

Análise Detalhada

Arteris S.A. e Subsidiárias

Data de publicação: 08 de agosto de 2019

Analista principal:

Vinicius Ferreira, São Paulo, 55 (11) 3039-9763,
vinicius.ferreira@spglobal.com

Contatos analíticos adicionais:

Matheus Ferreira de Argollo Gusman, São Paulo, 55 (11) 3039-4846,
matheus.f@spglobal.com

Marcelo Schwarz, CFA, São Paulo, 55 (11) 3039-9782,
marcelo.schwarz@spglobal.com

Ratings de Crédito de Emissor (Escala Nacional Brasil)

Arteris S.A. (Arteris)	brAAA/Estável/--
Autopista Fernão Dias S.A. (Fernão Dias)	brAAA/Estável/--
Autopista Planalto Sul S.A. (Planalto Sul)	brAAA/Estável/--
Via Paulista S.A. (ViaPaulista)	brAAA/Estável/--

Destaques da Análise de Crédito

Resumo

Principais Pontos Fortes

Concessões sob administração são canais importantes com grande fluxo de mercadorias e pessoas;

Ativo estratégico para seus acionistas, os quais já forneceram suporte tempestivo à Arteris quando necessário;

Rodovias federais com histórico de reajustes acima da inflação para incorporar nas tarifas investimentos adicionais acima daqueles determinados nos contratos iniciais de concessão.

Principais Riscos

O vencimento da concessão da Arteris - Centrovias S.A. (Centrovias) reduzirá a geração de caixa nos próximos anos, mas isso será parcialmente compensado por melhor desempenho das concessões federais;

A Arteris tem grande volume de investimentos para ser executado, principalmente em suas concessões federais;

Necessidade de endividamento adicional para financiar parte dos investimentos que não serão cobertos por sua geração de caixa operacional.

Maior peso das concessionárias federais na geração de caixa consolidada

A ViaPaulista após incorporar os ativos da Autovias S.A. (Autovias), Centrovias S.A. (Centrovias) e Intervias S.A. (Intervias) – que são as concessões estaduais da Arteris –, em conjunto com a Autopista Régis Bittencourt S.A. (Régis Bittencourt) após esta ter a Serra do Cafezal concluída em dezembro de 2017 são as principais geradoras de caixa do grupo atualmente.

Representatividade das Concessões no EBITDA do Grupo

Concessões Estaduais

Autovias
Centrovias
Intervias
ViaPaulista

51% do EBITDA consolidado

Concessões Federais

Fernão Dias
Fluminense
Litoral Sul
Planalto Sul
Régis Bittencourt

49% do EBITDA consolidado

Conforme as concessões estaduais da Arteris chegam ao fim, como é o caso da Centrovias que terminará nos próximos meses, esperamos uma diminuição na geração de caixa consolidada do grupo de 2020 em diante. Importante ressaltar que o vencimento da concessão da Autovias tem efeito neutro no EBITDA consolidado do grupo porque seus ativos foram incorporados pela ViaPaulista, cuja concessão foi assinada em 2017 e tem prazo de 30 anos.

Gradualmente, esperamos que a geração de caixa nas rodovias federais ganhe mais peso na geração de caixa consolidada da Arteris, não só pelo vencimento das estaduais, mas também devido aos investimentos realizados que estavam fora do escopo inicial do contrato de concessão e que vêm sendo gradativamente incorporados às tarifas dessas concessionárias.

Novas dívidas para fazer frente ao plano de investimentos

Acreditamos que a menor geração de caixa em virtude do fim da concessão da Centrovias será parcialmente compensada pelo melhor desempenho operacional das rodovias federais.

Ao mesmo tempo, a Arteris possui um plano de investimentos de aproximadamente R\$ 4,0 bilhões até 2020 em suas concessionárias atuais, que deve ser financiado pela própria geração de caixa do grupo e também por novas dívidas, com destaque para a ViaPaulista que já possui R\$ 3,65 milhões em financiamento contratado com o BNDES (27 anos para o vencimento) e a emissão de debêntures de R\$ 400 milhões (oito anos para o vencimento) já emitidas. Com isso, o índice de dívida sobre EBITDA do grupo atingirá um pico de cerca de 5,0x em 2020 e a geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre a dívida chegará perto de 12%.

Acionistas devem continuar fornecendo suporte tempestivo

Esperamos que os acionistas da Arteris – **Abertis Infraestructuras, S.A.** (Abertis: BBB/Estável/A-2) e **Brookfield Asset Management Inc.** (Brookfield: A-/Estável/A-1) – continuem fornecendo suporte extraordinário e tempestivo às operações da Arteris caso seja necessário.

Em nossa visão, a Arteris seguirá com seu plano de investimentos nas suas concessões atuais. Em nosso cenário-base, não consideramos que novas concessões serão adicionadas ao seu portfólio atual, e que eventual nova aquisição e/ou novos projetos dependeriam de capitalização de seus acionistas.

