07 de novembro de 2018

Ratings do Porto Itapoá elevados de 'brAA' para 'brAA+' por melhora financeira após expansão; perspectiva estável

Analista principal:

André Pugliese, São Paulo, 55 (11) 3039-9776, andre.pugliese@spglobal.com

Contatos analíticos adicionais:

Lucas Ibañez, São Paulo, 55 (11) 3039-9767, lucas.ibanez@spglobal.com

Marcelo Schwarz, CFA, São Paulo, 55 (11) 3039-9782, marcelo.schwarz@spglobal.com

Líder do comitê de rating:

Cecilia Fullone, Buenos Aires, 54 (11) 4891-2170, cecilia.fullone@spglobal.com

Resumo

- Com o aumento de capacidade no terminal Itapoá após a conclusão de seu ciclo de investimentos em expansão, acreditamos que o porto continuará aumentando o volume de movimentação enquanto mantém sua rentabilidade. Esperamos que Itapoá continue apresentando um índice de geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida entre 25%-30% e de dívida líquida sobre EBITDA em torno de 2,0x nos próximos anos.
- Por isso, elevamos os ratings de emissor e emissão na Escala Nacional Brasil de Itapoá, de 'brAA' para 'brAA+'.
- A perspectiva estável do rating de emissor reflete nossa visão de gradual melhora nas métricas de crédito da empresa nos próximos anos. Acreditamos que Itapoá continuará se beneficiando da presença de seu acionista controlador e principal cliente Aliança Navegação e Logística (Aliança) e será capaz de atrair novas cargas após a conclusão de seu ciclo de expansão, sem impacto significativo em suas margens mesmo em um cenário de forte competição nos portos da região Sul.

Ação de Rating

São Paulo, 07 de novembro de 2018 – A S&P Global Ratings Services elevou hoje o rating de crédito corporativo atribuído a **Itapoá Terminais Portuários S.A.** (Itapoá) na Escala Nacional Brasil de 'brAA' para 'brAA+'. A perspectiva do rating segue estável.

Ao mesmo tempo, elevamos também de 'brAA' para 'brAA+' o rating atribuído à primeira emissão de debêntures de Itapoá, com vencimento em 2023. E, por fim, reafirmamos o rating de recuperação '3' (65%) dessa emissão.

Fundamentos

A elevação dos ratings de Itapoá reflete nossa expectativa de gradual melhora das métricas de crédito da empresa, mesmo em um momento de forte competição entre os portos da região sul do país, especialmente considerando uma esperada redução de investimentos nos próximos anos após a recente conclusão da expansão que elevou a capacidade anual de movimentação de contêineres do terminal de 500 mil TEUs (unidade para um contêiner de 20 pés) para 1,2 milhão de TEUs. Esperamos que Itapoá consiga atrair novas cargas para o terminal, sobretudo devido ao compromisso do acionista controlador Aliança, cujo grupo controla no exterior as bandeiras Hamburg Süd e a Maersk, de concentrar suas operações de Santa Catarina em Itapoá. Isso ameniza o risco de demanda de Itapoá, que é menor quando comparado a outros competidores que não possuem um armador como acionista, embora ainda esteja sujeita a certa pressão para que reduza tarifas. Nesse sentido, esperamos que a empresa apresente um índice de FFO sobre dívida entre 25%-30% e de dívida sobre EBITDA em torno de 2,0x nos próximos anos, mantendo a trajetória de fortalecimento de suas métricas de crédito após ter encerrado 2017 com esses indicadores em 25,9% e 2,4x, respectivamente. Esperamos, para este ano, um pequeno pagamento de dividendos, dado o prejuízo acumulado nos anos anteriores. Para os anos seguintes, os dividendos podem desacelerar a desalavancagem da empresa e, por isso, estamos dando certa importância aos índices de geração de caixa após investimentos e de dividendos sobre a dívida, os quais esperamos que em 2018 e 2019 sejam de -6% e -3%, respectivamente.

Vemos o Porto de Itapoá como um dos mais eficientes na sua região devido à modernidade de seus equipamentos e à flexibilidade de corte de custos e investimentos que possui como terminal privado, especialmente se comparado a outros terminais que operam sob o regime de concessão pública e que possuem, por exemplo, exigências de investimentos obrigatórios previstas no contrato de concessão. Ainda, avaliamos de forma positiva a presença de um armador como acionista do porto, uma vez que o acordo de acionistas prevê que, havendo capacidade, qualquer carga do acionista transitando na região de Santa Catarina deverá atracar no porto de Itapoá, o que garante um fluxo de carga importante para o terminal. No entanto, quando comparamos a capacidade de 1,2 milhão de TEUS de Itapoá com outros portos da região, nacionais e até internacionais, vemos que a escala de Itapoá seguirá sendo limitada.

