

## RATING ACTION COMMENTARY

# Fitch Atribui Rating 'A-(bra)' à Proposta de 5ª Emissão de Debêntures do PBG

Brazil Thu 14 Dec, 2023 - 8:41 ET

Fitch Ratings - Rio de Janeiro - 14 Dec 2023: A Fitch Ratings atribuiu, hoje, o Rating Nacional de Longo Prazo 'A-(bra)' à proposta de quinta emissão de debêntures, com garantia real, do PBG S.A. (PBG). A emissão, no montante de BRL367 milhões, terá vencimento final em 2028. As debêntures contam, também, com fiança da subsidiária Portobello Shop S/A. Os recursos serão usados para reperfilar dívidas e reforço de caixa da companhia. Atualmente, a Fitch classifica o PBG com Rating Nacional de Longo Prazo 'A-(bra)', Perspectiva Estável.

O rating do PBG reflete a sua destacada posição no setor de revestimentos cerâmicos, com canais de vendas diversificados e parcela significativa direcionada a exportações. A Fitch também considera que a conclusão da fábrica nos Estados Unidos, neste ano, deverá permitir uma diluição da concentração das vendas no Brasil. A classificação é limitada pelos riscos relacionados à ciclicidade dessa indústria, caracterizada por apresentar elevada fragmentação de competidores e demanda volátil.

A avaliação incorpora, ainda, que o enfraquecimento da demanda por revestimentos cerâmicos no Brasil e no exterior ao longo do primeiro semestre, combinado ao ciclo de investimentos elevados, deve continuar prejudicando o fluxo de caixa livre (FCF) do PBG e enfraquecendo seus indicadores de crédito. Mesmo diante desse cenário, a continuidade do

adequado acesso a fontes de financiamento deve permitir que a empresa carregue um adequado perfil de liquidez.

## **PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING**

**Desempenho Pressionado em 2023:** O PBG deve apresentar fraca performance operacional em 2023, apesar de alguma recuperação no segundo semestre, levando à redução da rentabilidade e da geração de caixa. A Fitch projeta queda de 3% no volume total de vendas em 2023, decorrente da menor demanda no mercado brasileiro e da queda significativa nas exportações. A margem de EBITDA do PBG deve ficar próxima a 10% em 2023, ante os 16% de 2022, também em razão de um *mix* de canais de vendas menos rentável e aumento da estrutura de despesas operacionais fixas, oriundas das lojas de varejo adquiridas e dos preparativos da fábrica nos Estados Unidos. O cenário-base do rating considera uma recuperação das margens, para entre 11% e 13% a partir de 2024, suportada por maiores vendas e maturação dos investimentos em curso. O PBG está exposto às flutuações dos preços do gás natural, que representa em torno de 25% dos seus custos.

**Retomada do EBITDA:** O PBG deverá retomar o crescimento de sua geração de caixa a partir de 2024. Segundo as projeções da Fitch, a empresa deve apresentar aproximadamente BRL215 milhões de EBITDA em 2023 e BRL260 milhões em 2024, frente os BRL356 milhões reportados em 2022. A redução material no EBITDA deve impactar, por sua vez, o fluxo de caixa das operações (CFFO), esperado em aproximadamente BRL110 milhões e BRL70 milhões, respectivamente. Contribuem, ainda, para o menor CFFO as maiores necessidades de capital de giro, inerentes aos negócios de varejo e dos Estados Unidos, além de elevados desembolsos com juros. O FCF deve ser negativo em 2023 e 2024, próximo a BRL300 milhões e BRL230 milhões, respectivamente, após elevado ciclo de investimentos de BRL680 milhões no biênio e distribuições de dividendos equivalentes a 50% do lucro líquido.

