 milhões, com vencimento em junho de 2025: Rating Nacional de Longo Prazo rebaixado para 'AA-(bra)' (AA menos (bra)), de 'AA(bra)'; Perspectiva alterada para Negativa, de Estável;

-- 3ª série da 1ª emissão de debêntures, no montante de BRL75 milhões, com vencimento em setembro de 2025: Rating Nacional de Longo Prazo rebaixado para 'AA-(bra)' (AA menos (bra)), de 'AA(bra)'; Perspectiva alterada para Negativa, de Estável;

-- 4ª série da 1ª emissão de debêntures, no montante de BRL75 milhões, com vencimento em dezembro de 2025: Rating Nacional de Longo Prazo rebaixado para 'AA-(bra)' (AA menos (bra)), de 'AA(bra)'; Perspectiva alterada para Negativa, de Estável;

-- Série Única da 2ª emissão de debêntures, no montante de BRL300 milhões, com vencimento em outubro de 2026: Rating Nacional de Longo Prazo rebaixado para 'AA-(bra)' (AA menos (bra)), de 'AA(bra)'; Perspectiva alterada para Negativa, de Estável;

O rebaixamento dos ratings reflete a performance operacional e financeira aquém das expectativas da Fitch durante o período de 12 meses encerrado em junho de 2015 e as dificuldades encontradas pelo GRU Airport para implementar seu modelo de negócios em um cenário de recessão econômica e de depreciação da moeda brasileira. O aeroporto depende de elevado crescimento das receitas de carga de importação e de receitas comerciais relacionadas a passageiros internacionais, as quais ficaram 23% e 5% abaixo do projetado no cenário de rating.

Apesar de os cenários de rating incorporarem ciclos econômicos adversos, dada a natureza de longo prazo da operação, a performance nos últimos 12 meses, combinada à expectativa de fraco desempenho também em 2016, gera a necessidade de maior crescimento futuro para honrar suas obrigações e/ou injeção de capital dos acionistas. A decisão da companhia de antecipar investimentos não obrigatórios em 2014 e 2015 elevou as saídas de caixa e reduziu significativamente sua posição de liquidez, diminuindo o colchão disponível para absorver choques mesmo após os acionistas terem aportado BRL209 milhões na empresa. A Perspectiva Negativa reflete a expectativa de baixo crescimento das receitas de carga de importação e comerciais ligadas a passageiros internacionais em 2016, além do esperado cenário de recessão econômica, com real o depreciado, que pode expor o projeto a novas necessidades de injeção de capital.

PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DOS RATINGS

Perfil de Demanda Robusto [Risco de Receita – Volume: Forte]: O Aeroporto Internacional de Guarulhos - Governador André Franco Montoro (Aeroporto de Guarulhos) é o mais movimentado da América Latina — registrou aproximadamente 39,6 milhões de passageiros no período de 12 meses encerrado em junho de 2015. O aeroporto atende à região metropolitana de São Paulo, a mais rica do país, com aproximadamente 20 milhões de habitantes, e apresenta um forte perfil de Origem e Destinos (O&D) frente a seu volume de passageiros total (85% de O&D para passageiros internacionais). O aeroporto não é muito exposto à perda de volume de passageiros em função do cenário econômico. No entanto, seu modelo de negócios é baseado no crescimento significativo do número de passageiros internacionais.

Receitas [Risco de Receita – Preço: Médio]: O marco regulatório das concessões de aeroportos no Brasil utiliza o modelo *dual till*, o qual ajusta as tarifas reguladas anualmente pela inflação e não regula as receitas comerciais. Desde o início da concessão, as receitas comerciais por passageiro têm aumentado substancialmente. O marco regulatório não prevê um modelo de recuperação de custos (*price recovery*).

Plano de Desenvolvimento de Infraestrutura Bem Desenvolvido [Desenvolvimento de Infraestrutura: Médio]: O plano de investimentos previsto no contrato de concessão é dividido em quatro fases, e todos os

investimentos obrigatórios devem ser realizados até 2016. Os demais dependem primordialmente de *triggers* de demanda/volume de tráfego de aeronaves e de manutenção de níveis de serviço adequados no aeroporto. Guarulhos antecipou determinados investimentos em 2014 e 2015 para melhorar o nível de serviço e atualmente está realizando *retrofit* nos Terminais 1 e 2, além de contar com o Terminal 3, inaugurado em 2014. Não obstante, a companhia tem significativa flexibilidade para adiar investimentos caso as condições econômicas permaneçam deterioradas.

Estrutura de Dívida Adequada [Estrutura da Dívida: Médio]: A estrutura da operação é adequada, com garantias compartilhadas entre os credores do emissor e com uma cascata de pagamentos pré-definida. As contas de reserva para as debêntures são limitadas a três meses — o elemento mais fraco da estrutura da operação.