Perspectiva: Estável

A perspectiva estável dos ratings de crédito corporativo da Arteris e de suas subsidiárias reflete a limitação desses ratings àqueles atribuídos ao governo soberano brasileiro. O ambiente de atuação da Arteris é altamente regulado e sujeito à influência governamental. Nesse sentido, uma vez que as tarifas são reguladas, estas poderiam ser limitadas para controlar a inflação em um cenário de elevado estresse macroeconômico. Assim, entendemos que a Arteris não pode ter seus ratings acima dos ratings do Brasil.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar os ratings seguindo uma ação semelhante àquela realizada nos ratings do Brasil. Ainda, poderíamos rebaixar os ratings se observássemos uma deterioração severa nas métricas de crédito em função de um aumento substancial na alavancagem derivado de um impacto negativo significativamente acima do esperado no tráfego das rodovias estaduais, ou devido à falta de compensação adequada por parte do Poder Concedente pelos investimentos adicionais nas rodovias federais, resultando em dívida ajustada sobre EBITDA acima de 6,0x ou FFO sobre dívida abaixo de 6%. Também poderemos rebaixar os ratings da Arteris se sua posição de liquidez se deteriorar significativamente em razão de uma menor geração de caixa ou de acesso reduzido a financiamento para os seus investimentos, acarretando um déficit material de fontes de liquidez sobre usos.

Os ratings das subsidiárias Fernão Dias, Planalto Sul e ViaPaulista serão rebaixados caso haja um rebaixamento no rating da Arteris.

Cenário de elevação

Como os ratings da Arteris e de suas subsidiárias Fernão Dias, Planalto Sul e ViaPaulista já se encontram no topo da Escala Nacional Brasil, não se aplica um cenário de elevação de seus ratings.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- **Crescimento do PIB:** consideramos que o PIB brasileiro deverá crescer em torno de 1,0% em 2019 e 2,2% em 2020.
- **Elasticidade do tráfego ao PIB:** presumimos que o tráfego nas rodovias da Arteris deverá crescer com uma elasticidade de 1,5x em relação ao PIB do Brasil.
- **Tarifas:** estimamos que seus reajustes serão anualmente pela inflação – 4,0% ao ano em 2019 e 2020. Esperamos que a ViaPaulista tenha reajustes acima da inflação em 2020 pelos investimentos em duplicação. Ainda, algumas rodovias federais, como a Régis Bittencourt, devem ter seus reajustes maiores também para compensar os investimentos adicionais realizados em períodos anteriores. Vale ressaltar que as rodovias federais possuem seus reajustes tarifários baseados em fluxo de caixa marginal, assim pode haver compensação tarifária por menor volume de tráfego e manter assim o equilíbrio econômico-financeiro do contrato de concessão.
- **Centrovias:** projetamos que a concessão da Centrovias vigorará até março de 2020, com base nos aditivos contratuais já assinados, como reequilíbrios relacionados a reajustes aplicados seguindo o IPCA em vez do IGP-M e a obras realizadas além do escopo do contrato de concessão, e também na expectativa de que após a relicitação, o Poder Concedente já terá uma nova concessionária responsável pela operação desse trecho. Ainda existem dois temas que podem prorrogar o contrato de concessão mais adiante, que são: a depreciação de intangível que levou a um pagamento mais alto de impostos, e as perdas de receitas relacionadas à manutenção das tarifas em 2013. Porém, como o tempo de uma possível prorrogação ainda é incerto, ainda não a incorporamos em nosso cenário-base.
- **Investimentos:** estimamos que a Arteris deverá investir cerca de R\$ 2,0 bilhões-2,5 bilhões anualmente em 2019 e 2020, e parte deles serão financiados com novas dívidas.
- **Dividendos:** não esperamos que a Arteris distribua dividendos para seus acionistas nos próximos dois anos, sendo que um montante mínimo deverá ser capitalizado para distribuição futura.

Principais métricas

	2018	2019E ¹	2020E ¹
EBITDA (R\$ bi)	1,7	1,7-1,9	1,6-1,8
FFO/Dívida (%)	17,5	12,5-17,5	15,0-10,0
Dívida/EBITDA (x)	3,7	3,5-4,5	4,0-5,0

¹Estimado

Esperamos que a alavancagem consolidada tenha certa deterioração em 2020, uma vez que a concessão da Centrovias terminará no primeiro trimestre de 2020. Com isso, a geração de caixa consolidada será menor, ao mesmo tempo que os investimentos seguirão elevados, principalmente nas rodovias federais, aumentando a dívida bruta consolidada.

Caso a Arteris assine aditivos contratuais adicionais na Centrovias que levem a empresa a manter a concessão até o final de 2020, esperamos que as métricas de crédito consolidadas em 2020 ainda estejam em linha com as nossas atuais expectativas para 2019. Todavia, por conta da incerteza do prazo de prorrogação, ainda não a contemplamos em nosso cenário-base.

