06 MAY 2025

Fitch Rebaixa Ratings da Azul para 'CCC-'/ 'CCC-(bra)'

Fitch Ratings - Rio de Janeiro - 06 May 2025: A Fitch Ratings rebaixou hoje os IDRs (*Issuer Default Ratings* - Ratings de Inadimplência do Emissor) de Longo Prazo em Moedas Estrangeira e Local da Azul S.A. (Azul) para 'CCC-', de 'CCC', e seu Rating Nacional de Longo Prazo para 'CCC-(bra)', de 'CCC(bra)'. A agência também rebaixou o rating das notas com garantias emitidas pela Azul Secured Finance LLP para 'CCC-/RR4', de 'CCC/RR4', e rebaixou os ratings das notas sem garantias da Azul Investments LLP para 'C/RR6', de 'CC/RR6'

Os rebaixamentos refletem a limitada flexibilidade financeira da Azul, que tem dificuldades para acessar liquidez ao mesmo tempo em que continua negociando sua dívida com credores, e sua incapacidade de melhorar efetivamente sua liquidez, agravadas pelo cenário geral de aversão a risco de crédito.

Apesar das melhorias operacionais, a Azul enfrenta dificuldades para finalizar a parte de equity (capital) de sua reestruturação de dívida e garantir novas fontes de liquidez em termos mais razoáveis, itens essenciais para financiar seu fluxo de caixa livre (FCF) negativo no primeiro semestre de 2025.

PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING

Incapacidade de Melhorar Efetivamente a Liquidez: O rating da Azul foi rebaixado para 'CCC-' devido à sua incapacidade de garantir os recursos necessários para melhorar a liquidez de forma mais robusta e ajudar a financiar o FCF negativo do primeiro semestre de 2025. O plano de reestruturação previa converter 12,5% de sua dívida em um follow-on de USD200 milhões. Além disso, a Azul pretendia acessar linhas de crédito de relevantes, como as da Agência Brasileira Gestora de Fundos Garantidores e Garantias (ABGF), para melhorar sua liquidez. Até o momento, isso não foi concluído.

Discussão em Andamento com Detentores de Títulos: A Azul anunciou acordo com detentores de seus bonds atuais para garantir financiamento de curto prazo de aproximadamente BRL600 milhões, a fim de financiar a queima de caixa esperada para os primeiros seis meses do ano. O montante se refere a notas que vencem em seis meses e são pré-pagáveis se a Azul receber qualquer financiamento público. Os títulos são garantidos por recebíveis de cartões de crédito e débito gerados por seu negócio de transporte aéreo de passageiros e não demandaram aditivos nos contratos ou waivers à dívida dos bonds existentes.

A nova emissão segue a parte final de um plano de reestruturação mais amplo da empresa, anunciado no final de 2024. A estratégia converteu 35% das notas com vencimento em 2029 e 2030 em ações preferenciais, mas uma conversão de mais 12,5%, sujeita a um follow-on de USD200 milhões, ainda

está pendente.

Queima de Fluxo de Caixa: Apesar das melhorias esperadas para o fluxo de caixa operacional, as elevadas despesas com juros e de aluguel continuam sendo uma ameaça à geração de FCF no curto prazo. O cenário-base da Fitch estima o EBITDA de 2025 da Azul em BRL7,2 bilhões, e as despesas com aluguel, juros e capex em BRL8 bilhões.

Dada a sazonalidade dos negócios, o primeiro semestre seria responsável por grande parte da geração negativa de FCF. A recente queda dos preços dos combustíveis provavelmente terá impacto positivo nos resultados do segundo semestre do ano.

SENSIBILIDADE DOS RATINGS

Fatores que Podem, Individualmente ou Coletivamente, Levar a uma Ação de Rating Negativa/ Rebaixamento:

-- Um rebaixamento pode ocorrer se a Fitch acreditar que um processo de *default* ou semelhante a *default* é provável ou já começou, com anúncio de reestruturação de dívida ou refinanciamento com termos mais fracos para os credores.