Outorga Fixa Representa Elevada Alavancagem: Apesar de apresentar atributos ‘Forte’ e ‘Médio’ para os Fundamentos ‘Risco de Receita – Volume’ e ‘Risco de Receita – Preço’, os quais demonstram resiliência de receitas em cenários adversos, a concessionária necessita de elevado crescimento de receitas (*breakeven* real de 4,8%) para honrar as obrigações de outorga fixa e variável, além do serviço da dívida. A elevada alavancagem é observada pela relação Dívida Líquida Ajustada (incluindo valor presente da outorga fixa) / EBITDA Ajustado de 15,4 vezes em junho de 2015. O cenário-base revisado inclui menor crescimento de receitas nos próximos 18 meses em contrapartida ao já realizado e apresenta Índices de Cobertura do Serviço da Dívida (DSCRs) médio e mínimo de 0,77 vez (em 2015) e 1,23 vez, respectivamente. O cenário de rating indica DSCRs médio e mínimo de 0,77 vez e 1,09 vez. Esses cenários incorporam injeções de capital de BRL370 milhões de 2016 a 2018.

Comparação com Pares: O par mais próximo de GRU Airport é o Aeroportos Brasil – Viracopos S.A. (Viracopos, ‘A+(bra)’ (A mais (bra)); Perspectiva Negativa). Viracopos apresenta forte concentração em receitas de carga e na Azul Linhas Aéreas, que o utiliza como *hub*. O aeroporto, localizado em Campinas, é uma alternativa a Guarulhos em termos de volume de passageiros e concorrente direto para volume de cargas.

Perfil do Projeto

A GRU Airport é a concessionária do Aeroporto de Guarulhos, o mais movimentado da América Latina, e que atende a região metropolitana de São Paulo, onde vivem aproximadamente 20 milhões de habitantes. A concessionária pertence a um consórcio privado formado por Investimentos e Participações em Infraestrutura S.A. (Invepar, Rating Nacional de Longo Prazo ‘A(bra)’ / IDRs (*Issuer Default Ratings* – Ratings de Probabilidade de Inadimplência do Emissor) ‘BB-’/Perspectiva Estável) e Airports Company South Africa (ACSA, Ratings ‘AA-(zaf)’/‘BBB’/Perspectiva Estável), com 51%, e Empresa Brasileira de Infraestrutura Aeroportuária (Infraero), com 49%. A concessão tem prazo de vinte anos.

Desempenho do Projeto

A GRU Airport vem sofrendo os efeitos do desaquecimento da economia brasileira e da desvalorização do real frente ao dólar. De janeiro a junho de 2015, o número de passageiros do aeroporto cresceu apenas 0,1%, com alta de 2,8% da quantidade de passageiros internacionais e queda de 1,2% da de passageiros domésticos.

No período de 12 meses encerrado em junho de 2015, a geração de receitas do aeroporto foi menor que a projetada pelo cenário de rating da Fitch, especialmente nos quesitos receitas de carga e receitas comerciais, que ficaram 22,7% e 4,5%, respectivamente, abaixo das estimativas.

O aeroporto apresentou também um desvio significativo nos investimentos realizados até junho de 2015. Os cenários da agência esperavam BRL2,920 bilhões em investimentos, e foram realizados BRL3,784 bilhões (de julho de 2012 a junho de 2015). Este desvio se deve principalmente a sobrecustos e antecipação de itens.

Os cenários revisados da Fitch incorporam crescimento de volume de passageiros de 0% para 2015 e 2016, em função do cenário econômico. O menor crescimento no curto prazo leva a necessidade de crescimentos maiores no longo prazo para cumprir o plano de negócios esperado com maior geração de receitas comerciais.

No período de 12 meses encerrado em junho de 2015, a GRU Airport apresentou geração de receitas de BRL1,859 bilhão (18,05% do período de 12 meses encerrado em junho de 2014). Após custos, despesas operacionais e pagamento de outorga variável, a concessionária apresentou EBITDA ajustado de BRL1,098 bilhão (15,35% de junho de 2014). O DSCR do período foi de 1,16 vez, após a incorporação de BRL962 milhões em novos desembolsos de dívida, BRL209 milhões de capital do acionista e BRL386 milhões de

investimentos. Com base em junho de 2015, a concessionária detinha dívida total de BRL16,4 bilhões, incluindo o valor presente de outorga fixa e uma posição de caixa de BRL116 milhões.

Em 5 de outubro, a Invepar anunciou a conclusão da venda de 10% das ações da Aeroporto de Guarulhos Participações S.A. (GRUPar) para a ACSA, que já detinha 10% de participação no consórcio. Este evento não altera o bloco de controle nem a operação do projeto, e não tem efeito nos ratings de GRU Airport.

SENSIBILIDADES DOS RATINGS

Os ratings poderão ser rebaixados caso a performance operacional e financeira da GRU Airport demande novos aportes de capital além de 2016 para cumprimento das obrigações. A análise de aportes adicionais não incorpora a realização de investimentos não obrigatórios.