Descrição da Empresa

A Arteris é uma das maiores operadoras de rodovias do país, contando com quatro concessões estaduais em São Paulo e cinco concessões federais, somando cerca de 3.416 quilômetros de rodovias. A Arteris controla 100% das suas concessionárias, que são todas com capital aberto.



As rodovias operadas pela Arteris são interligadas e concentradas nas regiões sudeste e sul do país, formando corredores importantes para grandes centros urbanos – como as cidades de São Paulo, Belo Horizonte, Curitiba e Florianópolis –, e também para o comércio intranacional e externo, servindo como uma rota para produtos direcionados a parceiros comerciais do Mercosul.

Concessão	Km	Prazo da Concessão ¹	Indexador do Contrato
Concessões estaduais			
Centrovias	218,2	Ago-19	IGP-M/IPCA
Intervias	375,7	Abr-28	IGP-M/IPCA
Via Paulista	720,0	Out-47	IPCA
Concessões federais			
Planalto Sul	412,7	Fev-33	IPCA
Fluminense	320,1	Fev-33	IPCA
Fernão Dias	562,1	Fev-33	IPCA
Régis Bittencourt	401,6	Fev-33	IPCA
Litoral Sul	405,9	Fev-33	IPCA

¹Sem considerar prorrogações adicionais derivadas de reequilíbrios nos contratos.

As concessionárias são responsáveis pela operação, manutenção e melhoria das rodovias que operam. As concessões estaduais são reguladas e fiscalizadas pela Agência Reguladora de Serviços Públicos Delegados de Transporte do Estado de São Paulo (ARTESP). Já as concessões federais são reguladas e fiscalizadas pela Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT).

A empresa é indiretamente controlada pela Abertis e também conta com a participação da Brookfield. Para mais detalhes sobre a influência dos acionistas sobre a Arteris, ver a seção “Influência do Grupo”.

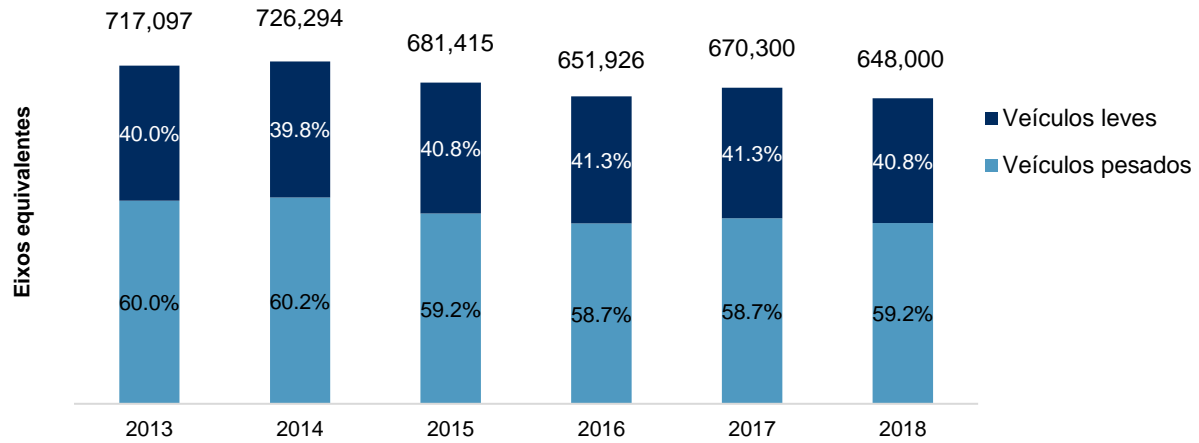
Perfil de Risco de Negócios: Satisfatório

Apesar de possuir operações apenas no Brasil, um país avaliado como de risco moderadamente alto, as operações apenas na indústria de infraestrutura de transportes beneficiam o perfil de risco de negócios, uma vez que o risco dessa indústria é baixo em razão de sua baixa ciclicidade, elevadas barreiras à entrada, rentabilidade previsível e baixo risco de substituição.

Como a Arteris é uma empresa cujas pressões competitivas, estabilidade e lucratividade refletem os efeitos de políticas e regulações governamentais, seja no nível estadual seja no federal, atribuímos alta importância à qualidade da regulação e dos contratos de concessão firmados pela empresa. Entendemos que o ambiente regulatório de concessões rodoviárias, tanto estaduais quanto federais, é transparente e favorável aos negócios da Arteris, permitindo a previsibilidade dos fluxos de caixa de cada concessionária, ainda que, por vezes, o regulador possa tomar certas decisões unilaterais. Em nossa visão, no Brasil existe um histórico de reequilíbrios econômicos e financeiros dos contratos das rodovias concedidas que permitem a recuperação de todos os investimentos realizados nas áreas de concessão.

