

Ratings atribuídos ao Itapoá Terminais Portuários S.A. elevados, refletindo expectativa de menor alavancagem com o fim dos investimentos de expansão; perspectiva estável

Analista principal:

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

Contato analítico adicional:

Candela Macchi, Buenos Aires, 54 (11) 4891-2110, candela.macchi@spglobal.com

Líder do comitê de rating:

Candela Macchi, Buenos Aires, 54 (11) 4891-2110, candela.macchi@spglobal.com

Resumo

- O terminal portuário de Itapoá deve apresentar uma melhora consistente em suas métricas de crédito ao longo dos próximos anos, em função do aumento de geração de caixa esperado com a finalização dos seus investimentos de expansão e o crescimento dos volumes movimentados, como resultado do aumento de capacidade no porto. Nesse contexto, esperamos que o Itapoá apresente um índice de geração interna de caixa (FFO-*Funds From Operations*) sobre dívida entre 15%-20% em 2017 e entre 20%-25% em 2018.
- Assim, elevamos o rating de crédito corporativo na Escala Nacional Brasil do Itapoá de 'brBBB' para 'brA-', bem como o rating de emissão de sua debênture com vencimento em 2023.
- A perspectiva estável reflete a nossa opinião de que o porto de Itapoá estará bem posicionado para atrair novas cargas após a conclusão das suas obras de expansão em meados de 2018, principalmente em função da presença da Hamburg Sud como acionista e principal cliente do porto, bem como em razão da sua elevada eficiência operacional, apesar da extrema competitividade entre os portos do *cluster* sul.

Ação de Rating

São Paulo (S&P Global Ratings), 14 de novembro de 2017 – A S&P Global Ratings elevou hoje os ratings atribuídos ao Itapoá Terminais Portuários S.A. ("Itapoá") e à sua primeira emissão de debêntures com vencimento em 2023 de 'brBBB' para 'brA-'. Também reafirmamos o rating de recuperação '3'. A perspectiva do rating de crédito corporativo segue estável.

Fundamentos

A elevação dos ratings do Itapoá reflete a nossa expectativa de fortalecimento das métricas de crédito da empresa a partir de 2018, após a conclusão de seus investimentos de expansão, que devem elevar a capacidade anual do terminal de 500,000 TEUs (*Twenty foot Equivalent Unit*) para 1,2 milhão de TEUs, aumentando significativamente o potencial de geração de caixa do Itapoá, o que, combinado com a nossa expectativa de investimentos significativamente menores nos próximos anos, deve resultar em uma rápida melhora das métricas de crédito. Acreditamos que apesar da forte competição entre os portos no *cluster* sul, Itapoá deverá se beneficiar de volumes de carga incrementais provenientes de seu acionista e principal cliente, Hamburg Sud, o que, de certa forma, reduz o risco de demanda do Itapoá quando comparado com o de outros competidores que não possuem um grande armador como acionista. Nesse sentido, esperamos que a empresa termine o ano de 2017 com FFO sobre dívida entre 15%-20%, refletindo o patamar ainda elevado de investimentos até a conclusão da expansão. Já em 2018, uma vez concluída a expansão, esperamos FFO sobre dívida entre 25%-30% em função de menores investimentos e de maior geração de caixa operacional.

Vemos o porto de Itapoá como um dos mais eficientes na sua região, apresentando equipamentos modernos e flexibilidade, tanto no corte de custos quanto nos investimentos, em razão de ser um terminal privado, especialmente se comparado a outros terminais que operam sob o regime de concessão pública aos quais são requeridos, por exemplo, investimentos obrigatórios previstos 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 da Hamburg Sud que transitar na região de Santa Catarina deverá atracar no porto de Itapoá, o que garante um fluxo de carga importante para o porto. No entanto, acreditamos que, mesmo após a conclusão da expansão do porto para 1,2 milhão de TEUS, a escala do Itapoá continuará limitada quando comparada com grandes portos nacionais e Internacionais.

O porto de Itapoá tem operado acima de sua capacidade ao longo dos últimos anos em função da elevada demanda de seus clientes, o que permitiu que a empresa priorizasse os serviços de maior valor agregado em 2017, como a movimentação de cargas de importação e exportação, impulsionando assim a margem EBITDA para cerca de 52% nos doze meses findos em 30 de junho de 2017, ante cerca de 50% no ano de 2016. No entanto, dado o aumento de capacidade esperado para os próximos anos, esperamos que grande parte do incremento de volumes esteja relacionada a cargas com menor valor agregado, como transbordo e cabotagem, o que poderia pressionar negativamente as margens. Apesar disso, esperamos que a maior diluição de custos fixos oriunda do incremento de volumes e também a menor utilização da capacidade do porto tragam ganhos de eficiência que devem contrabalançar o impacto negativo de um *mix* pior de serviços nas margens consolidadas de Itapoá, mantendo as margens EBITDA em torno de 52%-54% ao longo dos próximos três anos.

Acreditamos que a conclusão do ciclo de expansão e, conseqüente, do aumento de capacidade do porto trarão desafios significativos ao Itapoá, no que diz respeito à competição por novos volumes, especialmente considerando-se que os portos da região operam, no 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 (brAA-/Negativa/brA-1+), que deve adicionar 1,0 milhão de TEUs de capacidade até 2019. Nesse sentido, apesar de acreditarmos que a presença da Hamburg Sud como acionista seja um importante mitigante do risco de demanda, espera-se 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 da movimentação de contêineres de cerca de 3% em 2017, 27% em 2018 e 14% em 2019, muito acima do crescimento do PIB, em função do aumento de capacidade do porto que deve atrair volumes adicionais de outros portos da região;
- Utilização da capacidade de 110% em 2017, sendo reduzida para cerca de 70%-75% nos próximos anos;
- Queda de 2% nas tarifas em 2018 e nenhum aumento real para os próximos anos, em função da forte competição entre os portos da região Sul;
- Margem EBITDA relativamente estável em torno de 52%-54% para os próximos anos;
- Investimentos de cerca de R\$ 150 milhões em 2017, caíndo para R\$ 50 milhões em 2018.
- Não esperamos pagamento de dividendos durante os próximos três anos.

