

Análise Detalhada

SLC Agrícola S/A

31 de março de 2023

Rating de Crédito de Emissor

SLC Agrícola S/A

Escala Nacional Brasil

brAA/Estável/--

ANALISTA PRINCIPAL

Flávia Bedran
São Paulo
55 (11) 3039-9758
flavia.bedran
@spglobal.com

CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL

Bruno Matelli
São Paulo
55 (11) 3039-9762
bruno.matelli
@spglobal.com

Destaques da Análise de Crédito

Resumo

Principais pontos fortes

Fixação de preços das *commodities* ainda em patamares elevados, contribuindo para o EBITDA nominal

Níveis de produtividade elevados em comparação com os dos pares, mesmo com a área plantada crescendo 45%

Crescimento contínuo, mantendo o endividamento controlado

Principais riscos

Exposição à volatilidade de preços das *commodities* e da taxa de câmbio, além de condições climáticas, que podem afetar a geração de caixa

Produtividade agrícola impactada nas últimas safras pelo clima

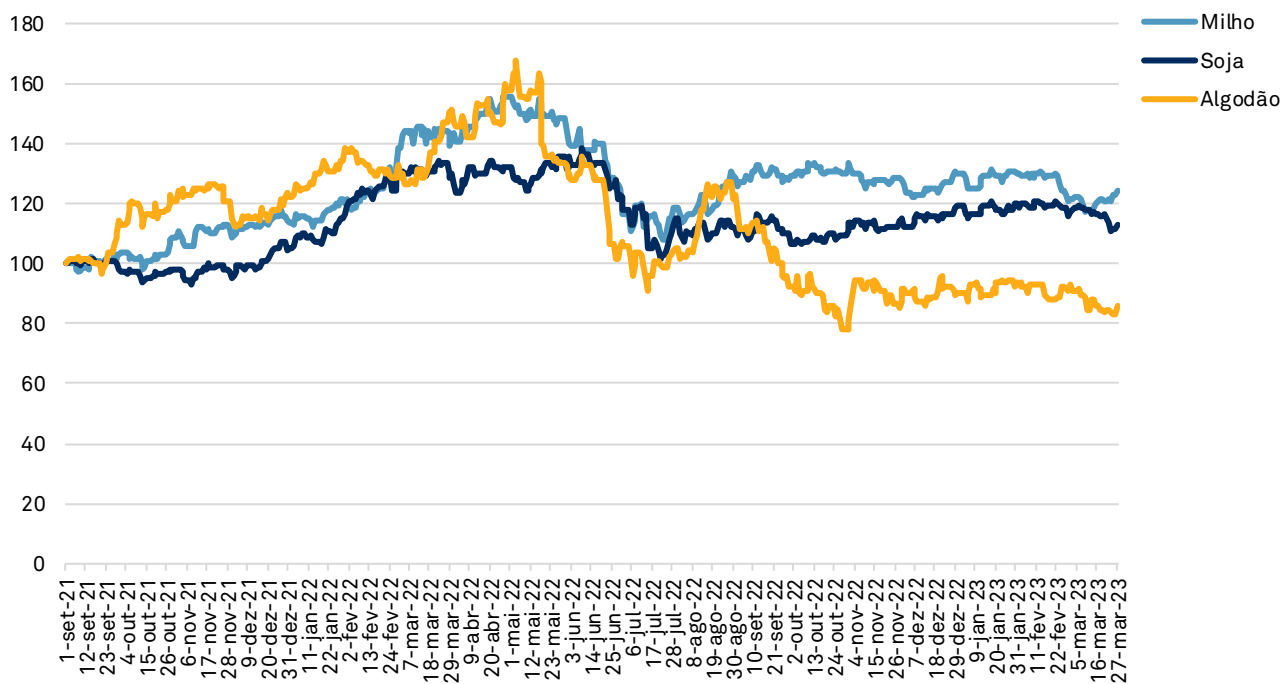
Custos ainda altos e volumes de insumos crescendo para a safra 2022/2023