A infraestrutura de transportes brasileira é altamente dependente do transporte rodoviário. Assim, muitas rodovias no país possuem volumes de tráfego de veículos comerciais comparativamente maiores aos de outros países. Apesar da dependência do transporte rodoviário, o sistema brasileiro, de maneira geral, não possui rodovias alternativas com o mesmo destino, o que significa que as concessionárias não enfrentam competição direta de outras empresas.

Gráfico 1
Evolução e composição do tráfego consolidado
Em eixos equivalentes



Fonte: Demonstrações financeiras Arteris, S&P Global Ratings.
Copyright © 2019 por S&P Global Ratings. Todos os direitos reservados.

Algumas concessões estaduais da Arteris vencerão nos próximos meses. No caso da Autovias, a concessão foi relicitada e permaneceu com o grupo, uma vez que seus ativos foram incorporados pela ViaPaulista. Já no caso da Centrovias, a Arteris ainda está negociando com o regulador potenciais compensações que poderão levar a uma prorrogação do contrato de concessão por alguns meses adicionais. Todavia, essa concessão será relicitada em novembro de 2019, e, portanto, não será renovada automaticamente por 20 anos. Não enxergamos risco de concentração em um ativo específico com o vencimento das concessões estaduais.

Tabela 1 - Comparação com os pares

Setor da indústria: Infraestrutura de transportes

	Arteris	CCR	EcoRodovias	AB Concessões	Abertis
Ratings na Escala Nacional Brasil (ou Global)	brAAA/Estável/-	brAAA/Estável/-	brAAA/Estável/-	brAAA/Estável/-	BBB/Estável/--
	-	-	-	-	-
	2018	2018	2018	2018	2018
(R\$ Milhões)					
Receitas	2.611,8	8.136,7	2.516,2	1.088,0	22.951,2
EBITDA	1.678,6	3.753,5	1.617,8	686,0	16.669,8
FFO ¹	1.079,2	1.961,6	903,9	353,8	8.971,4
Despesas com juros	512,4	952,0	449,6	262,4	3.381,5
Juros-caixa pagos	495,4	1.046,6	406,5	211,0	3.500,7
Fluxo de caixa das operações	977,8	2.652,8	937,2	223,5	8.401,3
Capex	1.666,2	2.633,4	739,7	131,7	2.653,7
Fluxo de caixa operacional livre	(688,4)	19,4	197,5	91,7	5.747,6
Fluxo de caixa discricionário	(688,4)	(1.281,2)	(204,3)	91,7	3.810,1
Caixa e investimentos de curto prazo	1.038,3	3.021,6	2.634,7	466,5	12.131,4
Caixa disponível bruto	6.149,9	14.208,8	4.894,5	2.253,9	107.529,0
Dívida	6.458,1	8.432,7	640,3	3.046,3	26.264,0
Patrimônio líquido	2.611,8	8.136,7	2.516,2	1.088,0	22.951,2
Índices Ajustados					
Margem EBITDA (%)	64,3	46,1	64,3	63,0	72,6
Retorno sobre capital (%)	6,2	12,7	25,1	4,6	9,9
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	3,3	3,9	3,6	2,6	4,9
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	3,2	2,9	3,2	2,7	3,6
Dívida/EBITDA (x)	3,7	3,8	3,0	3,3	6,5
FFO/Dívida (%)	17,5	13,8	18,5	15,7	8,3
Fluxo de caixa das operações/Dívida (%)	15,9	18,7	19,1	9,9	7,8
Fluxo de caixa operacional livre/Dívida (%)	(11,2)	0,1	4,0	4,1	5,3
Fluxo de caixa discricionário/Dívida (%)	(11,2)	(9,0)	(4,2)	4,1	3,5

O perfil de risco de negócios de empresas operadoras de rodovias brasileiras é em geral satisfatório ou regular, principalmente influenciado pelo risco-país e pelo ambiente regulatório que, como já mencionado, possui um histórico positivo de estabilidade regulatória e cumprimento dos contratos. Assim como a Arteris, os grupos brasileiros que operam ativos na infraestrutura de transportes são pouco diversificados geograficamente, com operações concentradas no país. Por outro lado, o modelo da infraestrutura de transporte brasileira estabelece quase-monopólios onde, de maneira geral, cada rota não possui vias de transporte substitutas.

Os principais pares da Arteris são a CCR S.A. (CCR: brAAA/Estável/--) e a EcoRodovias Concessões e Serviços S.A. (EcoRodovias: brAAA/Estável/--). O portfólio rodoviário dessas empresas é mais maduro e se beneficiam de uma maior eficiência operacional do que o da Arteris. A CCR especificamente se

favorece de maior diversificação dentro da indústria de infraestrutura de transportes, com operações em aeroportos e no transporte ferroviário metropolitano.