Fatores que Podem, Individualmente ou Coletivamente, Levar a uma Ação de Rating Positiva/Elevação:

-- Uma elevação dos ratings da Azul é improvável até que a empresa resolva suas necessidades de refinanciamento de curto prazo e suas questões de liquidez.

PRINCIPAIS PREMISSAS

-- O cenário-base da Fitch para 2025 e 2026 inclui aumentos de 6% e 11% em assentos oferecidos por quilômetro (ASK) e de 6% e 10% na receita por passageiro por quilômetro (RPK), respectivamente;

-- Índices de ocupação de 80%–81% em 2025 e 2026;

-- Margem ajustada de EBITDAR de 30%–32% em 2025 e 2026;

-- Investimentos de BRL1,4 bilhão em 2025 e BRL2,0 bilhões em 2026.

ANÁLISE DE RECUPERAÇÃO

A análise de recuperação assume que a Azul seria considerada *going concern* em falência e que seria reorganizada, em vez de liquidada. A Fitch assumiu reivindicações administrativas de 10%.

Abordagem Going Concern

O EBITDA *going concern* da Azul é de BRL2,5 bilhões, incorporando as baixas expectativas de EBITDA pós-pandemia, ajustado por despesas de leasing, mais um desconto de 20%. A estimativa do EBITDA *going concern* reflete a visão da Fitch de um nível sustentável de EBITDA pós-reorganização, no qual o

valor da empresa está baseado. O múltiplo *enterprise value* (VE)/EBITDA aplicado é de 5,5 vezes, refletindo a forte posição de mercado da empresa no Brasil.

A Fitch aplica uma análise em cascata ao VE pós-inadimplência, com base em reivindicações relativas à dívida na estrutura de capital. As premissas da agência para a cascata consideram a dívida total da empresa em 31 de dezembro de 2024 e resultam em uma taxa de recuperação 'RR1' para as notas com garantias de primeiro nível e superprioritárias e 'RR2' para as com garantias de segundo nível. Porém, devido ao *soft cap* do Brasil, de 'RR4', as notas seniores com garantias são classificadas como 'CCC-'/'RR4'. Para as notas sem garantias, a recuperação está na faixa 'RR6', resultando em um rating 'C-'/'RR6'.

RESUMO DA ANÁLISE

A Azul tem uma posição mais fraca que a de seus pares globais, dada sua limitada diversificação geográfica, sua maior alavancagem operacional e sua menor flexibilidade financeira. Em comparação com pares regionais, apresenta diversificação de negócios, liquidez e flexibilidade financeira mais fracas que as da Latam Airlines Group S.A. (Latam, BB/Perspectiva Positiva) e da Avianca Group International Limited (Avianca, B/Perspectiva Estável).

Diferente das duas empresas, a Azul não realizou *haircut* de dívida como parte de sua reestruturação pós-pandemia de Covid-19.

A forte posição da Azul no mercado regional brasileiro e suas altas margens operacionais são parte relevante da análise. A exposição a risco cambial é um fator negativo para a qualidade de crédito da companhia, dada sua baixa diversificação geográfica.

A Fitch acredita que Latam e Avianca manterão alavancagem bruta em torno de 2,5 vezes e 3,5 vezes, respectivamente, nos próximos dois anos, ao passo que a da Azul deve ficar em torno de 5,0 vezes em 2025. As despesas com leasing e juros da Azul e seu programa de investimentos elevam os riscos para financiar o FCF significativamente negativo. A Azul apresenta fraca liquidez, medida por caixa/receitas dos últimos 12 meses, de cerca de 7%–10%. A Latam registra mais de 25%, incluindo linha de crédito rotativo, e a Avianca, em torno de 15%–20%. A Latam possui considerável linha de crédito em stand-by, de USD1,1 bilhão.

Referências para Fontes Altamente Relevantes Citadas entre os Principais Fundamentos dos Ratings

As principais fontes de informação utilizadas na análise estão descritas nas Metodologias Aplicadas listadas abaixo.

