

Comunicado à Imprensa

Ratings da Tupy S.A. elevados para 'BB' e 'brAAA' por expectativa de fluxos de caixa mais altos; perspectiva estável

21 de maio de 2019

Resumo

- Esperamos que a fabricante brasileira de peças automotivas Tupy S.A. reporte uma sólida e crescente geração de fluxo de caixa, possibilitada pelo contínuo crescimento das receitas e certa melhora na rentabilidade.
- Nesse contexto, a Tupy deve registrar uma redução ainda maior na alavancagem, com o índice de dívida sobre EBITDA se aproximando de 1,5x nos próximos anos, versus 2,1x em 2018.
- Como resultado, em 21 de maio de 2019 a S&P Global Ratings elevou seus ratings de crédito de emissor de 'BB-' para 'BB' na escala global e de 'brAA+' para 'brAAA' na Escala Nacional Brasil. Também elevamos o rating de emissão da empresa de 'BB-' para 'BB'.
- A perspectiva agora é estável, refletindo nossa expectativa de que a Tupy reportará uma margem EBITDA em torno de 14%-15% e um índice de dívida sobre EBITDA entre 1,5x-2,0x nos próximos anos, enquanto mantém uma sólida geração de fluxo de caixa.

Fundamento da Ação de Rating

A elevação dos ratings da Tupy reflete nossa expectativa de que a empresa continuará reportando um sólido crescimento da receita nos próximos anos, possibilitado pelo aumento das vendas e produção de veículos comerciais no Brasil, que continua se recuperando após vários anos de declínio durante a crise econômica. Além disso, a Tupy deve registrar um crescimento da receita de suas operações internacionais, resultante da depreciação do real e dos preços mais altos, que compensam o ligeiro declínio do volume esperado este ano, em função da queda na produção de veículos off-road nos Estados Unidos. Também esperamos algumas melhorias de rentabilidade através do foco contínuo da empresa no controle de custos e no aumento da participação de produtos com margens mais altas em seu portfólio, o que deverá elevar sua geração de fluxo de caixa nos próximos anos.

ANALISTA PRINCIPAL

Fabiana Gobbi
São Paulo
55 (11) 3039-9733
fabiana.gobbi
@spglobal.com

CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL

Lúisa Vilhena
São Paulo
55 (11) 3039-9727
luisa.vilhena
@spglobal.com

LÍDER DO COMITÊ DE RATING

Lúisa Vilhena
São Paulo
55 (11) 3039-9727
luisa.vilhena
@spglobal.com

S&P Global

Ratings

A empresa tem mudado seu mix de produtos, com uma crescente participação de produtos de maior valor agregado, como produtos totalmente usinados e em ferro vermicular (Compacted Graphite Iron -CGI). A fabricação desses produtos demandou algumas despesas pré-operacionais, o que resultou em certa pressão na rentabilidade ao fim de 2018 e início de 2019. Esperamos que essas tendências reforcem a margem EBITDA nos próximos anos, acima do índice de 14% registrado em 2018.

Esperamos que a Tupy mantenha um nível estável de dívida nos próximos anos, uma vez que seus crescentes fluxos de caixa operacionais devem ser suficientes para financiar seu atual plano de capex e altos índices de pagamento de dividendos. Considerando a ausência de expansões ou aquisições de grande porte, esperamos uma continuidade da redução da alavancagem, com o índice de dívida sobre EBITDA se aproximando de 1,5x em 2020. Como resultado, alteramos nossa avaliação do perfil de risco financeiro da empresa de significativo para intermediário.

Perspectiva

A perspectiva estável reflete nossa expectativa de que a Tupy continuará reportando sólidos fluxos de caixa graças ao crescimento da receita nos mercados internacionais e no Brasil, combinado com alguma melhora na rentabilidade. Com a manutenção de seu endividamento estável, esperamos que a Tupy registre um índice de dívida sobre EBITDA entre 1,5x-2,0x e geração de fluxo de caixa livre (FOCF - *free operating cash flow*) sobre dívida em torno de 30% nos próximos anos.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar os ratings da Tupy nos próximos 12-18 meses, se a geração de fluxo de caixa da empresa se enfraquecer em decorrência de uma queda nos volumes internacionais e domésticos, devido a condições de mercado mais fracas ou um aumento da competição. Nesse cenário, as receitas cairiam mais de 18% e a margem EBITDA se aproximaria de 10%, resultando em um índice de dívida sobre EBITDA próximo a 3x. Também poderíamos rebaixar os ratings se a Tupy adotasse uma estratégia agressiva de fusão e aquisição (M&A) ou de distribuição de dividendos que levasse à métrica de alavancagem mencionada acima.