Além disso, a CCR e a EcoRodovias apresentam menor alavancagem quando comparadas à Arteris. Como dito anteriormente, a Arteris possui um cronograma elevado de investimentos a ser realizado em suas concessões, principalmente nas federais, o que pressiona suas métricas de crédito no curto prazo, mas isso deve ser compensado na forma de fluxos de caixa futuros conforme estabelecido pelos seus contratos de concessão.

Perfil de Risco Financeiro: Significativo

Esperamos que a geração de caixa da Arteris seja negativamente afetada de 2020 em diante com o vencimento da concessão da Centrovias. Apesar de esperarmos uma melhora gradual no desempenho financeiro das rodovias federais em virtude do reconhecimento tarifário de investimentos passados, além do escopo inicial do contrato de concessão, não acreditamos que o aumento da geração de caixa desses ativos será suficiente para compensar totalmente a perda da geração de caixa que antes vinha da Centrovias.

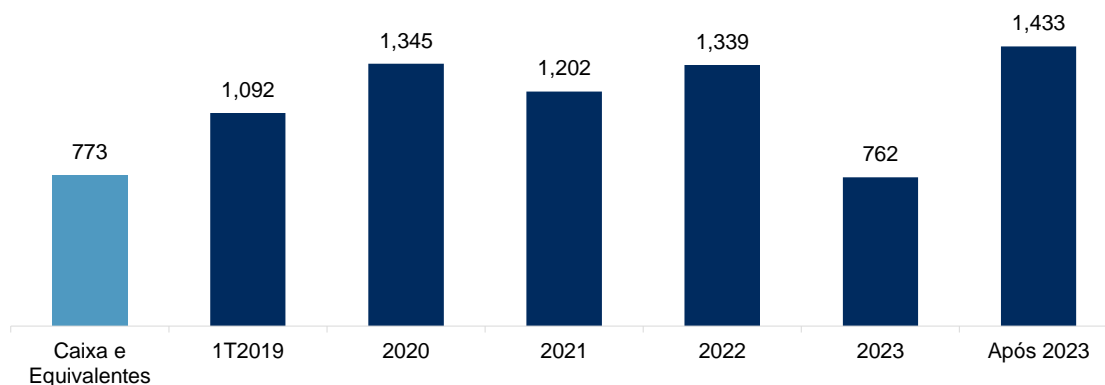
Tabela 2 - Sumário Financeiro					
-- Exercício fiscal findo em 31 de dezembro de --					
	2018	2017	2016	2015	2014
(R\$ Milhões)					
Receitas	2.611,8	2.702,3	2.407,2	2.273,5	2.260,7
EBITDA	1.678,6	1.791,3	1.574,6	1.462,9	1.502,7
FFO¹	1.079,2	1.125,0	696,5	561,9	967,3
Despesas com juros	512,4	399,7	571,8	583,5	401,0
Juros-caixa pagos	495,4	528,7	723,8	722,6	383,0
Fluxo de caixa das operações	977,8	1.013,6	787,4	522,2	912,2
Capex	1.666,2	3.499,3	1.720,1	1.788,6	1.741,2
Fluxo de caixa operacional livre	(688,4)	(2.485,8)	(932,7)	(1.266,4)	(828,9)
Fluxo de caixa discricionário	(688,4)	(2.485,8)	(966,0)	(1.299,6)	(1.031,7)
Caixa e investimentos de curto prazo	1.038,3	698,9	545,1	642,7	1.584,8
Caixa disponível bruto	1.038,3	698,9	545,1	642,7	1.584,8
Dívida	6.149,9	5.391,9	4.498,5	5.743,7	4.467,7
Patrimônio líquido	6.458,1	6.590,8	4.528,6	2.244,8	2.128,8
Índices Ajustados					
Margem EBITDA (%)	64,3	66,3	65,4	64,3	66,5
Retorno sobre capital (%)	6,2	10,1	12,4	14,9	22,1
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	3,3	4,5	2,8	2,5	3,7
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	3,2	3,1	2,0	1,8	3,5
Dívida/EBITDA (x)	3,7	3,0	2,9	3,9	3,0
FFO/Dívida (%)	17,5	20,9	15,5	9,8	21,7
Fluxo de caixa das operações/Dívida (%)	15,9	18,8	17,5	9,1	20,4
Fluxo de caixa operacional livre/Dívida (%)	(11,2)	(46,1)	(20,7)	(22,0)	(18,6)
Fluxo de caixa discricionário/Dívida (%)	(11,2)	(46,1)	(21,5)	(22,6)	(23,1)

Liquidez: Adequada

Continuamos avaliando a liquidez da Arteris como adequada devido à sua resiliente geração de caixa e à sua capacidade de acessar os mercados de crédito para refinanciar dívidas ou financiar seu grande volume de investimentos. Suas fontes de liquidez ultrapassam cerca de 1,7 vezes os usos de recursos esperados para os próximos 12 meses. Ademais, uma parte significativa de seus investimentos deve ser financiada por linhas de crédito do BNDES. Esperamos que a empresa também cumpra com as cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) estabelecidas em seus contratos de dívidas, com adequado colchão de liquidez.

