
30 de agosto de 2017

Rating da Copobras rebaixado para 'brBB+' e colocado em *CreditWatch* negativo por concentração de dívida de curto prazo e riscos de refinanciamento

Analista principal:

Bruno Ferreira, São Paulo, 55 (11) 3039-9779, bruno.ferreira@spglobal.com

Contato analítico adicional:

Felipe Speranzini, São Paulo, 55 (11) 3039-9751, felipe.speranzini@spglobal.com

Líder do comitê de rating:

Diego Ocampo, Buenos Aires, 54 (11) 4891-2116, diego.ocampo@spglobal.com

Resumo

- A produtora brasileira de embalagens e produtos plásticos Copobras vem apresentando maiores pressões de refinanciamento, evidenciadas por concentração de dívida de curto prazo e menor posição de caixa, apesar de ter registrado margens estáveis ao longo dos últimos dois anos em um contexto econômico desafiador no Brasil.
- Rebaixamos o rating de crédito de emissor na Escala Nacional Brasil da Copobras, de 'brBBB+' para 'brBB+'.
- A listagem *CreditWatch* com implicações negativas reflete a chance de rebaixarmos o rating da Copobras em múltiplos degraus caso a empresa não conclua seu processo de refinanciamento nas próximas semanas, trazendo-lhe pressões adicionais de liquidez.

Ações de Rating

São Paulo (S&P Global Ratings), 30 de agosto de 2017 – A S&P Global Ratings rebaixou hoje o rating de crédito corporativo atribuído na Escala Nacional Brasil à processadora brasileira de plásticos, **Copobras S.A. - Indústria e Comércio de Embalagens** ("Copobras"), de 'brBBB+' para 'brBB+'. Colocamos o rating em *CreditWatch* com implicações negativas.

Fundamentos

O rebaixamento reflete nossa visão de que a Copobras vem enfrentando fortes pressões de liquidez, evidenciadas por concentração de dívidas de curto prazo e menor posição de caixa ao longo dos últimos trimestres. Observamos maior escrutínio por parte dos bancos com os quais a Copobras possui exposição, o que levou o perfil de vencimento médio de sua dívida a atingir níveis abaixo de dois anos, pressionando sua estrutura de capital. Somado a isso, observamos métricas de crédito mais alavancadas, dado o refinanciamento adicional de impostos de cerca de R\$ 70 milhões que a empresa fez ao longo dos últimos meses. Os impostos parcelados somavam aproximadamente R\$100 milhões em junho de 2017, os quais ajustamos à dívida reportada.

Além disso, ajustamos a alavancagem da Copobras para refletir o valor das garantias concedidas a empréstimos tomados por seus acionistas na pessoa física. Apesar de vermos essas garantias como sinais negativos de governança da empresa, acreditamos que a definição de um limite de exposição a esse risco (definido em R\$142 milhões para o somatório do principal desse mútuo e do principal das garantias de dívidas tomadas nas pessoas físicas) deva limitar deteriorações adicionais em termos de fluxo de caixa relacionadas a itens não operacionais. Ajustamos como dívida o valor referente às garantias de empréstimos tomados pelos acionistas, as quais em junho de 2017 totalizavam cerca de R\$ 50 milhões.

Apesar da leve recuperação da economia brasileira, como visto pela queda da inflação e da taxa básica de juros do país, que contribuem para a Copobras no sentido de garantir menor volatilidade de margens e ligeira diminuição no pagamento de juros, ainda vemos um cenário desafiador no Brasil, que se traduz em dificuldades de refinanciamento e eventual enfraquecimento da posição de liquidez da empresa. Contudo, acreditamos que a Copobras tem mantido margens operacionais resilientes ao longo dos últimos dois anos, entre 12%-13%, no contexto de volatilidade da economia brasileira. Apesar da nossa expectativa de volumes estáveis em 2017, observamos que a empresa tem se beneficiado de ações relacionadas a controle de custos e a repasse de aumento de custos de matéria-prima e de inflação aos clientes finais. Acreditamos que o bom desempenho operacional da empresa seja um motivo para incentivar o refinanciamento por parte dos credores.

Em 2018, esperamos um leve aumento nas margens dada a implementação de novos cortes de gastos não operacionais, considerando que a maior parte deles já foi implementada no primeiro semestre de 2017. Esperamos ainda uma ligeira recuperação nos volumes vendidos, em linha com nossa premissa de crescimento do PIB brasileiro. As principais premissas do nosso cenário-base incluem:

- Volumes de venda estáveis em 2017, em torno de 60,4 toneladas, seguido por crescimento em linha com o PIB brasileiro, projetado em 2,0% e 2,2% em 2018 e 2019, respectivamente.
- Inflação média em 4,0% para o fim do período de 2017 e 3,8% para 2018, impactando os principais custos da empresa como matérias-primas, salários, energia e despesas gerais e administrativas. Além disso, assumimos que a Copobras seja capaz de passar 80% da inflação aos preços finais;
- Margens em 2017 estáveis em relação a 2016, entre 12% e 13%, sobretudo pelo repasse de aumentos de custos a clientes e pelo efeito do programa de redução de custos operacionais;
- Nos anos subsequentes, a manutenção da estratégia bem-sucedida de redução de custos e um maior repasse do aumento nos custos de matérias-primas, aliados à recuperação do volume de vendas, podem sustentar as margens operacionais da empresa em níveis superiores a 12%;