Produtividade do milho e do algodão prejudicada pelo clima, mas compensada por preços elevados. As diversas culturas agrícolas da **SLC Agrícola S/A** no Brasil foram prejudicadas significativamente pelas secas e geadas de 2021 e 2022, principalmente entre março e maio. A empresa registrou historicamente níveis de produtividade acima da média do Brasil, no entanto a safra do algodão foi impactada por um déficit hídrico no estado da Bahia e do Mato Grosso, onde, adicionalmente, houve quebra de safra devido às geadas. Enquanto isso, a produtividade do milho na segunda safra, apesar de superior à safra 2020/2021, ficou 18% abaixo da expectativa da empresa, também impactada pelo clima desfavorável. A produção final de algodão atingiu 1.494 kg por hectare, uma queda de 17% em relação à safra anterior, e 6.303 kg por hectare para o milho, com um aumento de 7%, enquanto a soja permaneceu praticamente estável com 3.974 kg por hectare. A empresa se beneficiou de preços mais altos em todas as culturas quando analisamos sua receita líquida por volume faturado, o algodão em pluma e o caroço de algodão tiveram um aumento de 14%, respectivamente, a soja de 24% e o milho de aproximadamente 34%, sendo o último resultado de incertezas do conflito Rússia-Ucrânia, dado que a Ucrânia é uma das maiores exportadoras da commodity, gerando um volume de produção inferior ao consumo global.

Gráfico 1

Preços das commodities

Considerando setembro de 2021 = 100



Fonte: S&P Global Ratings

Maior volume de fertilizantes e queda de preços das commodities agrícolas devem reduzir ligeiramente as margens nas próximas safras. Em 2022, o custo dos produtos vendidos da SLC aumentou 37,8% em comparação com 2021, parcialmente devido a um aumento de escala, mas principalmente em função do custo unitário elevado e do aumento de 14,1% no custo por hectare em relação à safra 2020/2021. Os principais fatores que contribuíram para este aumento foram os altos preços dos insumos, principalmente fertilizantes, que foram exacerbados após o início do conflito Rússia-Ucrânia, e aumento dos custos com arrendamento vinculado ao preço da saca de soja, junto à queda de produtividade do algodão e do milho. Com isso, a SLC teve um EBITDA de R\$ 3 bilhões, com margem de 31,8%, considerando a variação e realização do valor justo dos ativos biológicos em sua receita e custo, como resultado de uma política assertiva de fixação de preços. Para a safra 2022/2023, esperamos que a margem EBITDA da empresa fique pressionada em cerca de 25-28%, resultado de uma estabilização dos preços das commodities. Isso, em conjunto com o aumento de custo dos principais insumos da empresa (sementes, fertilizantes e defensivos), que ainda foram comprados a preços altos no ano passado e são correlacionados ao preço das commodities e indexados ao dólar, enquanto a outra metade é fixada em reais, sendo impactada pela inflação e influenciada por variáveis como combustíveis, energia e frete

Perfil de alavancagem dentro da expectativa, devido ao aumento de geração de caixa. A SLC apresentou melhora no endividamento líquido na safra 2021/2022, com um índice de dívida líquida ajustada sobre EBITDA de 1,8x, ante 3,5x na safra anterior. A redução foi possível graças à geração de caixa operacional livre (FOCF – *free operating cash flow*) de cerca de R\$ 1,5 bilhão pela empresa e principalmente aos maiores preços faturados para todas as culturas. Esperamos que FOCF da SLC caia para cerca de R\$ 1 bilhão esse ano, consequência dos maiores investimentos e da maior carga de juros no Brasil, uma vez que o endividamento da empresa está majoritariamente atrelado ao CDI. Apesar do menor FOCF, esperamos que em 2023 o EBITDA permaneça em linha com o reportado na última safra, de cerca de R\$ 3 bilhões, dado o cenário atual de preços. Ademais, projetamos alavancagem entre 1,5x-2,0x em 2023 e 2,0x-2,5x nos anos seguintes - considerando passivos de arrendamento na dívida líquida -, dada nossa expectativa de queda de preços das commodities agrícolas e também nos insumos, apesar de volumes maiores. Dessa forma, o perfil de alavancagem da empresa se mantém dentro da nossa expectativa, já incorporando a potencial volatilidade do mercado de commodities agrícolas nos preços internacionais, taxas de câmbio e efeitos climáticos, além da política de distribuição de dividendos de pelo menos 50% do seu lucro líquido.