Principais Fontes de Liquidez	Principais Usos de Liquidez
<ul style="list-style-type: none">• Posição de caixa de R\$ 773 milhões em 31 de março de 2019;• Linha de crédito disponível com o BNDES de R\$ 3,66 bilhões para as obras da ViaPaulista;• FFO de cerca de R\$ 1,1 bilhão para os próximos 12 meses.	<ul style="list-style-type: none">• Amortização de dívida de cerca de R\$ 1,1 bilhão nos próximos 12 meses;• Investimentos da ordem de R\$ 2,0 bilhões nos próximos 12 meses.

Gráfico 2
Vencimentos de dívida e posição de caixa
R\$ Milhões



Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2019 por S&P Global Ratings. Todos os direitos reservados.

Análise de Covenants

Esperamos que a Arteris e suas subsidiárias sigam cumprindo com seus *covenants* nos próximos 12 meses, ainda que haja uma queda de 15% no EBITDA consolidado, evitando assim a aceleração de suas dívidas.

As concessionárias da Arteris possuem os seguintes *covenants* financeiros em seus contratos de financiamento com o BNDES, os quais são medidos trimestralmente:

- Índice de cobertura do serviço da dívida (ICSD) de pelo menos 1,3x;
- Dívida total sobre receita bruta do ano anterior de até 15%;
- Patrimônio líquido sobre passivo total de pelo menos 20%.

Caso o ICSD de alguma concessionária fique abaixo do limite, o que ocorreu com as concessionárias Fluminense e Planalto Sul no 1º trimestre de 2019, estas não deverão realizar distribuição de dividendos acima do mínimo obrigatório, nem pagamento de juros sobre o capital próprio, nem pagamento de juros dos mútuos, nem amortização de principal desses mútuos. Caso não cumpram com essas exigências, assim como com os outros indicadores, o vencimento de suas dívidas poderá ser antecipado.

Além disso, as empresas do grupo devem cumprir com o *covenant* abaixo, referente às suas debêntures, medido no nível consolidado da Arteris, o qual, se não for cumprido, poderá levar ao vencimento antecipado das dívidas:

- Dívida líquida sobre EBITDA de até 4,25x, sendo que o EBITDA não considera o pagamento de outorga fixa dos últimos 12 meses.

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

Fatores de governança possuem importância fundamental para nossa análise da Arteris, dado que sua estratégia central baseia-se em fluxos de caixa estáveis e previsíveis originários de seus contratos de concessão por tempo limitado. Um dos fatores importantes que consideramos é o cumprimento das obrigações contratuais e dos investimentos requeridos, além de sua eficácia em negociar prorrogações contratuais, como ocorre nas rodovias estaduais operadas pela Arteris.

Fatores sociais também são importantes para a Arteris, uma vez que a empresa está alinhada com o compromisso de seu controlador de diminuir o número de acidentes e fatalidades nas rodovias. A empresa assumiu a meta de reduzir em 50% o número de fatalidades de 2010 para 2020, registrando uma queda de 37% já em 2017. De maneira complementar, a companhia possui política de segurança, promove treinamentos para seus funcionários e participa de iniciativas para promoção da segurança nas rodovias.

Influência do Grupo

Relação entre a Abertis e a Arteris

Apesar de a Arteris ter a Abertis e a Brookfield como acionistas, vemos que a Abertis detém o controle, uma vez que esta indica a maioria dos membros do Conselho de Administração da Arteris, além de poder indicar os principais executivos da empresa.

Entendemos que a Arteris é estrategicamente importante para a Abertis, considerando diversos fatores, entre eles, sua representatividade de 12% no EBITDA consolidado da Abertis em 2018. Esperamos que o suporte da Abertis para sua subsidiária no Brasil se dê normalmente de modo indireto, por meio do compartilhamento dos conhecimentos obtidos com as operações no mercado europeu – uma vez que executivos da Abertis fazem parte do Conselho de Administração da Arteris – e que, em um período de

maiores dificuldades de acesso a financiamentos devido a restrições no mercado de crédito brasileiro, esse suporte também possa vir na forma de capitalizações, como as que ocorreram nos últimos três anos, embora acreditemos que no curto e médio prazo, a Arteris deverá se financiar por meio da própria geração de caixa e da emissão de novas dívidas localmente.

Relação entre a Arteris e suas subsidiárias Planalto Sul, Fernão Dias e ViaPaulista

A Arteris controla a Planalto Sul, Fernão Dias, Via Paulista e a Régis Bittencourt. Acreditamos que a Arteris fornecerá suporte tempestivo e extraordinário às operações dessas concessionárias, se necessário. Acreditamos que as três empresas possuem sua estratégia, gestão de riscos e imagem alinhadas às da Arteris.