- Investimentos (capex) em manutenção de aproximadamente R\$ 7 milhões para os próximos 12 meses; e
- Pagamento de dividendos de R\$ 10 milhões em 2017, já realizados, e por volta de R\$ 6 milhões em 2018, os quais serão alocados para a amortização do mútuo com os sócios (saldo de cerca de R\$ 240 milhões em junho de 2017); e
- Ajustamos à dívida reportada o montante aproximado de R\$ 100 milhões em tributos parcelados em junho de 2017, bem como o valor de mútuo com os sócios, assumindo para cada um seu perfil de amortização.

Considerando as premissas apresentadas, acreditamos que a Copobras atingirá as seguintes métricas de crédito:

- Dívida bruta ajustada sobre EBITDA próxima de 4,5x em 2017, atingindo níveis entre 3,5x e 4,0x em 2018;
- Geração interna de caixa (FFO) sobre dívida bruta ajustada próxima de 10% em 2017, e entre 12% e 14% em 2018; e
- Índice de cobertura ajustado próximo a 2,0x em 2017 e a 2,5x em 2018.

Embora o mercado brasileiro de embalagens/produtos descartáveis plásticos seja bastante fragmentado, a Copobras possui uma participação de mercado relevante, o que lhe proporcionou estabelecer relações de longo prazo com os principais clientes e fornecedores, fatores estes que ajudam a mitigar a volatilidade da indústria. Continuamos acreditando que a menor integração vertical da Copobras quando comparada à de outras empresas internacionais que atuam no segmento de recipientes e embalagens, sua alta concentração na produção de plásticos descartáveis e flexíveis e a concentração geográfica no Brasil sejam os pontos mais negativos do perfil de crédito da empresa.

Liquidez

Continuamos vendo a liquidez da Copobras como menos que adequada. A empresa vem apresentando maiores dificuldades de refinanciamento, evidenciadas por maior concentração de dívida de curto prazo e menor posição de caixa reportada nos últimos trimestres. Somado a isso, observa-se maior escrutínio de bancos médios, também afetados pela crise no Brasil, para refinar dívidas de médias empresas. Sem considerar possíveis refinanciamentos, esperamos que a empresa apresente um déficit de caixa material de aproximadamente R\$100 milhões nos próximos 12 meses. Contudo, consideramos o histórico de refinanciamento da Copobras, seu relacionamento com diversos bancos e acesso ao mercado de capitais local, bem como seu desempenho operacional satisfatório nos últimos dois anos, mostrando margens estáveis em meio a um cenário de volatilidade econômica, como fatores positivos para o refinanciamento de suas obrigações de curto prazo.

As principais fontes de liquidez são:

- Posição de caixa de cerca de R\$ 44 milhões em junho de 2017; e
- Geração de fluxo de caixa operacional esperada entre R\$ 32 milhões e R\$ 37 milhões nos próximos 12 meses.

Os principais usos de liquidez são:

- O montante de dívida de curto prazo era de aproximadamente R\$ 158 milhões em junho de 2017;

- Capex em manutenção esperado na ordem de R\$ 7 milhões para os próximos 12 meses; e
- Pagamento de dividendos da ordem de R\$ 6 milhões nos próximos 12 meses, usados para a amortização de dívida garantida dos sócios, assumindo 30% sobre o lucro líquido do ano anterior.

A Copobras possui cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) que requerem um índice de cobertura de juros (EBITDA consolidado/despesa financeira líquida consolidada) maior ou equivalente a 2,0x e de dívida líquida consolidada /EBITDA consolidado inferior ou igual a 2,5x. Esses *covenants* foram cumpridos nos últimos semestres e esperamos que a empresa os atenda em 2017 com pouco colchão.

CreditWatch

O *CreditWatch* negativo reflete a chance de rebaixarmos o rating da Copobras em múltiplos degraus caso a empresa não conclua seu processo de refinanciamento nas próximas semanas, trazendo-lhe pressões adicionais de liquidez e, eventualmente, quebra de *covenants*. Esperamos resolver o *CreditWatch* assim que o processo de refinanciamento for concluído, o que esperamos aconteça nos próximos 30 dias. Uma estabilização do rating é possível caso as condições de refinanciamento sejam positivas a ponto de mudar estruturalmente a posição de liquidez da empresa, fazendo com que dependa menos de atividades de refinanciamento de curto e médio prazo.