Por outro lado, o rating poderá ser elevado caso o aeroporto apresente DSCRs acima de 1,20 vez sem a necessidade de aportes adicionais.

Contato:

Analista principal

Bruno Pahl

Diretor

+55-11-4504-2204

Fitch Ratings Brasil Ltda.

Alameda Santos, 700 - 7º andar

Cerqueira César, São Paulo - SP - CEP: 01418-100

Analista secundária

Mariana Rigon

Analista sênior

+55-11-3957-3651

Presidente do comitê de rating

Glaucia Calp

Diretora sênior

+ 571 326 1110

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

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 na análise desta emissão são provenientes da GRU Aiport.

Histórico dos Ratings

GRU Airport – 1ª Emissão de Debêntures:

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 emitida pela última vez: 29 de outubro de 2014.

GRU Airport – 2ª Emissão de Debêntures:

Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela primeira vez: 28 de agosto de 2014.

Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela última vez: 29 de outubro de 2014.

A Fitch utilizou, para sua análise, informações financeiras até a data-base de 30 de junho de 2015.

A classificação de risco foi comunicada à entidade avaliada ou a partes a ela relacionadas.

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

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

Os ratings acima foram solicitados pelo, ou em nome do, emissor, e, portanto, a Fitch foi compensada pela avaliação dos ratings.

Metodologia Aplicada e Pesquisa Relacionada

-- “Metodologia de Rating para Infraestrutura e Financiamento de Projetos”, 28 de setembro de 2015.

Outra Metodologia Relevante

-- “Rating Criteria for Airports”, 13 de dezembro de 2013.

TODOS OS RATINGS DE CRÉDITO DA FITCH ESTÃO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE RESPONSABILIDADE. POR FAVOR, VEJA NO LINK A SEGUIR AS LIMITAÇÕES E OS TERMOS DE RESPONSABILIDADE:

[HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADICIONALMENTE, AS DEFINIÇÕES E TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com), ASSIM COMO A LISTA DE RATINGS PÚBLICOS, CRITÉRIOS E METODOLOGIAS. O CÓDIGO DE CONDUTA DA FITCH; A POLÍTICA DE CONFIDENCIALIDADE E CONFLITOS DE INTERESSE; A POLÍTICA DE SEGURANÇA DE INFORMAÇÃO (FIREWALL), COMPLIANCE E OUTRAS POLÍTICAS E PROCEDIMENTOS RELEVANTES TAMBÉM ESTÃO DISPONÍVEIS NESTE SITE, NA SEÇÃO "CÓDIGO DE CONDUTA".

A Fitch Ratings Brasil Ltda. e a Fitch Ratings Ltd. tiveram todo o cuidado na preparação deste documento. Nossas informações foram obtidas de fontes que consideramos fidedignas, mas sua exatidão e seu grau de integralidade não estão garantidos. A Fitch Ratings Brasil Ltda. e a Fitch Ratings Ltd. não se responsabilizam por quaisquer perdas ou prejuízos que possam advir de informações equivocadas. Nenhuma das informações deste relatório pode ser copiada ou reproduzida, arquivada ou divulgada, no todo ou em partes, em qualquer formato, por qualquer razão, ou por qualquer pessoa, sem a autorização por escrito da Fitch Ratings Brasil Ltda. Nossos relatórios e ratings constituem opiniões e não recomendações de compra ou venda. Reprodução Proibida.

Ao atribuir e manter ratings, a Fitch se baseia em informações fatuais recebidas de emissores e underwriters e de outras fontes que a agência considere confiáveis. A Fitch realiza uma investigação adequada apoiada em informações fatuais disponíveis, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém uma verificação também adequada destas informações de outras fontes independentes, à medida que estas estejam disponíveis com certa segurança e em determinadas jurisdições. A forma como a Fitch conduz a análise dos fatos e o escopo da verificação obtido de terceiros variará, dependendo da natureza dos títulos e valores mobiliários analisados e do seu emissor; das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou o emissor esteja localizado; da disponibilidade e natureza das informações públicas relevantes; do acesso à administração do emissor e seus consultores; da disponibilidade de verificações de terceiros já existentes, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros; da disponibilidade de verificação por parte de terceiros independentes e competentes com respeito àqueles títulos e valores mobiliários em particular, ou na jurisdição do emissor, particularmente, e de outros fatores.

Os usuários dos ratings da Fitch devem entender que nem uma investigação fatural aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros pode assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe relativas a um rating serão precisas ou completas. Em última análise, o emissor e seus consultores são responsáveis pela exatidão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao apresentar documentos e outros relatórios. Ao atribuir ratings, a Fitch deve se apoiar no trabalho de especialistas, inclusive dos auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e de consultores jurídicos, com relação aos aspectos legais e tributários. Além disso, os ratings são, por natureza, prospectivos e incorporam assertivas e prognósticos sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser comprovados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação dos fatos atuais, os ratings podem ser afetados por eventos futuros ou por condições não previstas por ocasião da atribuição ou da afirmação de um rating.