No caso da Fernão Dias e da Planalto Sul, apesar de não esperarmos que sejam as maiores geradoras de caixa da Arteris, essas empresas reforçam a integração dos ativos do grupo, que operam praticamente como um único corredor desde Belo Horizonte até a fronteira com o Rio Grande do Sul.

Já a ViaPaulista, em nossa visão, tem um papel muito importante na estratégia da Arteris no Brasil nos próximos anos, uma vez que, além das suas operações atuais, esta incorporou também as atividades da Autovias. Dessa forma, apesar de atualmente a ViaPaulista representar apenas uma pequena parcela da geração de caixa do grupo, acreditamos que ela ganhará relevância com a realização dos investimentos.

Ratings Acima do Soberano

O rating da Arteris na Escala Nacional Brasil é igual ao da República Federativa do Brasil nessa escala (Brasil: brAAA/Estável/--). Mesmo diante disso, avaliamos que a empresa não seria capaz de manter seus compromissos financeiros diante de um cenário hipotético de default do soberano. O ambiente de atuação da Arteris é altamente regulado e sujeito à influência governamental. Nesse sentido, uma vez que as tarifas são reguladas, estas poderiam ser limitadas para controlar a inflação em um cenário de elevado estresse macroeconômico. Assim, entendemos que a Arteris não pode ter seus ratings acima dos ratings do Brasil.

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

ARTERIS S.A.

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Risco de negócios	
Risco de negócios	Satisfatório
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Baixo
Posição competitiva	Satisfatória
Risco financeiro	
Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutra
Estrutura de capital	Neutra
Liquidez	Adequada
Política financeira	Neutra
Administração e governança	Regular
Análise de ratings comparáveis	Neutra
Status da Arteris para a Abertis	Estrategicamente importante

Ratings de Emissão - Análise de Recuperação

Atribuímos ratings de emissão e recuperação para as seguintes transações:

Empresa	Emissão	Vencimento	Rating de Emissão	Rating de Recuperação
Fernão Dias	4ª emissão de debêntures	2026	brAAA	4
Planalto Sul	2ª emissão de debêntures	2025	brAAA	4
Régis Bittencourt	5ª emissão de notas promissórias	2020	brAA+	5
ViaPaulista	2ª emissão de debêntures	2027	brAAA	3

Fernão Dias, Planalto Sul e Régis Bittencourt

Em nosso cenário hipotético, consideramos que um default da Arteris ocorreria em 2020, uma vez que o grupo apresenta elevados vencimentos neste ano, incluindo a 5ª emissão de notas promissórias da Régis Bittencourt. O default ocorreria em função de um cenário recessivo da economia brasileira que impactaria significativamente o desempenho do tráfego nas rodovias, resultando em uma menor geração de caixa vis-à-vis seus respectivos planos de investimentos obrigatórios e a necessidade de cumprir com o serviço da dívida. Além disso, o EBITDA e a geração de caixa do grupo também seriam negativamente impactados por uma forte redução das receitas e do tráfego. Nesse cenário hipotético, o EBITDA apresentaria uma redução de cerca de 45%-50% em relação ao nosso EBITDA projetado.

Utilizamos um múltiplo de 5,5x aplicado ao EBITDA de emergência da Arteris de R\$ 770 milhões, resultando em um valor da empresa (EV - *enterprise value*) bruto estimado em R\$ 4,2 bilhões. Nesse cenário hipotético, estimamos que a Fernão Dias e a Planalto Sul corresponderiam à cerca de 9% e 5% do valor total do grupo, respectivamente, resultando em um rating de recuperação '4'. Já, para a Régis Bittencourt, uma vez que possui elevado montante de dívidas com garantia real, estimamos que não restaria valor recuperável para as notas promissórias, dependendo assim do valor residual da Arteris, garantidora da dívida. Desse modo, estimamos uma recuperação de cerca de 15% para as obrigações da holding, equivalente a um rating de recuperação '5' de suas dívidas *senior unsecured*. Assim, devido à subordinação estrutural que resulta em uma baixa recuperação das dívidas emitidas e/ou garantidas pela Arteris, o rating de emissão das notas promissórias (brAA+) se encontra um degrau abaixo do rating de crédito corporativo da Arteris (brAAA).

ViaPaulista

No caso da ViaPaulista, estimamos em nosso cenário hipotético que um default da ViaPaulista ocorreria em 2024, em função de um cenário recessivo da economia brasileira que impactaria significativamente o desempenho do tráfego nas rodovias, resultando em uma menor geração de caixa para fazer frente ao seu plano de investimentos obrigatório e à necessidade de cumprimento do serviço da dívida.

