



Moody's Investors Service

Rating Action: **Moody's atribui um rating (P) B3 às notas propostas pela Vanguarda**

Global Credit Research - 21 Jan 2010

Aproximadamente USD 200 milhões em dívida com rating afetada

Sao Paulo, January 21, 2010 -- A Moody's Investors Service ("Moody's") atribuiu um rating corporativo ("CFR") provisório em moeda local (P)B3 à Vanguarda Participações S.A. ("Vanguarda"), e também um rating em moeda estrangeira (P)B3 à emissão proposta de USD 200 milhões em notas seniores garantidas, porém sem garantia de ativos reais, com vencimento em 2015. Esta é a primeira vez que a Moody's atribui um rating para a Vanguarda. A perspectiva para o rating é estável.

Os ratings atribuídos pela Moody's são os seguintes:

- Rating corporativo na escala global em moeda local: (P)B3
- USD 200 milhões em notas seniores garantidas, porém sem garantia de ativos reais, com vencimento em 2015: (P)B3

Os USD 200 milhões em notas seniores garantidas, porém sem garantia de ativos reais, serão emitidos pela Vanguarda do Brasil S.A., uma subsidiária integral da Vanguarda, e essas notas terão garantia incondicional e irrevogável da Vanguarda e de todas as suas subsidiárias. Os recursos provenientes da emissão proposta serão utilizados para repagar parte de sua dívida de curto prazo, empréstimos de capital de giro, contas a pagar aos fornecedores, e adiantamentos de clientes. Os ratings são atribuídos provisoriamente, e dependem da conclusão bem sucedida da oferta planejada.

"O rating B3 da Vanguarda reflete o tamanho pequeno da empresa relativo aos pares com rating, a sazonalidade de seus negócios que causa a volatilidade dos resultados, a concentração de suas fazendas em principalmente um Estado do Brasil e dependência em alguns clientes e commodities. O rating também reflete os padrões de governança corporativa mais fracos da empresa comparados a maioria dos pares com rating, e um histórico limitado de demonstrações financeiras anuais e trimestrais comparáveis e auditadas, bem como os desafios a serem enfrentados para o sucesso da expansão dos seus negócios de produção de

suínos e criação gado em uma escala ampla e sustentável" explicou o VP Analista Sênior da Moody's, Soummo Mukherjee.

"Por outro lado, esses aspectos negativos são compensados pela posição de liderança da empresa como produtora de soja, algodão e milho no Brasil com 27 anos de atividades e um dos níveis mais altos de produtividade, devido principalmente ao uso de altas tecnologias, tratamento do solo e processos de aplicação de fertilizantes. As margens operacionais e os fluxos de caixa da empresa também devem se beneficiar cada vez mais da execução bem sucedida do modelo de negócios verticalmente integrado da Vanguarda e de sua estratégia de rotação de culturas. A empresa também tem o benefício de estar sediada no Mato Grosso, onde há condições climáticas favoráveis que geralmente resultam em colheitas com rendimentos superiores e produtos de alta qualidade," acrescentou Mukherjee

Com vendas anuais de aproximadamente USD 460 milhões nos últimos doze meses findos em 30 de setembro de 2009, a Vanguarda é menor do que a maioria de seus pares domésticos e globais com rating. A empresa atualmente possui dois segmentos de negócio principais que são responsáveis por mais de 10% da receita total (soja e algodão) cada, e 12 das 13 fazendas que a empresa opera são localizadas no Estado do Mato Grosso. A outra fazenda encontra-se na Bahia. Essa concentração geográfica das operações torna a Vanguarda mais suscetível à doenças animais e vegetais, condições climáticas adversas e outras condições locais imprevisíveis que podem ter impacto negativo sobre os resultados ou fluxos de caixa da empresa. No entanto, para mitigar o risco de concentração geográfica, a Vanguarda opera suas 12 unidades de produção no Estado de Mato Grosso, através de diferentes clusters agrícolas que ficam localizados distantes uns dos outros e estão sujeitos a variações climáticas individuais que mitigam os riscos potenciais relacionados a doenças e ao clima. Adicionalmente, a fazenda da Vanguarda no estado da Bahia tem diferentes temporadas de plantio e colheita comparada às fazendas da Vanguarda no Mato Grosso devido aos padrões de chuvas, permitindo que a Vanguarda transporte equipamentos e mão de obra do Mato Grosso para o estado da Bahia para satisfazer uma parte das necessidades de equipamentos, enquanto reduz os investimentos em imobilizado e otimiza a utilização da força de trabalho.