CONSIDERAÇÕES DE ESG

Salvo disposição em contrário divulgada nesta seção, o score mais alto de Relevância de Crédito Ambiental, Social e de Governança (ESG) é '3'. Isto significa que as questões de ESG são neutras ou têm impacto mínimo no crédito da entidade, seja devido à sua natureza, ou à forma como estão sendo por ela administradas. Os scores de relevância ESG não são inputs para o processo de rating, mas uma

observação sobre a relevância de fatores ESG na decisão de rating. Para mais informações sobre os Scores de ESG da Fitch, acesse.

LIQUIDEZ E ESTRUTURA DA DÍVIDA

Em 31 de dezembro de 2024, os vencimentos de curto prazo da Azul totalizavam BRL8,5 bilhões (BRL 2,2 bilhões de dívida financeira e BRL6,3 bilhões de obrigações de leasing). O caixa disponível, segundo critérios da Fitch, caiu para BRL1,3 bilhão, de BRL1,9 bilhão no final de dezembro de 2023. Pelas estimativas da agência, a Azul não gerará fluxo de caixa suficiente nem terá liquidez para honrar essas obrigações sem novas entradas de caixa.

A dívida totalizava BRL31,2 bilhões, consistindo principalmente de BRL17,3 bilhões de obrigações de leasing, BRL977 milhões de notas-ponte com vencimento em 2025, BRL196 milhões de notas seniores internacionais sem garantia com vencimento em 2026, e BRL11,4 bilhões de emissões com garantia e vencimento em 2028, 2029 e 2030.

PERFIL DO EMISSOR

A Azul é uma das maiores empresas aéreas do Brasil, com presença significativa no mercado regional, sendo a única operadora de 82% de suas rotas. Em 2024, 93% de suas receitas derivaram de passageiros e 7%, de carga e outros.

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 Azul 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.

Histórico dos Ratings:

Azul S.A.

Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela primeira vez: 17 de julho de 2019.

Data na qual a classificação em escala nacional foi atualizada pela última vez: 3 de fevereiro de 2025.

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 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/site/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 Ratings Corporativos (6 de dezembro de 2024);
- Metodologia de Ratings em Escala Nacional (22 de dezembro de 2020);
- Metodologia de Vínculo Entre Ratings de Controladoras e Subsidiárias (16 de junho de 2023).

Outras Metodologias Relevantes:

- Corporate Recovery Ratings and Instrument Ratings Criteria (2 de agosto de 2024);
- Country-Specific Treatment of Recovery Ratings Criteria (3 de março de 2023)
- Sector Navigators – Addendum to the Corporate Rating Criteria (6 de dezembro de 2024).

Fitch Ratings Analysts

Debora Jalles

Senior Director

Analista primário

+55 21 4503 2621

Fitch Ratings Brasil Ltda. Av. Barão de Tefé, 27 – Sala 601 Saúde Rio de Janeiro, RJ 20220-460

Francisco Mercadal

Associate Director

Analista secundário

+56 2 3321 2912

Martha Rocha

Managing Director
Presidente do Comitê
+1 212 908 0591

Media Contacts

Maggie Guimaraes

São Paulo
+55 11 4504 2207
maggie.guimaraes@thefitchgroup.com

Rating Actions

ENTITY/DEBT	RATING		RECOVERY	PRIOR	
AZUL Investments LLP					
	• senior unsecured ^{LT}	C	Downgrade	RR6	CC
Azul S.A.	LT IDR	CCC-	Downgrade		CCC ⁺
	LC LT IDR	CCC-	Downgrade		CCC ⁺
	Natl LT	CCC-(bra)	Downgrade		CCC(bra) ⁺
Azul Secured Finance LLP					
	• senior secured ^{LT}	CCC-	Downgrade	RR4	CCC

ENTITY/DEBT	RATING		RECOVERY	PRIOR	
• Senior Secured 2nd Lien	LT	CCC-	Downgrade	RR4	CCC
• super senior	LT	CCC-	Downgrade	RR4	CCC

RATINGS KEY OUTLOOK WATCH

POSITIVE	⊕	◇
NEGATIVE	⊖	◇
EVOLVING	◊	◆
STABLE	◐	

Applicable Criteria

[Corporate Rating Criteria \(pub.06 Dec 2024\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)

