S&P Global Ratings reafirma ratings 'brBBB-' de Itapoá Terminais Portuários S.A.; perspectiva é estável

Analista principal:

Livia Vilela, São Paulo (55) 11 3039-9775, livia.vilela@spglobal.com

Contato analítico adicional:

Julyana Yokota, São Paulo (55) 11 3039-9731, julyana.yokota@spglobal.com

Líder do comitê de rating:

José Coballasi, Cidade do México (52) 55-5081-4414; jose.coballasi@spglobal.com

---

Resumo

- Esperamos que Itapoá amplie sua presença na região Sul do Brasil após a conclusão da expansão do seu porto, prevista para o final de 2017. Isso deve contribuir positivamente para o desempenho operacional e financeiro do porto nos próximos dois anos.
- Apesar de sua forte performance operacional no último ano, ainda vemos as métricas de crédito do terminal pressionadas pelas obrigações financeiras decorrentes desses investimentos.
- Assim, reafirmamos os ratings 'brBBB-' de Itapoá, refletindo a capacidade do porto de operar eficientemente durante seu plano de expansão.
- Mantivemos a perspectiva estável do rating corporativo em função da nossa expectativa de que a melhoria proveniente da execução do plano de expansão e o seu efeito positivo sobre as métricas do terminal ocorrerá em um horizonte mais longo do que os próximos 12 meses.

Ação de Rating

São Paulo (S&P Global Ratings), 13 de fevereiro de 2017 – A S&P Global Ratings reafirmou hoje os ratings 'brBBB-' atribuídos na Escala Nacional Brasil à **Itapoá Terminais Portuários S.A.** ("Itapoá") e à sua 1ª emissão de debêntures, no valor de R\$ 450 milhões e com vencimento em 2023. Também reafirmamos o rating de recuperação '3' (agora na faixa superior da banda). A perspectiva do rating de crédito corporativo segue estável.

Fundamentos

A reafirmação dos ratings de Itapoá baseia-se na nossa expectativa de que as métricas de crédito da empresa seguem pressionadas durante a expansão do terminal, cuja etapa inicial está prevista para ser concluída no final deste ano. Ademais, também esperamos que durante o desenvolvimento (*ramp-up*) da nova área, Itapoá apresente uma relativa queda de sua rentabilidade e, portanto, métricas de crédito ainda pressionadas nos 12 meses seguintes, devido à atração inicial de um volume mais elevado de transbordo, o qual possui menor valor agregado. Nossa expectativa é de que, nos próximos 18-24 meses, o porto conseguirá ampliar sua influência na região Sul do Brasil e, conseqüentemente, fortalecer suas métricas de crédito.

Mesmo em um cenário econômico mais adverso e com presença em uma região de intensa competição, vemos que o porto de Itapoá continua operando acima de sua capacidade, o que evidencia sua posição competitiva favorável na região. Continuamos vendo como benéfico o compromisso dos seus acionistas de priorizar a atracação em Itapoá quando estiver operando pela região Sul. Acreditamos que após 2017 esse movimento deva ser intensificado, principalmente pela Aliança Navegação e Logística (Aliança: sem rating da S&P), assim que a primeira fase da expansão estiver concluída, possibilitando dessa forma uma melhor utilização da nova capacidade do terminal.

Em virtude da expansão em andamento, esperamos que Itapoá ainda apresente métricas de crédito pressionadas. Considerando que os recursos para os investimentos (capex) nos próximos 12 meses já estão equacionados, demos ênfase em nossa análise aos índices de cobertura de juros esperados, que devem permanecer abaixo de 2,0x nos próximos 24 meses, durante o *ramp-up* da expansão. No entanto, esperamos que o porto seja capaz de aumentar continuamente sua geração de fluxo de caixa por meio da atração de novos clientes, apresentando assim uma redução da participação das cargas de transbordo no total de carga movimentada no terminal.

Nosso cenário-base para Itapoá leva em consideração as seguintes premissas:

- Crescimento da movimentação de contêineres superior ao do Produto Interno Bruto (PIB) nacional para os próximos anos;
- A margem EBITDA de Itapoá deverá cair nos próximos dois anos, retornando para cerca de 50% a partir de 2019;
- Capex destinado à expansão em torno de R\$ 300 milhões, sendo R\$ 140 milhões financiados por meio de aportes de acionistas e o restante por captações de dívidas, ambas as fontes já desembolsadas.

Com base nessas premissas, chegamos às seguintes métricas de crédito para os próximos anos:

- Dívida sobre EBITDA de cerca de 3,0x entre 2017 e 2018, refletindo a composição equilibrada entre dívida e aporte para financiar os investimentos em expansão;
- Geração interna de caixa (FFO, em inglês) sobre a dívida de aproximadamente 14% e cobertura de juros abaixo de 2,0x em 2017 e 2018, melhorando gradualmente nos anos seguintes em função da maior geração de fluxo de caixa do porto; e
- Após a primeira fase de expansão até o final de 2018, esperamos que Itapoá passe a gerar um fluxo de caixa operacional livre (FOCF, na sigla em inglês) consistentemente positivo e não estimamos nenhuma distribuição de dividendos neste período, uma vez que existem prejuízos acumulados a serem amortizados.

Liquidez

Nossa avaliação da liquidez de Itapoá é adequada, com base na nossa expectativa de que as fontes de liquidez excederão os seus usos em, pelo menos, 1,2x nos próximos 12 meses. Além disso, acreditamos que, mesmo se houver uma redução de 15% no EBITDA projetado, as fontes de liquidez do terminal ainda continuarão excedendo os usos e que suas cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) possuem folga suficiente para continuarem sendo cumpridas.