Cenário de elevação

Em nossa visão, uma elevação dos ratings é limitada no médio prazo, em função da sua escala relativamente pequena e da concentração em poucos produtos comparado com seus pares. Esses fatores, combinados com a ciclicidade da indústria de peças automotivas, tendem a resultar em certa volatilidade nas métricas de crédito periodicamente. Ainda assim, poderemos elevar os ratings se a escala da empresa aumentar significativamente ou se seu índice de dívida sobre EBITDA ficar abaixo de 1,5x e o de FOCF sobre dívida exceder 40% em base consistente.

Descrição da Empresa

Fundada em 1938, a Tupy é uma fabricante brasileira de peças automotivas, dedicada à produção e venda de produtos fundidos globalmente. As receitas internacionais representaram 81,5% de sua receita líquida no primeiro trimestre de 2019, enquanto as receitas domésticas representaram o restante. As receitas dos mercados externos advêm do México (31,2%), EUA (30,8%), Reino Unido (5,5%), e os países da Europa, Ásia, África e Oceania (menos de 2%).

O BNDES e o Fundo Previ controlam a empresa com participação de 28,2% e 25,9%, respectivamente. As demais ações são negociadas em bolsa.

Nosso Cenário de Caso-Base

- Taxa de inflação nos países do NAFTA de 1,9% em 2019 e 2,3% em 2020;
- Taxa de inflação no Brasil de 3,8% em 2019 e de 4,0% em 2020;
- Taxa de câmbio média de R\$ 3,80/US\$1.00 em 2019 e R\$ 3,87/US\$1.00 em 2020;
- Crescimento das receitas internacionais entre 1,5%-2,5% (em dólares), refletindo uma queda nos volumes de cerca de 2% em 2019 e estável em 2020, devido à menor demanda por veículos off-road. Isso seria compensado por aumentos de preços entre 2,5%-4,0%, refletindo a crescente participação de produtos com maior valor agregado no portfólio.
- Sólido crescimento da receita no Brasil de cerca de 23% em 2019 e 13% em 2020, com base no aumento de 5,0% a 7,5% do volume, graças à contínua expansão da produção e vendas e veículos comerciais e pesados, e aumentos nos preços médios de 15% em 2019 e 8% em 2020, sobretudo no mix de produtos, com aumento da participação de produtos totalmente usinados.
- Crescimento na receita líquida consolidada em torno de 11% em 2019 e 6% em 2020.
- Ligeira melhora na rentabilidade nos próximos anos, principalmente devido à crescente participação de produtos com margens mais altas no portfólio da Tupy. Isso compensará o aumento dos impostos trabalhistas e alguns eventos extraordinários durante o primeiro trimestre de 2019 relacionados às despesas de desenvolvimento de novos produtos no México e à necessidade de estender a manutenção programada das usinas brasileiras.
- Investimentos de capital anuais de R\$ 200 milhões em 2019 e R\$ 240 milhões em 2020, sobretudo para melhorar a produtividade das plantas e um projeto relacionado à proteção ambiental e segurança das plantas.
- Pagamentos de dividendos e juros sobre capital próprio de 100% do lucro líquido dos exercícios anteriores nos próximos anos.

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

- Margem EBITDA consolidada de 14%-15% em 2019 e 2020, versus 14% em 2018;
- Dívida sobre EBITDA em torno de 1,5x-2,0x em 2019 e 2020, comparado a 2,1x em 2018;
- Geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida entre 40%-50%, comparado a 36,4% em 2018; e
- Fluxo de caixa discricionário (DCF - *discretionary cash flow*) sobre dívida entre 0%-10% em 2019 e 2020, comparado a 17,2% em 2018.

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Tupy como forte, pois esperamos que as fontes sobre usos de caixa alcancem 2x nos próximos 24 meses. Além disso, esperamos que as fontes menos os usos

S&P Global

Ratings

permaneçam positivas ainda que o EBITDA reduza em 30% em relação ao nosso cenário-base. Acreditamos que a Tupy possua um relacionamento bem-estabelecido e sólido com os bancos, bem como uma gestão de risco prudencial, mantendo uma confortável posição de caixa e um nível limitado de dívida de curto prazo.

Principais fontes de liquidez:

- Posição de caixa de R\$ 532,5 milhões em 31 de março de 2019; e
- FFO projetado de cerca de R\$ 630 milhões nos próximos 12 meses iniciando em 31 de março de 2019.

Principais usos de liquidez:

- Dívida de curto prazo de R\$ 28,5 milhões em 31 de março de 2019;
- Necessidades de capital de giro estimadas em torno de R\$ 23 milhões no período de 12 meses iniciando em 31 de março de 2019;
- Capex estimado em torno de R\$ 210 milhões no período de 12 meses iniciando em 31 de março de 2019; e
- Pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio de R\$ 300 milhões nos próximos 12 meses a partir de 31 de março de 2019.

Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Esperamos que a empresa mantenha uma folga adequada em seus *covenants* financeiros, que estabelecem um índice máximo de dívida líquida sobre EBITDA de 3,0x, ainda que o EBITDA decline 30%, um índice de patrimônio líquido sobre ativos totais acima de 0,3x e ativo circulante sobre passivo circulante superior a 1,3x.

Ratings Acima do Rating Soberano

A Tupy é agora avaliada acima do rating soberano 'BB-' em moeda estrangeira do Brasil. A empresa é domiciliada no Brasil, mas gera cerca de 80% de suas receitas em países avaliados acima do rating do Brasil. Além disso, em um cenário de default soberano do Brasil, acreditamos que as fontes de liquidez da empresa seriam suficientes para cobrir suas necessidades de curto prazo, tendo em vista seus muito poucos vencimentos de curto prazo e sua capacidade de reduzir ou até mesmo adiar pagamentos de dividendos.

Ratings de Emissão - Análise de Recuperação

Principais fatores analíticos

O rating de recuperação '3' permanece inalterado, indicando nossa expectativa de uma recuperação de 65% para os credores *unsecured* em um cenário hipotético de default. Avaliamos as perspectivas de recuperação da Tupy utilizando um cenário simulado de default, com uma abordagem de avaliação de múltiplo de EBITDA. Nosso cenário simulado considera que um default ocorreria em 2024, ano de vencimento de suas notas. Isso resultaria de uma severa desaceleração econômica e maior competição, sobretudo nos mercados internacionais, afetando os fluxos de caixa. Em nosso cenário simulado de default, estimamos que o EBITDA se reduziria em torno de 55% em relação a 2018 e levaria a um default de pagamento. Nesse nível, estimamos que os fluxos de caixa da empresa podem não ser suficientes para cobrir as despesas com juros e o

S&P Global

Ratings

capex de manutenção. Avaliamos a Tupy com base no princípio de continuidade de suas operações, utilizando um múltiplo de 5,0x aplicado a nosso EBITDA de emergência projetado, em linha com o múltiplo utilizado para seus pares da indústria, o que resulta em um valor de mercado da empresa (*enterprise value* ou EV) bruto estimado de cerca de R\$ 1,4 bilhão.

Default simulado e premissas e avaliação

- Ano simulado do default: 2024
- EBITDA de emergência: R\$ 286 milhões
- Múltiplo de EBITDA: 5,0x
- EV bruto estimado: R\$ 1,4 bilhão
- EV líquido após custos administrativos de 5%: R\$ 1,36 bilhão
- Jurisdição: Brasil.

Estrutura de prioridade de pagamento (*waterfall*)

- Dívida *senior unsecured*: R\$ 1,5 bilhão
- Expectativa de recuperação da dívida *senior unsecured*: 65%.

*Todos os montantes de dívida incluem seis meses de juros pré-petição.

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

TUPY S.A.

Ratings de Crédito de Emissor	
Escala global	BB/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Risco de negócio	Fraço
Risco-país	Baixo
Risco da indústria	Moderadamente alto
Posição competitiva	Fraca
Risco financeiro	Intermediário
Fluxo de caixa/Alavancagem	Intermediário
Âncora	bb
Modificadores	
Diversificação/Efeito-Portfólio	Neutra (sem impacto)
Estrutura de capital	
Liquidez	Forte (sem impacto)
Política financeira	Neutra (sem impacto)
Administração e governança corporativa	Regular (sem impacto)
Análise de ratings comparáveis	Neutra (sem impacto)
SACP	BB

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 e, por isso, devem ser lidos em conjunto com tais Critérios. Consulte os Critérios de Rating em www.standardandpoors.com.br para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site www.capitaliq.com. Todos os ratings afetados por esta ação de rating são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em www.standardandpoors.com. Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1º de abril de 2019
- [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
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério geral: Metodologia de rating de grupo](#), 19 de novembro de 2013
- [Principais Fatores de Crédito Para a Indústria de Fornecedores de Componentes Automotivos](#), 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

EMISSOR	DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL	DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE RATING
TUPY S.A.		
<i>Ratings de Crédito de Emissor</i>		
Escala Nacional Brasil	30 de junho de 2014	29 de maio 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 Nº 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.

As informações regulatórias (PCR, em sua sigla em inglês) da S&P Global Ratings são publicadas com referência a uma data específica, vigentes na data da última Ação de Rating de Crédito publicada. A S&P Global Ratings atualiza as informações regulatórias de um determinado Rating de Crédito a fim de incluir quaisquer mudanças em tais informações somente quando uma Ação de Rating de Crédito subsequente é publicada. Portanto, as informações regulatórias apresentadas neste relatório podem não refletir as mudanças que podem ocorrer durante o período posterior à publicação de tais informações regulatórias, mas que não estejam de outra forma associadas a uma Ação de Rating de Crédito.

S&P Global Ratings

Copyright© 2019 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, completitude, 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. 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).

S&P Global
Ratings