A diversificação de produtos da Vanguarda é relativamente baixa, deixando a empresa dependente de algumas culturas principais: soja e algodão devem ser responsáveis por 55% e 23% do total de vendas da safra de 2009/10, respectivamente. Ademais, os produtos da empresa são

vendidos a alguns clientes com forte poder de barganha. Por exemplo, três clientes adquiriram aproximadamente 95% da produção de soja da empresa em 2008/09.

De agora em diante, a empresa pretende continuar a expandir a utilização das suas safras duplas e aumentar a verticalização dos seus negócios através da expansão de sua produção de suínos e gado, o que pode ajudar a diversificar os riscos operacionais dos seus negócios, diminuir seus custos de produção e logística e aumentar a sinergia entre as atividades de negócio, enquanto também minimiza o efeito da flutuação nos preços de commodities nos negócios da Vanguarda.

A Vanguarda atualmente tem 76% de suas terras cultiváveis operando sob contratos de arrendamento, com um prazo médio de 9,1 anos. Os pagamentos desses arrendamentos são regidos por um número fixo de sacas de soja por hectare, desse modo vinculando os custos de arrendamento com os custos de produção e receitas da Vanguarda. Essa grande dependência em propriedades arrendadas também traz algumas incertezas, embora -- até o momento -- nenhum dos contratos de propriedade existentes da Vanguarda tenha sido cancelado e a lei Brasileira garante ao locatário direitos de preferência na compra da terra ou na renovação do arrendamento após o término do contrato.

Elevar a transparência, a qualidade da demonstração financeira e a governança corporativa em geral continuam sendo desafios para a empresa apesar da contratação da KPMG como seu auditor em 2007. Em 28 de dezembro de 2007, a lei número 11.638/07 foi promulgada, requerendo que as companhias brasileiras marquem a mercado seus instrumentos financeiros derivativos a cada data de divulgação para facilitar a conversão de legislação societária para IFRS. As contas da Vanguarda anteriores a 2008 não sofreram reclassificação após essa mudança de regras contábeis em 2008 relativas a instrumentos derivativos, tornando a análise histórica difícil. Além disso, enquanto o fluxo de caixa das operações foi positivo nos três primeiros trimestres de 2009, os resultados e as margens operacionais foram voláteis -- antes e depois de considerar os efeitos da descontinuação das atividades de trading (principalmente revenda de grãos de soja) e ganhos e perdas associados a contratos de derivativos.

A Vanguarda atualmente obtém uma parte relativamente pequena de suas receitas através da produção de proteína animal: os segmentos de suínos e gado foram responsáveis por 7,7% e 9,2% das vendas de produção de 2008 (excluindo as receitas das atividades de trading), respectivamente. A empresa atualmente produz 98% da matéria prima utilizada na criação de

gado e 77% da matéria prima utilizada nas operações de suínos internamente e os dois percentuais devem aumentar para 100% no futuro. Essa estratégia de integração vertical deve ter um impacto positivo nas margens operacionais e criará um hedge natural contra os preços de insumos nesse segmento. Ao mesmo tempo, a empresa pretende expandir a produção de gado de 25.000 para 200.000 cabeças por ano até 2011 e expandir a produção de suínos de 144.000 para 682.000 cabeças por ano até 2015. A elevação das vendas de gado e suínos deve ajudar a diminuir a volatilidade dos fluxos de caixa à medida que gado e suínos geralmente são vendidos durante todo o ano, enquanto as vendas de soja são concentradas no primeiro e segundo trimestre. Caso a expansão e verticalização, forem realizadas com sucesso, poderiam ser um fator positivo para o rating da Vanguarda.

A perspectiva do rating é estável com base em nossa expectativa de que a Vanguarda recuperará gradualmente a perda de receitas causada pela descontinuação das atividades de trading através do aumento dos seus negócios de soja e algodão (que oferecem melhores margens comparado a revenda de grão de soja) ao mesmo tempo em que expande seus segmentos de gado e suínos de 2010 em diante.

Uma pressão positiva sobre o rating B3 da Vanguarda exigiria uma tendência contínua de melhora nas demonstrações financeiras e evidências de redução na volatilidade de resultados e concentração de clientes, através da execução bem sucedida da estratégia operacional da empresa. Quantitativamente, a pressão positiva provavelmente surgiria caso o Fluxo de Caixa das Operações (CFO) sobre a Dívida Líquida melhorasse para acima de 10% e o $(RCF - Capex) / Dívida$ fosse positivo.

