

Rating da Copobras elevado de 'brBB' para 'brBBB-'; perspectiva agora é estável

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:

Renata Lotfi, São Paulo, 55 (11) 3039-9724, renata.lotfi@spglobal.com

Resumo

- A produtora brasileira de embalagens e produtos plásticos Copobras tem conseguido refinar suas dívidas bancárias após a conclusão do processo de refinanciamento de suas debêntures.
- Apesar da leve melhora em sua estrutura de capital, consideramos a concentração de dívida nos próximos 24 meses e a contínua necessidade de refinanciamento das dívidas no curto prazo como fatores limitantes do rating da Copobras.
- Elevamos o rating de crédito de emissor da Copobras de 'brBB' para 'brBBB-'. A perspectiva agora é estável.
- A perspectiva estável reflete nossa visão de que a Copobras seguirá refinanciando suas dívidas no curto prazo e aumentará sua geração de caixa, o que deve suportar uma tendência de melhora em suas métricas de crédito, refletida por uma dívida bruta ajustada sobre EBITDA entre 3,5x e 4,0x e uma geração interna de caixa (FFO) sobre dívida bruta ajustada entre 12% e 20% em 2018 e 2019.

Ação de Rating

São Paulo (S&P Global Ratings), 17 de julho de 2018 – A S&P Global Ratings elevou hoje, de 'brBB' para 'brBBB-', o rating de crédito corporativo atribuído na Escala Nacional Brasil à processadora brasileira de plásticos **Copobras S.A. - Indústria e Comércio de Embalagens** ("Copobras"). A perspectiva agora é estável.

Fundamentos

A elevação reflete o fato de que a Copobras tem conseguido refinar suas dívidas bancárias de curto prazo após a conclusão do refinanciamento de suas debêntures, celebrado em fevereiro de 2018. Assim, apesar de mostrar uma liquidez ainda fraca, a empresa tem gradualmente alongado seu cronograma de dívidas para além dos próximos 12 meses, diminuindo os cenários mais imediatos de não pagamento de suas obrigações financeiras.

Ao longo do segundo trimestre de 2018, a Copobras refinanciou por volta de R\$ 90 milhões em dívidas de curto prazo, alongando seu cronograma médio de endividamento. Além disso, a empresa executou operações de vendas seguidas de locação (*sale-leaseback*) com duas unidades industriais (Guarulhos e Paraíba), as quais juntamente com a tomada de novos empréstimos, contribuíram para o aumento de sua posição de caixa, que passou de cerca de R\$ 38 milhões em dezembro de 2017 para aproximadamente R\$ 109 milhões em junho de 2018.

Apesar do gradual alongamento de seu endividamento médio ao longo dos últimos meses e da continuidade de suas atividades de refinanciamento, ainda vemos a estrutura de capital da Copobras e sua liquidez como fatores limitantes do rating, dado que seu cronograma de vencimentos segue concentrado nos próximos 24 meses. Por conta disso, esperamos uma liquidez ainda apertada que dependerá de refinanciamentos da ordem de pelo menos R\$ 60 milhões nos próximos 12 meses para cobrir a totalidade dos seus usos de caixa.

Ainda que o baixo endividamento reportado e as margens operacionais estáveis contribuam para que os credores continuem refinanciando as dívidas da Copobras, notamos que a empresa tem se utilizado de estratégias financeiras que podem no futuro trazer riscos operacionais, como é o caso da recente execução de operações de *sale-leaseback* com plantas operacionais, o que poderia acarretar custos adicionais de relocação caso a empresa não consiga renovar o contrato de aluguel ou exercer sua opção de compra ao término do contrato. Outros pontos que pressionam sua estrutura de capital referem-se ao aumento do nível de impostos parcelados ao longo do último ano, os quais em 30 de junho totalizavam por volta de R\$ 117 milhões, e a dívida com os sócios era de aproximadamente R\$ 27 milhões na mesma data. Apesar de enxergarmos essas garantias como sinais negativos de governança da empresa, 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) e a decisão estratégica de amortização desses mútuos mitigam deteriorações adicionais em termos de fluxo de caixa relacionadas a itens não operacionais.

