

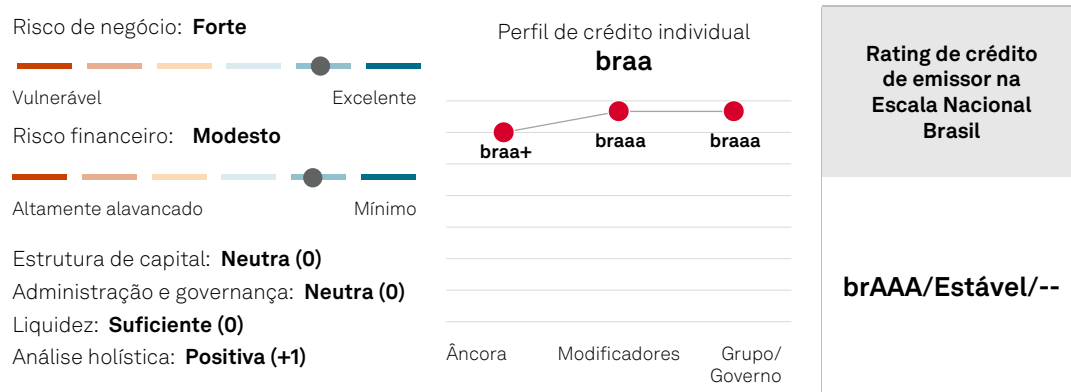
Análise Atualizada

VLI Multimodal S.A. e Ultrafértil S.A.

28 de novembro de 2025

Este relatório não constitui uma ação de rating.

Resumo de Classificação de Ratings da VLI Multimodal



Analista principal

Victor Soriani
São Paulo
55 (11) 3039-9744
victor.soriani@spglobal.com

Contato analítico adicional

Fabiana Gobbi
São Paulo
55 (11) 3039-9733
fabiana.gobbi@spglobal.com

Rating de Crédito de Emissor na Escala Nacional

VLI Multimodal S.A.	brAAA/Estável/--
Ultrafértil S.A.	brAA/Estável/--

Tarifas mais baixas devem reduzir nossa expectativa de receita líquida para 2025 apesar do crescimento de volume. Esperamos que a **VLI S.A.** continue apresentando crescimento de volume consolidado no segundo semestre de 2025 versus o mesmo período de 2024. Por outro lado, a empresa deve continuar com tarifas mais baixas devido a um ambiente mais competitivo e menores preços das commodities agrícolas. Dessa forma, apesar de estimarmos um aumento de cerca de 3% do volume transportado nas ferrovias em 2025 versus 2024, projetamos agora um crescimento de receita líquida de apenas 2% esse ano, ante nossa projeção anterior de 6%. Como resultado, projetamos geração de EBITDA de cerca de R\$ 5,1 bilhões versus R\$ 5,4 bilhões de nossa projeção anterior, apesar de esperarmos manutenção de margens saudáveis em cerca de 51%.

Apesar da Conab projetar para 2026 uma queda nas safras de milho e soja nos principais estados em que a VLI opera, estimamos crescimento de volume de cerca de 2%, porque, em geral, a demanda do setor agrícola ainda é superior à capacidade de transporte da companhia. Nesse sentido, esperamos crescimento de volume à medida que a VLI ganha participação de mercado no lugar de outros modais como o caminhão. Projetamos preços crescendo abaixo da inflação dada a dinâmica competitiva do setor. Como resultado, esperamos crescimento de receita de 3,6% em 2026 com manutenção de margem EBITDA em patamares saudáveis de cerca de 50%-51%.

Renovação da concessão deve ter impacto marginal na alavancagem. A possível renovação da Ferrovia Centro-Atlântica (FCA), que é a maior concessão ferroviária da VLI que originalmente expirará no final de 2026, por mais 30 anos, em nossa visão implicaria na antecipação de um novo ciclo de investimentos (capex), mas também em maior previsibilidade de fluxos de caixa no longo prazo. A renovação está sendo analisada pela ANTT, e uma vez concluído esse estágio, a renovação ainda dependeria de análise do Tribunal de Contas da União (TCU). Esperamos que processo seja concluído apenas no segundo semestre de 2026.

De acordo com os últimos números divulgados pela ANTT, a renovação resultaria em investimentos de cerca de R\$ 30 bilhões ao longo de 30 anos. Além disso, acreditamos que o valor de outorga e indenização será de cerca de R\$ 4,3 bilhões, que de acordo com a empresa seriam pagos em um período longo. No entanto, parte das obrigações poderá ser substituída por capex obrigatório na concessão, como já ocorreu em outros processos recentes. Nesse cenário, provavelmente veríamos maiores obrigações de arrendamento devido a renovação e impacto marginal no capex a partir de 2027. Assim, projetamos dívida líquida sobre EBITDA de cerca de 1,8x a partir de 2027, versus 1,5x em 2025 e 2026.