Perspectiva

A perspectiva estável reflete nossa expectativa de que a alavancagem da SLC permanecerá entre 1,5x-2,5x em 2023 e 2024, apesar do aumento de volumes de insumos agrícolas e outros custos de produção. A empresa mantém uma sólida eficiência operacional, com produtividade acima da média nacional, e segue se beneficiando do cenário favorável de preços das commodities agrícolas, com posição de *hedge* já contratadas para 2023, o que deve resultar em uma expressiva geração de caixa operacional livre, que projetamos em cerca de R\$ 1 bilhão para 2023.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar nosso rating da SLC nos próximos 12-18 meses diante de um maior aperto de liquidez, com fontes de caixa sobre usos materialmente abaixo de 1,0x, de forma consistente. Isso resultaria de uma expressiva quebra de safra por condições climáticas adversas, pressões de capital de giro associadas a uma posição elevada de dívida de curto prazo, alta carga de juros e dificuldades de acesso a refinanciamentos. Também poderíamos rebaixar os nossos ratings da SLC caso as métricas de dívida líquida sobre EBITDA e geração interna de caixa (FFO – *funds from operations*) sobre dívida da empresa fiquem próximas a 4,0x e abaixo de 20%, respectivamente.

Cenário de elevação

Poderíamos elevar o rating da SLC se observássemos uma melhora consistente em seu colchão de liquidez, com um perfil de vencimento de dívida alongado, enquanto a empresa mantém um índice de fontes de caixa sobre usos acima de 1,2x de forma consistente. Nesse cenário, esperaríamos que as métricas de crédito da SLC permanecessem resilientes, mesmo em ciclos de baixa de preços de commodities, altos custos e clima desfavorável para a produtividade agrícola, com dívida sobre EBITDA consistentemente abaixo de 3,0x e FFO sobre dívida acima de 30%.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- Área total de plantio de 668 mil hectares em 2022, crescendo cerca de 35 mil hectares a partir de 2024;
- Preço médio de soja de cerca de US\$14,5 por *bushel* em 2023, refletindo a posição de hedge da empresa, e caindo para cerca de US\$13,5 por *bushel* em 2024, refletindo preços futuros;
- Preço médio do milho de cerca de R\$ 73 por saca em 2023, considerando hedge de 60% a R\$ 62,4 e o restante seguindo a curva futura de preços, e R\$ 60 por saca em 2024;
- Preço médio da pluma do algodão próximo a 88 *cents* de dólar por libra-peso em 2023, considerando hedge de 61% a 91 *cents* e o restante seguindo a curva futura de preços, e 81 *cents* de dólar por libra-peso em 2024;
- Índice de produtividade média de 3,92 kg por hectare de soja, 1,88 kg por hectare da fibra de algodão e 7,68 kg por hectare de milho para safra 2022/2023;
- Investimentos (capex) de R\$ 650 milhões anuais nos próximos dois anos, sendo cerca de R\$ 450 milhões de manutenção;
- Distribuição anual de dividendos de 50% do lucro líquido do ano fiscal anterior nos próximos anos;
- Taxa de câmbio de R\$ 5,18- R\$ 5,25 por US\$1 nos próximos anos, influenciando os preços das commodities e dos insumos atrelados ao dólar (fertilizantes, sementes e defensivos agrícolas), que representam cerca de 57% do custo total da empresa;
- Aquisição de 12 mil hectares de terras agricultáveis em São Desidério no valor de R\$ 470 milhões, sendo duas parcelas pagas em 2023 somando R\$ 290 milhões, e uma última parcela de R\$ 180 milhões em 2025;
- Recompra de ações no valor de R\$ 4,5 milhões em 2023, finalizando o programa de recompra.

Principais Métricas

Nome da entidade – Principais indicadores*

R\$ bilhões	2021r	2022r	2023e	2024p	2025p
Receita	6.324	9.590	11.200-11.400	10.900-11.100	11.400-11.600
EBITDA	1.687	3.053	3.100-3.200	2.700-2.900	2.800-3.000
Margem EBITDA (%)	26,7	31,8	26,5-28,5	25,0-27,0	24,5-26,5
Geração interna de caixa (FFO)	1.410	2.348	1.650-1.750	1.350-1.450	1.560-1.650
Investimentos (capex)	400	450	650	650	770-780
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	35	1.543	950-1.050	700-800	850-950
Dividendos	205	558	600	650-700	550-600
Dívida	5.842	5.587	5.600-5.800	5.900-6.100	6.100-6.300
Dívida/EBITDA (x)	3,5	1,8	1,5-2,0	2,0-2,5	2,0-2,5
FFO/dívida (%)	24,1	42,0	27-32	20-25	23-28
FOCF/dívida (%)	0,6	27,6	15-20	10-15	13-18
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	13,6	9,3	2,5-4,5	1,5-3,5	2,5-4,5
Cobertura de juros pelo FFO (x)	14,3	8,1	2-4	1,5-3,5	2-4

*Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings. r: Real, e: Estimado, p: Projetado. Dívida líquida ajustada de R\$5,6 bilhões em 2022 considera R\$3,5 bilhões de dívida, R\$3,3 bilhões de passivo de arrendamento, R\$100 milhões de títulos a pagar, menos R\$1,6 bilhão de caixa e equivalentes.