[Corporates Recovery Ratings and Instrument Ratings Criteria \(pub.02 Aug 2024\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)

[Country-Specific Treatment of Recovery Ratings Criteria \(pub.03 Mar 2023\)](#)

[National Scale Rating Criteria \(pub.22 Dec 2020\)](#)

[Sector Navigators – Addendum to the Corporate Rating Criteria \(pub.06 Dec 2024\)](#)

Additional Disclosures

[Solicitation Status](#)

Endorsement Status

AZUL Investments LLP EU Endorsed, UK Endorsed

Azul S.A. EU Endorsed, UK Endorsed

Azul Secured Finance LLP EU Endorsed, UK Endorsed

DISCLAIMER & DISCLOSURES

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 definições de cada escala e categoria de rating, incluindo definições referentes a inadimplência, podem ser acessadas em <https://www.fitchratings.com/pt/region/brazil>, em definições de ratings, na seção de exigências regulatórias. Os ratings públicos, critérios e metodologias publicados estão permanentemente disponíveis neste website. 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 website, na seção "código de conduta". Os interesses relevantes de diretores e acionistas estão disponíveis em <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. A Fitch pode ter fornecido outro serviço autorizado ou complementar à entidade classificada ou a partes relacionadas. Detalhes sobre serviço autorizado, para o qual o analista principal está baseado em uma empresa da Fitch Ratings (ou uma afiliada a esta) registrada na ESMA ou na FCA, ou serviços complementares podem ser encontrados na página do sumário do emissor, no website da Fitch.

Ao atribuir e manter ratings e ao produzir outros relatórios (incluindo informações sobre projeções), a Fitch conta com informações factuais recebidas 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 uma verificação adequada destas informações de fontes independentes, à medida que estas fontes estejam disponíveis com determinado grau 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 da natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações preexistentes 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. A Fitch Ratings realiza ajustes frequentes e amplamente aceitos nos dados financeiros reportados, de acordo com as metodologias relevantes e/ou padrões do setor, de modo a prover consistência em termos de métricas financeiras para entidades do mesmo setor ou classe de ativos.

A faixa completa de melhores e piores cenários de ratings de crédito para todas as categorias de rating varia de 'AAA' a 'D'. A Fitch também fornece informações sobre os melhores cenários de elevação de rating e os piores cenários de rebaixamento de rating (definidos como o 99º percentil de transições de rating, medidos em cada direção) para ratings de crédito internacionais, com base no desempenho histórico. Uma média simples entre classes de ativos apresenta elevações de quatro graduações no melhor cenário de elevação e de oito graduações no pior cenário de rebaixamento no 99º percentil. Os melhores e piores cenários de rating específicos do setor estão listados detalhadamente em <https://www.fitchratings.com/site/re/10238496>

As informações neste relatório são fornecidas "tais como se apresentam", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia, e a Fitch não garante ou atesta que um relatório ou seu conteúdo atenderá qualquer requisito de quem o recebe. 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 da 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 taxação sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe pagamentos de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e underwriters para avaliar o rating dos 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 da distribuição por meios eletrônicos, o relatório da Fitch poderá ser disponibilizado para estes assinantes até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.

Para 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 à utilização por pessoas que sejam clientes de varejo, nos termos da Lei de Sociedades (Corporations Act 2001).

A Fitch Ratings, Inc. está registrada na Securities and Exchange Commission dos EUA como uma "Nationally Recognized Statistical Rating Organization" (NRSRO – Organização de Rating Estatístico Reconhecida Nacionalmente). Algumas subsidiárias de ratings de crédito de NRSROs são listadas no Item 3 do NRSRO Form e, portanto, podem atribuir ratings de crédito em nome da NRSRO (consulte <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), mas outras subsidiárias de ratings de crédito não estão listadas no NRSRO Form (as "não-NRSROs"). Logo, ratings de crédito destas subsidiárias não são atribuídos em nome da NRSRO. Porém, funcionários da não-NRSRO podem participar da atribuição de ratings de crédito da NRSRO ou atribuídos em nome dela.

Copyright © 2025 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). Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados.

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.