A qualidade de crédito da VLI Multimodal reflete aquela da VLI. Nossa análise baseia-se nos números consolidados da VLI S.A. (VLI; não avaliada). A VLI Multimodal e suas subsidiárias representam praticamente a totalidade das operações e da geração de caixa do grupo. Apesar das subsidiárias da VLI Multimodal contarem com emissões de dívida próprias, seus caixas e suas dívidas são operados de maneira consolidada através de uma tesouraria única, inclusive contando com garantias da VLI. Apesar da Ultrafertil S.A. representar uma parcela pequena da receita total do grupo VLI, acreditamos que o potencial de crescimento de suas operações, aliado à gestão integrada do grupo, a torna altamente importante para o grupo, o que resulta em uma pequena diferença no nível de rating da subsidiária.

Perspectiva

A perspectiva estável dos ratings da VLI Multimodal e da Ultrafertil indica nossa expectativa de que o grupo manterá baixo nível de endividamento nos próximos anos em meio a um crescimento gradual de receitas e geração de caixa.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar nossos ratings nos próximos 12-18 meses se o grupo VLI entrar em um ciclo agressivo de investimentos que deteriore suas métricas de crédito. Nesse cenário, levaríamos em conta também o risco de execução dos novos projetos. Dessa forma, veríamos dívida líquida sobre EBITDA se aproximando de 3,0x e a geração interna de caixa (FFO – *funds from operations*) sobre dívida próximo ou abaixo de 23%, de forma consistente, com fluxo de caixa operacional livre (FOCF – *free operating cash flow*) abaixo de 10%.

Cenário de elevação

Uma elevação do nosso rating da Ultrafertil dependeria de uma alteração da nossa avaliação de sua importância da subsidiária para o grupo VLI. O rating da VLI multimodal já está avaliado no topo da nossa Escala Nacional Brasil.

Descrição da Empresa

O grupo VLI oferece serviços de logística por meio de seus terminais integrados e concessões de serviços de ferrovia e portos. O grupo opera parte das ferrovias Norte-Sul (FNS) e Centro-Atlântica (FCA), compreendendo um total de oito mil quilômetros de ferrovias, que passam pelas regiões Norte, Nordeste, Sudeste e Centro-Oeste do Brasil. Os terminais portuários operados pelo grupo são: PECEM (CE), Terminal de Granéis Líquidos (ES), Terminal de Produtos Diversos (ES), Terminal Praia Mole (ES), Terminal Marítimo Inácio Barbosa (SE), Terminal Portuário São Luís (MA) e o Terminal Integrador Portuário Luiz Antônio Mesquita (TIPLAM) (SP).

A Ultrafertil, subsidiária do grupo VLI, é responsável pela operação do TIPLAM, localizado em Santos, no estado de São Paulo. As atividades da empresa consistem em carregamento, armazenagem e embarque de cargas. A Ultrafertil representa uma parcela reduzida de cerca de 10% da receita total do grupo VLI.

A Ultrafertil é controlada pela VLI Multimodal, que detém participação de 86% no capital da empresa. A Vale S.A. e a Mosaic Fertilizantes detêm o restante do capital, com participações de 13% e 1%, respectivamente.

Principais Métricas

VLI Multimodal S.A. e Ultrafertil S.A. – Resumo das projeções*

	-Ano fiscal findo em 31 de dezembro de-						
	2023R	2024R	2025E	2026P	2027P	2028P	2029P
R\$ milhões							
Receita líquida	9.112	9.822	10.042	10.408	10.926	11.425	11.938
Lucro bruto	5.059	5.630	5.784	5.951	6.217	6.480	6.748
EBITDA (reportado)	4.492	4.989	5.137	5.273	5.504	5.732	5.964
(+/-) Outros	(35)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
EBITDA	4.457	4.987	5.135	5.271	5.501	5.729	5.961
(-) Juros-caixa pagos, líquidos de receita financeira	(470)	(505)	(628)	(749)	(903)	(892)	(928)
(-) Imposto-caixa pago	(134)	(129)	(283)	(285)	(261)	(243)	(232)
Geração interna de caixa (FFO - funds from operations)	3.853	4.352	4.224	4.236	4.337	4.595	4.802
Despesa com juros, líquida de receita financeira	603	507	647	768	840	892	928
Fluxo de caixa operacional (OCF - operating cash flow)	4.093	4.299	3.750	4.180	4.430	4.621	4.829
Investimentos (capex)	2.343	3.555	3.500	3.654	4.025	4.156	4.293
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - free operating cash flow)	1.750	744	250	526	404	464	536
Dividendos	17	15	332	364	367	336	312
Fluxo de caixa discricionário (DCF - discretionary cash flow)	1.733	729	(83)	162	37	128	224
Dívida (reportada)	9.072	10.059	10.446	9.946	9.946	9.946	9.946
(+) Passivos de arrendamentos	1.532	1.028	596	197	1.580	1.580	1.580
(-) Caixa acessível e investimentos líquidos	(2.938)	(3.324)	(3.103)	(2.202)	(1.722)	(1.396)	(1.166)
Dívida	7.667	7.763	7.939	7.941	9.804	10.130	10.360