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

- Dívida sobre EBITDA entre de 2,5x-3,0x em 2017 e entre 2,0x-2,5x em 2018;
- FFO sobre dívida entre 15%-20% em 2017 e entre 25%-30% em 2018;
- Após a o término da primeira fase de expansão em meados de 2018, esperamos que Itapoá passe a gerar um fluxo de caixa operacional livre (FOCF, na sigla em inglês) consistentemente positivo em função de maiores volumes no porto e de menores investimentos a serem realizados.

Liquidez

Avaliamos a liquidez do Itapoá como “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. Apesar dos elevados investimentos a serem realizados nos próximos seis meses, Itapoá já conta com os recursos em caixa para financiá-los. Além disso, esperamos um aumento na geração de caixa do porto nesse período em função da queda do CDI e também da expectativa de maiores volumes em 2018. Acreditamos que as cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) presentes em grande parte das dívidas do Itapoá possuam folga suficiente e não deverão ser quebradas ao longo dos próximos três anos. Os principais *covenants* presentes nessas dívidas são: dívida líquida sobre EBITDA inferior a 4,0 e ICDS – índice de cobertura do serviço da dívida - superior a 1,20.

Principais fontes de liquidez:

- Posição de caixa de aproximadamente R\$ 168 milhões em 30 de junho de 2017;
- Esperamos que Itapoá gere um FFO de cerca de R\$ 87 milhões nos próximos 12 meses.

Principais usos de liquidez:

- Posição de dívida de curto prazo de cerca de R\$ 80 milhões em 30 de junho de 2017;
- Investimentos de cerca de R\$ 100 milhões nos próximos 12 meses; e
- Necessidade de capital de giro de cerca de R\$ 25 milhões nos próximos 12 meses.

Perspectiva

A perspectiva estável reflete a nossa visão de que o Itapoá estará bem posicionado para atrair novas cargas após a conclusão das suas obras de expansão em meados de 2018, o que deverá resultar em maior geração de caixa, levando ao fortalecimento das métricas de crédito do porto, com FFO sobre dívida melhorando de 15%-20% em 2017 para 25%-30% em 2018.

Perspectiva de Elevação

Poderemos elevar os ratings de Itapoá caso observemos uma consolidação da estratégia comercial do porto após a conclusão da sua expansão. Isso poderá ser evidenciado por um nível de utilização da capacidade consistentemente acima de 75%, enquanto a empresa for capaz de manter o nível de rentabilidade relativamente estável, com margens EBITDA entre 50%-55%, além de níveis de liquidez adequados e FFO sobre dívida consistentemente acima de 20%.

Perspectiva de Rebaixamento

Poderemos rebaixar os ratings se o Itapoá não conseguir atrair novas cargas ao porto, resultando em uma utilização da capacidade consistentemente abaixo de 70%, ou se a empresa reduzir significativamente as suas tarifas para atrair novos clientes, o que poderá trazer uma redução da margem EBITDA para níveis abaixo de 50%, reduzindo a capacidade de geração de caixa do porto, e, resultando assim, em FFO sobre dívida abaixo de 12%.

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

ITAPOÁ TERMINAIS PORTUÁRIOS S.A.

Rating de Crédito de Emissor	
Escala global	brA-/Estável/--
Perfil de Risco de Negócio	
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Baixo
Posição competitiva	Regular
Perfil de Risco Financeiro	
Fluxo de caixa/alavancagem	Agressivo
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutra
Estrutura de capital	Neutra
Política financeira	Neutra
Liquidez	Adequada
Administração e governança corporativa	Regular
Análise de ratings comparáveis	Negativa

Análise de Recuperação

Principais fatores analíticos

- Nosso cenário hipotético assume o *default* em 2018, como resultado de uma desaceleração econômica severa e de uma redução significativa nos movimentos do porto apesar da conclusão das obras de expansão da primeira fase, o que levaria a uma redução importante 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 *Discrete Asset Valuation* para avaliar Itapoá, que resultaria em um valor líquido da empresa estimado em R\$ 310 milhões.

Cascata de pagamentos simplificada:

- Valor líquido da empresa após despesas administrativas: R\$ 310 milhões
- Dívidas *senior secured*: R\$ 426 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

- [Tabelas de mapeamento das escalas nacionais e regionais da S&P Global Ratings](#), 14 de agosto de 2017
- [Metodologia: Avaliações de classificação de jurisdições](#), 20 de janeiro de 2016
- [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
- [Ratings de Crédito nas Escalas Nacionais e Regionais](#), 22 de setembro de 2014
- [Metodologia de Aplicação de Ratings de Recuperação a Ratings de Emissão em Escala Nacional](#), 22 de setembro 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.

Ratings de Crédito de Emissor	De	Para
Escala Nacional Brasil	brBBB/Estável/--	brA-/Estável/--
Rating de Emissão	De	Para
<i>Senior Secured</i>	brBBB	brA-
Rating de Recuperação Reafirmado	3 (60%)	

EMISSOR	DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL	DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE RATING
ITAPOÁ TERMINAIS PORTUÁRIOS S.A.		
Ratings de Crédito de Emissor		
Escala Nacional Brasil de longo prazo	3 de maio 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).