**Pico de Alavancagem:** A rápida contração da geração de EBITDA a partir do final de 2022 e o aumento do endividamento para suportar os saldos de FCF negativo devem manter a estrutura de capital do PBG pressionada. O

cenário-base da Fitch contempla alavancagem financeira líquida mais próxima a 5,0 vezes até o final de 2024, com aumento de em torno de BRL530 milhões da dívida líquida de 2022 a 2024. A habilidade de a companhia reduzir a alavancagem para ao redor de 4,0 vezes dependerá do fortalecimento de sua geração de caixa, da esperada redução do nível de investimentos a partir de 2025 e de desembolsos menores com juros.

**Liderança no Setor de Revestimentos Cerâmicos:** O PBG é líder na fragmentada e competitiva indústria brasileira de revestimentos cerâmicos, cuja natureza está exposta à volatilidade relacionada às condições macroeconômicas domésticas. O grupo se beneficia de um portfólio de produtos de alto valor agregado, canais de distribuição diversificados e uma pulverizada base de clientes, além da força da marca Portobello. Em julho deste ano, o PBG finalizou a construção de uma unidade fabril nos Estados Unidos – o que trará diversificação geográfica e aumentará a receita da companhia em um país com melhor ambiente operacional. A nova fábrica expandirá a capacidade produtiva do PBG em até 7,2 milhões de m<sup>2</sup> até 2025 (15%). Com isso, a receita gerada nos Estados Unidos e proveniente de exportações deve atingir aproximadamente 30% até 2027, dos cerca de 20% atuais.

## **SENSIBILIDADE DOS RATINGS**

### **Fatores Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Negativa/Rebaixamento:**

- Índice de dívida líquida/EBITDA recorrentemente acima de 4,0 vezes;
- Aumento do risco de refinanciamento;
- Margens de EBITDA consistentemente abaixo de 12%.

### **Fatores Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Positiva/Elevação:**

- Sucesso na implementação dos negócios nos Estados Unidos com

rentabilidade acima de 10%;

-- Geração de caixa operacional acima das expectativas da Fitch;

-- Manutenção de cronograma de amortização de dívida alongado;

-- FCF positivo.

## **PRINCIPAIS PREMISSAS**

**As Principais Premissas da Fitch para o Cenário de Rating do PBG Incluem:**

### **Mercado Interno:**

-- Volumes de vendas caindo 2,0% em 2023 e crescendo 1,0% em 2024;

-- Relação preços/*mix* crescendo 1,4% em 2023 e 6,0% a partir de 2024.

### **Mercado Externo:**

-- Volumes de vendas caindo 9% em 2023 e crescendo 22% em 2024, com a maturação da fábrica nos Estados Unidos;

-- Relação preços/*mix* em dólares crescendo 6,2% em 2023 e 4,0% a partir de 2024.

### **Consolidado:**

-- Volumes de venda caindo 3,0% em 2023 e crescendo 5,0% em 2024;

-- Preços médios aumentando 1,0% em 2023 e 5,6% em 2024;

-- Margem bruta entre 40% e 42% de 2023 a 2025;

-- Investimentos totalizando BRL873 milhões no próximo triênio;

-- Dividendos equivalentes a 50% do lucro líquido.

## **RESUMO DA ANÁLISE**

O competidor mais próximo do PBG é a Dexco S.A. (Dexco, Rating Nacional de Longo Prazo 'AAA(bra)'/Perspectiva Estável), por meio das marcas Portinari e Ceusa. O PBG apresenta escala de atividades significativamente inferior à da Dexco, que possui perfil de negócios mais diversificado, com posição dominante no mercado doméstico de painéis de madeira.

De forma isolada, o negócio de revestimentos cerâmicos da Dexco apresenta métricas de receita e custo unitários similares aos do PBG, em razão do alto valor agregado do *mix* de produtos destas companhias, ainda que o PBG apresente volume de vendas superior, devido a um acesso mais diversificado a canais de vendas. O PBG tem apresentado quedas de volumes inferiores à retração do mercado e à Dexco, que tem incorrido em maior ociosidade e passa por uma reestruturação nessa área de negócio. A estrutura de despesas operacionais do PBG é mais onerosa, em virtude de sua rede de lojas próprias e dos projetos em fase de maturação.