Índices ajustados							
Dívida/EBITDA (x)	1,7	1,6	1,5	1,5	1,8	1,8	1,7
FFO/dívida (%)	50,3	56,1	53,2	53,3	44,2	45,4	46,3
Cobertura de juros caixa pelo FFO (x)	9,2	9,6	7,7	6,7	5,8	6,2	6,2
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	7,4	9,8	7,9	6,9	6,6	6,4	6,4
OCF/dívida (%)	53,4	55,4	47,2	52,6	45,2	45,6	46,6
FOCF/dívida (%)	22,8	9,6	3,1	6,6	4,1	4,6	5,2
DCF/dívida (%)	22,6	9,4	(1,0)	2,0	0,4	1,3	2,2
Crescimento anual da receita (%)	19,2	7,8	2,2	3,6	5,0	4,6	4,5
Margem EBITDA (%)	48,9	50,8	51,1	50,6	50,3	50,1	49,9

*Todos os números foram ajustados pela S&P National Ratings, exceto se apresentados como reportados. R: Realizado. E: Estimado. P: Projetado

Resumo Financeiro

VLI Multimodal S.A. e Ultrafertil S.A. – Resumo Financeiro

	-Ano fiscal findo em 31 de dezembro de-				
	2020	2021	2022	2023	2024
(R\$ milhões)					
Receita líquida	5.585,8	6.467,1	7.645,1	9.112,2	9.821,8
EBITDA	2.461,1	2.773,2	3.231,2	4.456,9	4.986,9
Geração interna de caixa (FFO - funds from operations)	1.975,7	2.229,6	2.738,8	3.853,3	4.352,3
Despesas com juros, líquidas de receita financeira	596,3	594,9	594,1	603,4	506,8
Juros-caixa pagos, líquidos de receita financeira	447,9	465,7	468,4	469,5	505,4
Fluxo de caixa operacional (OCF - operating cash flow)	2.436,6	2.466,4	2.750,3	4.093,4	4.299,4
Investimentos (capex)	1.498,9	1.586,9	1.916,2	2.343,4	3.555,2
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - free operating cash flow)	937,6	879,5	834,1	1.750,0	744,3
Fluxo de caixa discricionário (DCF - discretionary cash flow)	892,0	866,4	814,0	1.733,0	728,8
Caixa e investimentos de curto prazo	1.957,9	2.739,9	2.510,0	2.938,1	3.323,9
Caixa disponível bruto	1.957,9	2.739,9	2.510,0	2.938,1	3.323,9
Dívida	10.010,0	10.022,8	9.408,7	7.666,6	7.763,4
Patrimônio líquido	8.562,6	8.364,4	6.282,8	6.385,3	7.358,3
Índices ajustados					
Margem EBITDA (%)	44,1	42,9	42,3	48,9	50,8
Retorno sobre capital (%)	3,4	3,0	(1,5)	12,0	21,4
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	4,1	4,7	5,4	7,4	9,8
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	5,4	5,8	6,8	9,2	9,6
Dívida/EBITDA (x)	4,1	3,6	2,9	1,7	1,6
FFO/dívida (%)	19,7	22,2	29,1	50,3	56,1
OCF/dívida (%)	24,3	24,6	29,2	53,4	55,4
FOCF/dívida (%)	9,4	8,8	8,9	22,8	9,6
DCF/dívida (%)	8,9	8,6	8,7	22,6	9,4

Liquidez

Avaliamos a liquidez da VLI como suficiente. Esperamos fontes de caixa sobre usos de cerca de 1,5x nos 12 meses a partir de 30 de junho de 2025. A empresa vem mantendo uma posição de caixa robusta nos últimos anos, que, em conjunto com sua crescente geração de caixa esperada, será suficiente para arcar com necessidades de capex e capital de giro nos próximos 12 meses. Além disso, esperamos que a empresa mantenha uma gestão de risco prudente em relação à liquidez, dado seu acesso à captação de recursos (*funding*) de longo prazo. Por outro lado, acreditamos que a VLI teria capacidade limitada para absorver eventos de baixa probabilidade e alto impacto sem necessidade de refinanciamento

Principais fontes de liquidez

- Posição de caixa de aproximadamente R\$ 2,5 bilhões em 30 de junho de 2025;
- FFO projetado de cerca de R\$ 4,0 bilhões nos próximos 12 meses a partir de 30 de junho de 2025; e
- Emissão de debêntures de R\$ 2,0 bilhões da VLI Multimodal e Ultrafértil após junho de 2025.