Anteriormente, esperávamos que grande parte do incremento de volumes estivesse relacionada a cargas com menor valor agregado, como transbordo e cabotagem. Todavia, durante os primeiros meses após a expansão, o que de fato vemos é que Itapoá tem conseguido atrair volumes de importação e exportação, além de diversificação por meio das receitas de armazenagem que aumentaram significativamente após a expansão. Para 2018, esperamos uma margem EBITDA perto dos 53%, o que já se observa nos números atuais, bem como uma melhora gradual por conta de uma diluição de custos fixos oriunda do incremento de volumes e uma busca por um melhor mix de serviços oferecidos.

Acreditamos que, neste primeiro momento, após a expansão, o porto poderá ter desafios significativos no que diz respeito à competição por novos volumes e sobretudo com relação a tarifas, especialmente considerando que os portos da região estão operando em geral com uma capacidade ociosa significativa, e também que há a expectativa de entrada de capacidade adicional na região, como, por exemplo, no **Terminal de Contêineres de Paranaguá S.A.** (TCP: brAAA/Estável/brA-1+), que deve

adicionar 1,0 milhão de TEUs de capacidade até 2019. Nesse sentido, apesar de acreditarmos que a presença do armador como acionista é um importante fator mitigante para o risco de demanda, esperamos que a entrada simultânea de capacidade nos portos da região acirre ainda mais o ambiente competitivo, o que poderá resultar em menores tarifas.

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

- Crescimento do PIB de 1,4% em 2018, 2,2% em 2019 e 2,5% em 2020;
- Inflação de 3,5% em 2018, 3,8% em 2019 e 4,1% em 2020;
- Crescimento da movimentação de contêineres de cerca de 19% em 2018, 8% em 2019 e 5% em 2020, muito acima do crescimento do PIB, em função do aumento de capacidade do porto;
- Queda de 2% nas tarifas em 2018 e de 5% em 2019, devido a uma maior competição por volumes;
- Investimentos de cerca de R\$ 80 milhões em 2018, e de aproximadamente R\$ 50 milhões anuais em 2019 e 2020;
- Para os próximos anos, esperamos uma distribuição anual de dividendos de 100% do lucro líquido do período anterior (em 2018 limitado pelo volume de prejuízos acumulados).

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

- Margem EBITDA entre 52% e 53% para 2018, 2019 e 2020;
- Dívida sobre EBITDA abaixo de 2,5x;
- FFO sobre dívida entre 25%-30%;
- Esperamos que Itapoá passe a gerar um fluxo de caixa discricionário (DCF - *discretionary cash flow*) negativo, em função da distribuição de dividendos a partir deste ano.

Liquidez

Nossa avaliação da liquidez de Itapoá segue adequada, com base na nossa expectativa de que as fontes de liquidez excederão os seus usos em pelo menos 20% nos próximos 12 meses, mesmo que haja uma queda de 20% no EBITDA no período. Considerando o fim do seu ciclo de expansão, Itapoá deve se beneficiar de uma geração de caixa mais forte, já que haverá uma redução em suas necessidades de investimento. Em nossa visão, Itapoá apresenta uma gestão de risco prudente e acesso adequado ao mercado de crédito. Acreditamos que as cláusulas contratuais restritivas (*financial covenants*) presentes em grande parte de seus acordos de dívidas serão cumpridas com folga nos próximos 12 meses.

Principais fontes de liquidez:

- Posição de caixa de aproximadamente R\$ 78 milhões em 30 de junho de 2018;
- Esperamos que Itapoá gere um FFO de cerca de R\$ 110 milhões nos próximos 12 meses.

Principais usos de liquidez:

- Amortizações de dívida nos próximos 12 meses de cerca de R\$ 68 milhões;
- Investimentos em torno de R\$ 30 milhões nos próximos 12 meses;

- Necessidade de capital de giro de cerca de R\$ 20 milhões nos próximos 12 meses;
- Pagamento de dividendos de aproximadamente R\$ 20 milhões.