Principais fontes de liquidez:

- Posição de caixa de aproximadamente R\$ 270 milhões em 30 de setembro de 2016; e
- Esperamos que Itapoá gere um FFO de cerca de R\$ 50 milhões nos próximos 12 meses.

Principais usos de liquidez:

- A empresa apresentará obrigações de dívida de cerca de R\$ 100 milhões nos próximos 12 meses;
- Consideramos para a análise de liquidez todo o capex referente à expansão e à compra de equipamentos do porto, uma vez que existe financiamento contratado para as obras civis de expansão; e
- Necessidade de capital de giro de aproximadamente R\$ 1 milhão nos próximos 12 meses.

Perspectiva

Mantivemos a perspectiva estável do rating de crédito corporativo em razão da nossa expectativa de que nos próximos 12 meses as operações do porto deverão continuar limitadas por suas métricas de crédito ainda pressionadas. Embora acreditemos que o porto seja capaz de ampliar sua influência na região Sul do Brasil após a conclusão da expansão no médio prazo, acreditamos que a geração de caixa não crescerá na mesma magnitude devido à maior participação de transbordo no terminal, o que manteria seus índices de cobertura de juros abaixo de 2,0x no período e de FFO sobre a dívida em torno de 14%.

Cenário de elevação

Poderemos elevar os ratings nos próximos 12 meses caso o porto seja capaz de melhorar o seu perfil de risco financeiro, em virtude de uma capacidade de atração de cargas de maior valor agregado do que estamos esperando, mantendo assim a rentabilidade de suas operações próximas do nível atual, levando portanto a um índice de cobertura de juros acima de 2,0x.

Cenário de rebaixamento

Os ratings poderão ser rebaixados nos próximos 12 meses caso o porto reduza sua produtividade média ou a competição entre os portos da região aumente, prejudicando assim sua posição competitiva e também sua geração de caixa. Além disso, poderemos rebaixá-los se o perfil de risco de negócios de Itapoá ou sua liquidez se deteriorarem para fracos.

Tabela de Classificação de Ratings

Itapoá Terminais Portuários S.A.

Ratings de Crédito Corporativo	
Escala Nacional Brasil	brBBB-/Estável/--
Perfil de Risco de Negócios	
	Regular
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Baixo
Posição competitiva	Regular
Perfil de Risco Financeiro	
	Altamente alavancado
Fluxo de caixa/alavancagem	Altamente alavancado
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfólio	Neutro
Estrutura de capital	Neutra
Política financeira	Neutra
Liquidez	Adequada
Administração e governança corporativa	Regular
Análise de ratings comparáveis	Neutra

Análise de recuperação

Principais fatores analíticos

O rating de emissão das debêntures *senior unsecured* de Itapoá é 'brBBB-' na Escala Nacional Brasil com um rating '3' de recuperação, indicando uma recuperação significativa (entre 50%-70%; agora na faixa superior da banda).

Avaliamos a perspectiva de recuperação mediante um cenário simulado de *default*. No caso de Itapoá, estimamos que um *ramp-up* significativamente mais fraco poderia resultar em um *default* em 2018. Acreditamos que, nesse cenário, a geração de fluxo de caixa da empresa não seria suficiente para cobrir despesas com juros, amortização de dívida e investimentos mínimos para manutenção de suas operações. Nosso cenário hipotético assume o *default* em 2018, como resultado de uma desaceleração econômica severa e uma redução significativa nos movimentos do porto apesar da conclusão das obras de expansão da primeira fase, o que levaria a uma diminuição significativa na geração de fluxo de caixa e na rentabilidade da empresa.

Em um momento de *default*, acreditamos que a empresa seria liquidada. Nesse cenário, utilizamos a metodologia de avaliação baseada no valor de ativos (*Discrete Asset Value*) para avaliar Itapoá, o que resultaria em um valor líquido da empresa estimado em R\$ 320 milhões.

Cascata de pagamentos simplificada

- Valor líquido da empresa após despesas administrativas: R\$ 320 milhões
- Dívidas *senior secured*: R\$ 440 milhões (dívidas garantidas por ativos reais, incluindo juros)
- Expectativa de recuperação da emissão de debêntures *senior secured*: entre 50% e 70%.

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

- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016.
- [Tabelas de mapeamento das escalas nacionais e regionais da S&P Global Ratings](#), 1º de junho de 2016.
- [Ratings de Crédito nas Escalas Nacionais e Regionais](#), 22 de setembro de 2014.
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013.
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014.
- [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 19 de novembro de 2013.
- [Principais Fatores de Crédito Para o Setor de Infraestrutura de Transporte](#), 19 de novembro de 2013.
- [Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009.
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012.
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013.
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013.

LISTA DE RATINGS

Ratings Reafirmados

ITAPOÁ TERMINAIS PORTUÁRIOS S.A.

Rating de Crédito Corporativo

Escala Nacional Brasil brBBB-/Estável/--

Ratings de Emissão

Notas *senior secured* brBBB-

Rating de Recuperação

3H*

---

*H (*High*)

EMISSOR**DATA DE ATRIBUIÇÃO
DO RATING INICIAL****DATA DA AÇÃO DE
RATING ANTERIOR**

ITAPOÁ TERMINAIS PORTUÁRIOS S.A.

Rating de Crédito de Emissor

Escala Nacional Brasil

Escala Nacional Brasil de longo prazo

03 de maio de 2013

29 de fevereiro de 2016

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).

STANDARD & POOR'S, S&P e RATINGSDIRECT são marcas registradas da Standard & Poor's Financial Services LLC.