A queda acentuada nas vendas e/ou rentabilidade causada por uma expansão mal sucedida dos negócios de proteína ou circunstâncias imprevistas (como condições climáticas adversas afetando a colheita) poderia impactar negativamente o rating da Vanguarda. Similarmente, uma situação de menor liquidez também poderia pressionar negativamente o rating atual da Vanguarda. Quantitativamente, um aumento na Dívida Bruta / EBITDA para acima de 6x e uma queda no EBITA / Despesa com Juros para abaixo de 1,5x poderiam pressionar negativamente o rating ou a perspectiva da Vanguarda.

A principal metodologia utilizada na atribuição de rating à Vanguarda foi a Moody's Global Food -- Protein and Agriculture Industry (publicada em setembro de 2009), e disponível no www.moody.com no subdiretório Rating Methodologies, na aba Research & Ratings. Outras metodologias e fatores que podem ter sido considerados no processo de atribuição de

ratings para esse emissor também podem ser encontrados no subdiretório Rating Methodologies no website da Moody's.

A Vanguarda é 91% controlada pela família Pivetta, com os 9% restantes controlados pela UBS, com uma opção de venda para se desfazer de sua participação ao longo dos próximos cinco anos.

Sediada no Estado do Mato Grosso, a Vanguarda é uma das principais produtoras brasileiras de soja, algodão e milho, e também possui operações nos segmentos de gado e suínos. A área total de terra cultivável atualmente é de 150.000 hectares e a colheita total chegou a 215.000 hectares na safra de 2008/09 devido a alta utilização de safras duplas da empresa. Durante a safra anual de 2009/10, a Vanguarda espera atingir uma área total plantada de 230.000 hectares baseados em uma primeira safra de 150.000 hectares e uma segunda safra de 80.000 hectares. As vendas totais no período de 12 meses findos em 30 de setembro de 2009 foram de BRL 800 milhões (ou USD 460 milhões).

Sao Paulo
Soummo Mukherjee
Vice President - Senior Analyst
Corporate Finance Group
Moody's America Latina Ltda.
55-11-3043-7300

New York
Brian Oak
Managing Director
Corporate Finance Group
Moody's Investors Service
JOURNALISTS: 212-553-0376
SUBSCRIBERS: 212-553-1653



Moody's Investors Service

CREDIT RATINGS ARE MIS'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES. MIS DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL, FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. CREDIT

RATINGS DO NOT CONSTITUTE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND CREDIT RATINGS ARE NOT RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. CREDIT RATINGS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

© Copyright 2010, Moody's Investors Service, Inc. and/or its licensors including Moody's Assurance Company, Inc. (together, "MOODY'S"). All rights reserved.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY COPYRIGHT LAW AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT. All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, such information is provided "as is" without warranty of any kind and MOODY'S, in particular, makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy, timeliness, completeness, merchantability or fitness for any particular purpose of any such information. Under no circumstances shall MOODY'S have any liability to any person or entity for (a) any loss or damage in whole or in part caused by, resulting from, or relating to, any error (negligent or otherwise) or other circumstance or contingency within or outside the control of MOODY'S or any of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, analysis, interpretation, communication, publication or delivery of any such information, or (b) any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including without limitation, lost profits), even if MOODY'S is advised in advance of the possibility of such damages, resulting from the use of or inability to use, any such information. The credit ratings and financial reporting analysis observations, if any, constituting part of the information contained herein are, and must be construed solely as, statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell or hold any securities. NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER. Each rating or other opinion

must be weighed solely as one factor in any investment decision made by or on behalf of any user of the information contained herein, and each such user must accordingly make its own study and evaluation of each security and of each issuer and guarantor of, and each provider of credit support for, each security that it may consider purchasing, holding or selling.

MOODY'S hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MOODY'S have, prior to assignment of any rating, agreed to pay to MOODY'S for appraisal and rating services rendered by it fees ranging from \$1,500 to approximately \$2,400,000. Moody's Corporation (MCO) and its wholly-owned credit rating agency subsidiary, Moody's Investors Service (MIS), also maintain policies and procedures to address the independence of MIS's ratings and rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold ratings from MIS and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually on Moody's website at www.moodys.com under the heading "Shareholder Relations - Corporate Governance - Director and Shareholder Affiliation Policy."