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

COPOBRAS S.A. - INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE EMBALAGENS

Ratings de Crédito Corporativo	
Escala Nacional Brasil	brBB+/CW Neg./--
Risco de Negócios	
Risco-país	Fraco
Risco da indústria	Moderadamente alto
Posição competitiva	Intermediário
Risco Financeiro	
Fluxo de caixa/Alavancagem	Fraca
Agressivo	
Agressivo	
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfólio	Neutra
Estrutura de Capital	Negativa
Liquidez	Menos que adequada
Política Financeira	Neutra
Administração e Governança Corporativa	Regular
Análise de Ratings Comparáveis	Neutra

Certos termos utilizados neste relatório, particularmente certos adjetivos usados para expressar nossa visão sobre os fatores que são relevantes para os ratings, têm significados específicos que lhes são atribuídos em nossos critérios, por isso devem ser lidos em conjunto com tais critérios. Por favor, veja os critérios de rating em www.standardandpoors.com.br para mais informações.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Tabelas de mapeamento das escalas nacionais e regionais da S&P Global Ratings](#), 14 de agosto de 2017
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Ratings de Crédito nas Escalas Nacionais e Regionais](#), 22 de setembro de 2014
- [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 19 de novembro de 2013
- [Principais fatores de Crédito para o Setor de Recipientes e Embalagens](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério geral: Metodologia de rating de grupo](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 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
- [2008 Critério de Ratings Corporativos: Avaliação de emissões](#), 15 de abril de 2008

LISTA DE RATINGS

Ratings Rebaixados; Ação de Perspectiva e de *CreditWatch*

COPOBRAS S.A. - INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE EMBALAGENS

Ratings de Crédito de Emissor

De

Para

Escala Nacional Brasil

brBBB+/Negativa/--

brBB+/CW Neg./--

EMISSOR

**DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING
INICIAL**

**DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE
RATING**

COPOBRAS S.A. - INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE EMBALAGENS

Rating de Crédito de Emissor

Escala Nacional Brasil longo
prazo

06 de agosto de 2013

16 de agosto de 2017

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS ADICIONAIS

Outros serviços fornecidos ao emissor

Não há outros serviços prestados a este emissor, clique [aqui](#) para mais informações.

Atributos e limitações do rating de crédito

A S&P Global Ratings utiliza informações em suas análises de crédito provenientes de fontes consideradas confiáveis, incluindo aquelas fornecidas pelo emissor. A S&P Global Ratings não realiza auditorias ou quaisquer processos de *due diligence* ou de verificação independente da informação recebida do emissor ou de terceiros em conexão com seus processos de rating de crédito ou de monitoramento dos ratings atribuídos. A S&P Global Ratings não verifica a completude e a precisão das informações que recebe. A informação que nos é fornecida pode, de fato, conter imprecisões ou omissões que possam ser relevantes para a análise de crédito de rating.

Em conexão com a análise deste (s) rating (s) de crédito, a S&P Global Ratings acredita que há informação suficiente e de qualidade satisfatória de maneira a permitir-lhe ter uma opinião de rating de crédito. A atribuição de um rating de crédito para um emissor ou emissão pela S&P Global Ratings não deve ser vista como uma garantia da precisão, completude ou tempestividade da (i) informação na qual a S&P Global Ratings se baseou em conexão com o rating de crédito ou (ii) dos resultados que possam ser obtidos por meio da utilização do rating de crédito ou de informações relacionadas.

Fontes de informação

Para atribuição e monitoramento de seus ratings a S&P Global Ratings utiliza, de acordo com o tipo de emissor/emissão, informações recebidas dos emissores e/ou de seus agentes e conselheiros, inclusive, balanços financeiros auditados do Ano Fiscal, informações financeiras trimestrais, informações corporativas, prospectos e outros materiais oferecidos, informações históricas e projetadas recebidas durante as reuniões com a administração dos emissores, bem como os relatórios de análises dos aspectos econômico-financeiros (MD&A) e similares da entidade avaliada e/ou de sua matriz. Além disso, utilizamos informações de domínio público, incluindo informações publicadas pelos reguladores de valores mobiliários, do setor bancário, de seguros e ou outros reguladores, bolsas de valores, e outras fontes públicas, bem como de serviços de informações de mercado nacionais e internacionais.

Aviso de ratings ao emissor

O aviso da S&P Global Ratings para os emissores em relação ao rating atribuído é abordado na política "[Notificações ao Emissor \(incluindo Apelações\)](#)".

Frequência de revisão de atribuição de ratings

O monitoramento da S&P Global Ratings de seus ratings de crédito é abordado em:

- [Descrição Geral do Processo de Ratings de Crédito \(seção de Revisão de Ratings de Crédito\)](#)
- [Política de Monitoramento](#)

Conflitos de interesse potenciais da S&P Global Ratings

A S&P Global Ratings publica a lista de conflitos de interesse reais ou potenciais em "[Conflitos de Interesse — Instrução N° 521/2012, Artigo 16 XII](#)" seção em www.standardandpoors.com.br.

Faixa limite de 5%

A S&P Global Ratings Brasil publica em seu Formulário de Referência apresentado em http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/regulatory/disclosures o nome das entidades responsáveis por mais de 5% de suas receitas anuais.

Copyright© 2017 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A, QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZIDADE, 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.

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).