A empresa deve cumprir com relativa folga (40% de folga para o EBITDA) com os seguintes *covenants* financeiros em suas dívidas atuais:

- Dívida Líquida sobre EBITDA igual ou menor a 4,0x;
- Dívida Líquida sobre capital social igual ou menor a 3,0x;
- Índice de cobertura do serviço da dívida (ICSD) maior do que 1,2x.

Perspectiva

A perspectiva estável reflete nossa visão de que, nos próximos 12 meses, Itapoá será capaz de continuar atraindo novas cargas de maior valor agregado, apesar do ambiente competitivo na região Sul, beneficiando-se do compromisso de seu acionista controlador em priorizar suas operações no terminal. Com isso, esperamos uma melhora de sua geração de caixa, permitindo gradual desalavancagem do terminal nos próximos anos.

Cenário de elevação

Nos próximos 18 meses, poderemos elevar os ratings de Itapoá caso esta consiga aumentar consistentemente a utilização da sua capacidade após a expansão, atraindo novas cargas de alto valor agregado e com tarifas mais elevadas, o que garantiria melhora da rentabilidade e forte geração de caixa. Além disso, uma redução da sua alavancagem não somente por melhor performance operacional, mas por redução de endividamento, que levasse o FFO sobre dívida consistentemente acima de 30% e o DCF sobre dívida acima de 10%, poderia melhorar o risco financeiro da empresa.

Cenário de rebaixamento

Poderíamos rebaixar os ratings de Itapoá caso a dinâmica competitiva compromettesse a capacidade da empresa de atrair novas cargas ao porto, o que impactaria suas tarifas e margens, pressionando assim sua rentabilidade e capacidade de geração de caixa. Isso resultaria em FFO sobre dívida abaixo de 20% e DCF sobre dívida abaixo de 5%.

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

ITAPOÁ TERMINAIS PORTUÁRIOS S.A.

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Nacional Brasil	brAA+/Estável/--
Risco de negócios	
Risco-país	Regular
Risco da indústria	Moderadamente Alto
Posição competitiva	Risco Baixo
Risco financeiro	
Fluxo de caixa/Alavancagem	Regular
Significativo	
Significativo	
Âncora	bb
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfólio	Neutra
Estrutura de capital	Neutra
Liquidez	Adequada
Política financeira	Neutra
Administração e governança	Regular
Análise de ratings comparáveis	Negativa

Análise de Recuperação

Principais fatores analíticos

O rating de emissão das debêntures *senior secured* de Itapoá foi elevado de 'brAA' para 'brAA+' na Escala Nacional Brasil, refletindo a mudança no rating corporativo da empresa. Reafirmamos o rating de recuperação '3' dessas debêntures.

Nosso cenário hipotético considera um default em 2020, como resultado de uma desaceleração econômica severa e uma redução significativa nos movimentos do porto apesar da conclusão das obras de expansão, o que levaria a uma queda significativa na geração de fluxo de caixa e na rentabilidade da empresa.

No ano do default, acreditamos que a empresa seria liquidada. Nesse cenário, utilizamos a metodologia de *Discrete Asset Valuation* para avaliar Itapoá, que resultaria em um valor líquido da empresa estimado de R\$ 230 milhões no momento do default e em face das condições mencionadas acima.

Cascata de pagamentos simplificada:

- Valor líquido da empresa após despesas administrativas: R\$ 217 milhões
- Dívidas *senior secured* na data hipotética do default: R\$ 251 milhões (dívidas garantidas por ativos reais, incluindo juros)
- Expectativa de recuperação da emissão de debêntures *senior secured*: 65%.

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
- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Principais Fatores de Crédito Para o Setor de Infraestrutura de Transporte](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 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
- [Critério geral: Metodologia de rating de grupo](#), 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

LISTA DE RATINGS

Ratings Elevados

ITAPOÁ TERMINAIS PORTUÁRIOS S.A.

<i>Rating de Crédito de Emissor</i>	DE	PARA
Escala Nacional Brasil	brAA/Estável/--	brAA+/Estável/--

<i>Rating de Emissão</i>		
Debêntures <i>senior secured</i>	brAA	brAA+
Rating de recuperação reafirmado	3(65%)	

EMISSOR	DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL	DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE RATING
ITAPOÁ TERMINAIS PORTUÁRIOS S.A.		
<i>Rating de Crédito de Emissor</i>		
Escala Nacional Brasil de longo prazo	3 de maio 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.

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. 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 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).