Acreditamos que o cenário de recuperação mais provável será o de reestruturação das dívidas, em vez de sua liquidação. Assim, considerando-se o endividamento da concessionária, o qual deverá aumentar nos próximos anos para financiar seu programa de investimentos, quando comparado ao EBITDA gerado, estimamos uma recuperação de cerca de 65% para a segunda emissão de debêntures da empresa.

Utilizamos um múltiplo de 5,5x aplicado ao EBITDA de emergência projetado da ViaPaulista de aproximadamente R\$ 40 milhões, resultando em um valor bruto estimado da empresa ao redor de R\$ 225 milhões. Nesse cenário hipotético, estimamos que a ViaPaulista corresponderia a aproximadamente 15% do valor total da Arteris, resultando em um rating de recuperação '3'.

Reconciliação

A seguir os principais ajustes analíticos que realizamos nas métricas financeiras da Arteris:

- Subtração da receita de construção da receita total;
- Subtração do custo de construção do custo dos bens vendidos;
- Adição da provisão para manutenção no EBITDA;
- Adição do pagamento relativo à concessão no fluxo de caixa operacional (OCF).

Tabela 3 - Reconciliação dos Montantes Reportados pela Arteris S.A. com os Montantes Ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ Milhões)

-- Exercício fiscal findo em 31 de dezembro de 2018--						
Montantes reportados pela Arteris S.A.						
	Dívida	Receitas	EBITDA	Lucro operacional	EBITDA Ajustado da S&P Global Ratings	Fluxo de caixa das operações
	7.188,2	3.855,9	1.246,0	267,5	1.678,6	1.007,8
Ajustes da S&P Global Ratings						
Impostos-caixa pagos	--	--	--	--	(104,0)	--
Impostos-caixa pagos - Outros	--	--	--	--	--	--
Juros-caixa pagos	--	--	--	--	(495,4)	--
Caixa acessível & Investimentos líquidos	(1.038,3)	--	--	--	--	--
Receita não operacional (despesa)	--	--	--	60,3	--	--
Receitas - Outros	--	(1.244,2)	(1.244,2)	(1.244,2)	--	--
COGS* - Itens não operacionais não recorrentes	--	--	(1.244,2)	1.244,16	--	--
EBITDA - Outros	--	--	432,7	432,7	--	--
Capital de giro - Impostos	--	--	--	--	--	104,0
Capital de giro - Outros	--	--	--	--	--	495,4
OCF** - Impostos	--	--	--	--	--	(104,0)

OCF - Provisão regulatória	--	--	--	--	--	(29,9)
OCF - Outros	--	--	--	--	--	(495,4)
Ajustes Totais	(1038,3)	(1244,2)	432,7	492,9	(599,4)	(29,9)

Montantes ajustados pela S&P Global Ratings

	Dívida	Receitas	EBITDA	Lucro operacional	EBITDA Ajustado da S&P Global Ratings	Fluxo de caixa das operações
	6.149,91	2.611,76	1.678,62	760,5	1.079,2	977,8

*Custo das mercadorias vendidas (COGS - *Cost of Goods Sold*)

** Fluxo de caixa operacional (OCF - *Operating Cash Flow*)

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

- [Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1º de abril de 2019
- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- ARQUIVADO: [Critério geral: Metodologia de rating de grupo](#), 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
- [Principais Fatores de Crédito Para o Setor de Infraestrutura de Transporte](#), 19 de novembro de 2013
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009

Tabela de Ratings Detalhados (Ratings em 08 de agosto de 2019)***Arteris S.A.***Rating de Crédito de Emissor*

brAAA/Estável/--

Autopista Régis Bittencourt S.A.

Rating das notas promissórias vincendas em 2020

brAA+

Rating de recuperação

5(15%)

Autopista Planalto Sul S/A*Rating de Crédito de Emissor*

brAAA/Estável/--

Rating da 2ª emissão de debêntures

brAAA

Rating de recuperação

4(35%)

Autopista Fernão Dias S/A*Rating de Crédito de Emissor*

brAAA/Estável/--

Rating da 4ª emissão de debêntures

brAAA

Rating de recuperação

4(40%)

Via Paulista S.A.*Rating de Crédito de Emissor*

brAAA/Estável/--

Rating da 2ª emissão de debêntures

brAAA

Rating de recuperação

3(65%)

Copyright© 2019 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, completitude, 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 QUE O 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.

A S&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.

A S&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 sites na www.standardandpoors.com (gratuito), e www.ratingsdirect.com e www.globalcreditportal.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.standardandpoors.com/usratingsfees.

Austrália

Standard & Poor's (Austrália) Pty. Ltd. conta com uma licença de serviços financeiros número 337565 de acordo com o Corporations Act 2001. Os ratings de crédito da Standard & Poor's e pesquisas relacionadas não tem como objetivo e não podem ser distribuídas a nenhuma pessoa na Austrália que não seja um cliente pessoa jurídica (como definido no Capítulo 7 do Corporations Act).