Esperamos que a Copobras se beneficie do atual cenário macroeconômico de baixa inflação e juros, que contribuem para a menor volatilidade de margens e pagamento do serviço da dívida. Por outro lado, esperamos uma leve pressão nas margens por conta do aumento do preço das matérias-primas e desvalorização do real, que devem parcialmente anular os benefícios das ações de corte de custos tomadas pela empresa ao longo dos últimos anos.

Além disso, o aumento da geração de caixa esperado para 2018 e 2019 é explicado pela aquisição do negócio de bandejas em Guarulhos, por meio de uma operação de *sale-leaseback*, que adicionou 4,5 mil toneladas à atual produção da Copobras de aproximadamente 61 mil toneladas por ano. As principais premissas do nosso cenário-base incluem:

- Volumes de venda em torno de 62,8 mil toneladas em 2018, um aumento de aproximadamente 3,5% comparado ao ano anterior, justificado pela aquisição da operação de bandejas em

Guarulhos. Em 2019 e 2020, esperamos crescimento de volumes por volta de 3% e 1,0%, respectivamente, também explicado pela nova aquisição e pelo leve aumento da operação já existente;

- Inflação média em 3,4% para o fim do período de 2018 e 3,8% para 2019, 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 100% da inflação aos preços finais em 2018 e 90% a partir de 2019;
- Margens EBITDA estáveis ao longo dos próximos anos, entre 12,5% e 13,5%, refletem nossa expectativa de que a empresa seguirá repassando eventuais aumentos de custos a clientes. Também incorporamos o efeito do programa de redução de custos operacionais nas margens atuais;
- Investimentos (capex) em manutenção de aproximadamente R\$ 12 milhões em 2018 e R\$ 15 milhões em 2019;
- Pagamento de Imposto de Renda e contribuição social de cerca de R\$ 15 milhões em 2018 e 2019, seguindo a taxa estatutária do Brasil de 34% sobre o lucro operacional;
- Amortização de mútuo com os sócios por volta de R\$ 17 milhões em 2018, e em torno de R\$ 10 milhões em 2019; e
- Incluímos à dívida reportada o montante aproximado de R\$ 117 milhões em tributos parcelados em junho de 2018, 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 4,0x em 2018, chegando a 3,5x em 2019;
- FFO sobre dívida bruta ajustada entre 11% e 12% em 2018, e entre 14% e 16% em 2019; e
- Índice de cobertura ajustado próximo a 2,3x em 2018 e a 2,5x em 2019.

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, a concentração geográfica no Brasil e o investimento produtivo abaixo dos gastos de depreciação ao longo dos últimos anos sejam os pontos mais negativos do perfil de negócio da empresa.

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Copobras como fraca. Apesar da conclusão do processo de refinanciamento de suas debêntures e de dívidas adicionais contratadas em volume aproximado de R\$ 90 milhões, ainda esperamos um deficit de liquidez de aproximadamente R\$ 60 milhões nos próximos 12 meses.

Consideramos o histórico de refinanciamento da Copobras, seu relacionamento com diversos bancos, acesso ao mercado de capitais local e seu desempenho operacional satisfatório como aspectos positivos para a continuidade de suas atividades de refinanciamento de curto prazo.

As principais fontes de liquidez são:

- Posição de caixa de R\$ 108,9 milhões em junho de 2018;
- Geração de fluxo de caixa operacional esperada entre R\$ 25 milhões e R\$ 30 milhões nos próximos 12 meses; e
- Atividades de refinanciamento concluídas em julho de R\$10 milhões.

Os principais usos de liquidez são:

- O montante de dívida de curto prazo era de aproximadamente R\$ 136 milhões em junho de 2018;
- Necessidades de capital de giro entre R\$ 15 milhões e R\$ 30 milhões nos próximos 12 meses, incluindo necessidades de capital de giro intra-ano;
- Capex em manutenção esperado na ordem de R\$ 13 milhões para os próximos 12 meses; e
- Amortização de dívidas dos controladores da empresa entre R\$ 15 milhões e R\$ 20 milhões nos próximos 12 meses.