Descrição da Empresa

A SLC é uma das principais produtoras agrícolas do Brasil, com foco no cultivo de algodão, soja e milho. Atualmente, a empresa opera 22 unidades de produção em uma área total de 670 mil hectares. Em 2022, a receita da SLC foi de R\$ 9,6 bilhões e EBITDA de R\$ 3,1 bilhões. A empresa tem suas ações negociadas na B3 S.A. Brasil, Bolsa, Balcão e é controlada pela SLC Participações, cuja única subsidiária é a SLC Comercial, uma revendedora de máquinas e equipamentos agrícolas. A SLC Participações é controlada pela família Logemann.

Liquidez

Continuamos avaliando a liquidez da SLC como menos que adequada. Esperamos que o índice de fontes sobre usos de caixa seja de aproximadamente 1,1x no período de 12 meses a partir de dezembro de 2022. O perfil de liquidez da empresa reflete a concentração de dívidas de curto prazo em razão da necessidade de capital de giro e de capex elevados inerentes ao negócio.

Acreditamos que a empresa possui certa flexibilidade para absorver cenários de estresse com diversas medidas, como a redução de investimentos, gestão do capital de giro, e principalmente, a possibilidade de utilizar terras próprias como garantia para rolagem da dívida de curto prazo.

Principais fontes de liquidez	Principais usos de liquidez
- Caixa e equivalentes de caixa de R\$ 1,2 bilhão em 31 de dezembro de 2022;	- Dívida de curto prazo de R\$ 1,1 bilhão em 31 de dezembro de 2022;
- FFO esperado de R\$ 1,6 bilhão nos 12 meses a partir de dezembro de 2022.	- Necessidades regulares de capital de giro de R\$ 490 milhões nos 12 meses a partir de dezembro de 2022;
	- Capital de giro sazonal de R\$ 50 milhões ao longo dos próximos 12 meses a partir de dezembro de 2022;
	- Capex de cerca de R\$ 650 milhões ao longo dos próximos 12 meses a partir de dezembro de 2022;
	- Distribuição de dividendos de 50% do lucro líquido do ano fiscal anterior, ou cerca de R\$ 600 milhões;
	- Recompra de ações de R\$ 4,5 milhões nos próximos 12 meses.

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

Indicadores de crédito ESG



Os indicadores de crédito ESG oferecem divulgação e transparência adicionais no nível da entidade e refletem a opinião da S&P Global Ratings sobre a influência que os fatores ambientais, sociais e de governança têm em nossa análise de ratings. Eles não são um rating de sustentabilidade ou uma avaliação de ESG da S&P Global Ratings. A extensão da influência desses fatores se reflete em uma escala alfanumérica de 1-5 em que 1= positiva, 2 = neutra, 3 = moderadamente negativa, 4 = negativa e 5 = muito negativa. Para mais informações, veja nosso comentário "Definições e aplicação dos indicadores de crédito ESG", publicado em 13 de outubro de 2021.

Os fatores ambientais são uma consideração moderadamente negativa na nossa análise de rating da SLC, em linha com os pares do setor agrícola. Em nossa visão, a empresa tem uma exposição significativa a riscos ambientais, sobretudo a eventos climáticos, que podem prejudicar a produtividade agrícola e causar uma grande volatilidade da rentabilidade e geração de caixa. Em 2021, a queda de produtividade do milho foi estimada acima de 20% (as safras de soja e algodão permaneceram praticamente ilesas), o que poderia ter prejudicado a geração de EBITDA, porém foi mais que compensada pelos maiores preços das commodities.

Tabela de Classificação de Ratings

Rating de crédito de emissor na Escala Nacional Brasil	brAA/Estável/--
Risco de negócio	Regular
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Regular
Posição competitiva	Regular
Risco financeiro	Agressivo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Agressivo
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutro
Estrutura de capital	Neutra
Política financeira	Neutra
Liquidez	Menos que adequada
Administração e governança	Regular
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.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.
- [Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1 de abril de 2019.
- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018.
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014.
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013.
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013.
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013.
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas](#), 13 de novembro de 2012.
- [Princípios ambientais, sociais e de governança nos ratings de crédito](#), 10 de outubro de 2021.

Copyright © 2023 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, completude, 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 COMERCIALIZAÇÃO, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUEO 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.

AS&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.

AS&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.