Principais usos de liquidez

- Dívida de curto prazo de R\$ 1,4 bilhão em 30 de junho de 2025;
- Capex de manutenção e de expansão de cerca R\$ 3,6 bilhões nos 12 meses a partir de 30 de junho de 2025;
- Necessidades de capital de giro de R\$ 250 milhões nos 12 meses a partir de 30 de junho de 2025;
- Distribuição de dividendos de cerca de R\$ 350 milhões nos 12 meses a partir de 30 de junho de 2025; e

Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Exigências

O grupo está sujeito a *covenants* financeiros na maior parte de suas dívidas. O cálculo dos *covenants* difere de nosso cálculo de alavancagem ajustada, pois não inclui obrigações com arrendamentos e concessões

Expectativa de cumprimento

Esperamos que o grupo mantenha um colchão de cerca de 55%-60% para o EBITDA em seu *covenant* financeiro mais restritivo, que requer índice de dívida líquida sobre EBITDA abaixo de 3,5x. Também esperamos uma ampla folga no *covenant* que exige patrimônio líquido sobre ativo total acima de 0,25x.

Ratings de Emissão – Análise de Recuperação

	Valor da emissão	Vencimento	Rating de emissão	Rating de recuperação
VLI Multimodal S.A.				
3ª emissão de debêntures <i>senior unsecured</i>	R\$ 1 bilhão	Novembro de 2028	brAAA	br3(60%)
7ª emissão de debêntures <i>senior unsecured</i>	R\$ 1,5 bilhão	Maior de 2037	brAAA	br3(60%)
Ultrafertil S.A.				
1ª emissão de debêntures <i>senior unsecured</i>	R\$ 115 milhões	Junho de 2027	brAAA	br3(60%)

Principais fatores analíticos

- Os ratings das emissões de debêntures *senior unsecured* da VLI Multimodal e da Ultrafertil estão no mesmo nível do rating de crédito de emissor da VLI Multimodal. O rating de recuperação 'br3' dessas emissões indica nossa expectativa de uma recuperação aproximada de 60% para os credores em um cenário de default simulado.
- A avaliação de recuperação da emissão de debêntures da Ultrafertil baseia-se nos números consolidados da VLI, uma vez que a dívida é garantida pela controladora.
- Nosso cenário simulado de default considera uma combinação de fatores, como altas taxas de inadimplência na carteira de contratos da VLI, pressão de custos e aumento significativo nas taxas de juros.
- Avaliamos a VLI com base no princípio de continuidade de suas operações (*going-concern*), pois consideramos que a empresa seria reestruturada em um cenário de default, gerando maior valor para os credores.
- Para avaliá-la, aplicamos um múltiplo de 5,5x ao seu EBITDA de emergência projetado, alinhado com outros pares da indústria. Após aplicar o múltiplo, chegamos ao valor da empresa (EV – *enterprise value*) de R\$ 10,5 bilhões.

Default simulado e premissas de avaliação

- Ano simulado de default: 2030
- EBITDA no ano de default: R\$ 1,9 bilhão
- Múltiplo do EBITDA: 5,5x

Estrutura de prioridade de pagamentos (*waterfall*)

- EV líquido após 5% de despesas administrativas: R\$ 10 bilhões
- Dívidas *senior secured* nas subsidiárias da VLI Multimodal: R\$ 75 milhões
- Dívidas *senior unsecured* nas subsidiárias da VLI Multimodal (incluindo debêntures da Ultrafertil): R\$ 2,2 bilhões
- Dívidas *senior secured* na VLI Multimodal: R\$ 235 milhões (principalmente BNDES)
- Dívidas *senior unsecured* na VLI Multimodal: R\$ 8,5 bilhões
- Expectativa de recuperação para as debêntures da Ultrafertil, VLI Multimodal e FCA: 60% (estimativa arredondada)

Nota: Todos os montantes de dívida incluem seis meses de juros pré-petição.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Metodologia: Considerações suplementares de ratings na Escala Nacional Brasil](#), 18 de agosto de 2025
- [Metodologia para atribuição de ratings corporativos na Escala Nacional Brasil](#), 18 de agosto de 2025

Artigo

- [Definições de ratings na Escala Nacional Brasil](#)

Copyright © 2025 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 COMERCIALIZABILIDADE, 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.

Parte do Conteúdo pode ter sido criado com o auxílio de uma ferramenta de inteligência artificial (IA). O Conteúdo Publicado criado ou processado usando IA é composto, revisado, editado e aprovado pela equipe da S&P.

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 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.