A Copobras possui cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) referentes ao índice de cobertura de juros (EBITDA consolidado/despesa financeira líquida consolidada) maior ou equivalente a 2,0x, índice de dívida líquida sobre EBITDA inferior ou igual a 2,5x e índice de dívida líquida ajustada consolidada sobre EBITDA inferior ou igual a 4,5x, este último adicionado à extensão das debêntures CICE 13 e à nova emissão CICE 14. O cálculo de dívida líquida ajustada inclui impostos parcelados e dívidas dos controladores garantidas pela Copobras. A mensuração dos *covenants* é anual e esperamos que a empresa os cumpra em 2018 com um colchão de pelo menos 20%.

Perspectiva

A perspectiva estável reflete nossa visão de que a Copobras seguirá refinanciando suas dívidas de curto prazo em virtude de seu sólido desempenho operacional e controlado nível de alavancagem. Esperamos que a Copobras eleve gradualmente sua geração de caixa, o que suportará a tendência de melhora em suas métricas de crédito, refletindo dívida bruta ajustada sobre EBITDA entre 3,5x e 4,0x e FFO sobre dívida bruta ajustada entre 12% e 20% em 2018 e 2019.

Cenário de rebaixamento

Podemos rebaixar o rating da Copobras em múltiplos degraus nos próximos 12 meses caso a empresa apresente pressões de liquidez decorrentes de um maior escrutínio de credores para o refinanciamento de suas dívidas. Um rebaixamento também poderia ocorrer se percebêssemos que a Copobras está levando mais tempo que o necessário para refinar vencimentos que possam levar a uma concentração substancial de dívidas no curto prazo ou pressões nos seus *covenants*.

Cenário de elevação

Apesar de improvável no curto prazo, uma elevação do rating da Copobras poderia ocorrer caso a empresa tomasse medidas estruturais para melhorar sua estrutura de capital e alongar materialmente seu cronograma de vencimentos de dívidas para além dos próximos 24 meses. Um aumento sustentável da geração de caixa e decisões gerenciais para a quitação dos mútuos também contribuiriam para uma melhora da liquidez da empresa.

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

COPOBRAS S.A. - INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE EMBALAGENS

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Nacional Brasil	brBBB-/Estável/--
Risco de negócios:	
	Fraco
Risco-país:	Moderadamente alto
Risco da indústria:	Intermediário
Posição competitiva	Fraca
Risco financeiro:	
	Agressivo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Agressivo
Modificadores:	
Diversificação/Efeito-portfólio:	Neutra
Estrutura de capital:	Negativa
Liquidez:	Fraca
Política financeira:	Neutra
Administração e governança	Regular
Análise de ratings comparáveis	Negativa

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

- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 19 de novembro de 2013
- [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 Recipientes e Embalagens](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [Critérios para Atribuição de Ratings 'CCC+', 'CCC', 'CCC-', e 'CC'](#), 1º de outubro de 2012
- [Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009

Artigos

- [Rating 'brB-' da Copobras reafirmado e retirado do CreditWatch negativo; perspectiva está em desenvolvimento](#), 22 de fevereiro de 2018

LISTA DE RATINGS

Rating Elevado; Ação de Perspectiva

COPOBRAS S.A. - INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE EMBALAGENS

Rating de Crédito de Emissor

De

Para

Escala Nacional Brasil

brBB/Em Des./--

brBBB-/Estável/--

EMISSOR

**DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING
INICIAL**

**DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE
RATING**

COPOBRAS S.A. - INDÚSTRIA E COMERCIO DE EMBALAGENS

Rating de Crédito de Emissor

Escala Nacional Brasil longo prazo

06 de agosto de 2013

11 de julho de 2018

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS ADICIONAIS

Outros serviços fornecidos ao emissor

Não há outros serviços prestados a este emissor.

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© 2018 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 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.

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).