O perfil financeiro da Dexco é superior ao do PBG, com longo histórico de robusta geração de caixa, estrutura de capital conservadora e forte liquidez, além de acesso ao mercado de capital.

### **Resumo dos Ajustes das Demonstrações Financeiras**

-- EBITDA considera custos de arrendamento como despesas operacionais;

-- As contas a pagar de investimentos foram consideradas dívida;

-- Contas a pagar por aquisição de imobilizado (fornecedores) foram consideradas como dívida;

-- Derivativos líquidos ajustados na dívida;

-- Despesas/Receitas não recorrentes removidos do cálculo do EBITDA.

## **LIQUIDEZ E ESTRUTURA DA DÍVIDA**

**Adequada Liquidez:** A Fitch espera que o PBG mantenha reservas de caixa suficientes para cobrir, pelo menos, em 1,0 vez a dívida de curto prazo, com necessidades de refinanciamentos anuais de aproximadamente BRL400 milhões nos próximos dois anos. O contínuo acesso da empresa a fontes de financiamento, como no caso da proposta de quinta emissão de debêntures, para equacionar sua dívida de curto prazo e os FCFs negativos, é fator-chave de suporte do rating. A empresa já havia totalizado BRL414 milhões em captações de curto e médio prazos ao longo dos primeiros nove meses de 2023.

Em 30 de setembro de 2023, a empresa possuía BRL336 milhões em caixa e aplicações financeiras, frente a BRL454 milhões de dívidas vencendo até o final de 2024. A dívida total era de BRL1,3 bilhão, composta por notas de crédito à exportação e pré-pagamento de exportação (NCEs e PPEs, 28%), debêntures (16%), linhas referentes a Finame/Finep e BNDES (12%), notas comerciais (NCs, 12%), entre outras. A Fitch também incluiu nos cálculos da dívida BRL182 milhões em obrigações com fornecedores de imobilizado (13%).

## **PERFIL DO EMISSOR**

O PBG é a maior companhia brasileira de revestimentos cerâmicos, com capacidade produtiva anual de aproximadamente 48 milhões de m<sup>2</sup>. A empresa possui duas unidades fabris no Brasil e uma nos Estados Unidos, e comercializa seus produtos por meio de uma estrutura de lojas próprias e franqueadas, revendas para o varejo e vendas diretas para engenharia, além de exportações.

## **INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS:**

A presente publicação é um relatório de classificação de risco de crédito, para fins de atendimento ao artigo 16 da Resolução CVM nº 9/20.

As informações utilizadas nesta análise são provenientes do PBG S.A.

A Fitch adota todas as medidas necessárias para que as informações utilizadas na classificação de risco de crédito sejam suficientes e provenientes de fontes confiáveis, incluindo, quando apropriado, fontes de terceiros. No entanto, a Fitch não realiza serviços de auditoria e não pode realizar, em todos os casos, verificação ou confirmação independente das informações recebidas.

Histórico dos Ratings:

PBG S.A.

Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela primeira vez:  
11 de março de 2021.

Data na qual a classificação em escala nacional foi atualizada pela última vez:  
19 de setembro de 2023.

A classificação de risco foi comunicada à entidade avaliada ou a partes a ela relacionadas, e o rating atribuído não foi alterado em virtude desta comunicação.

Os ratings atribuídos pela Fitch são revisados, pelo menos, anualmente.

A Fitch publica a lista de conflitos de interesse reais e potenciais no Anexo X do Formulário de Referência, disponível em [www.fitchratings.com/brasil](http://www.fitchratings.com/brasil)

Para informações sobre possíveis alterações na classificação de risco de crédito veja o item: Sensibilidade dos Ratings.

Informações adicionais estão disponíveis em '[www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)' e em '[www.fitchratings.com/site/brasil](http://www.fitchratings.com/site/brasil)'.

A Fitch Ratings Brasil Ltda., ou partes a ela relacionadas, pode ter fornecido outros serviços à entidade classificada no período de 12 meses que antecede esta ação de rating de crédito. A lista de outros serviços prestados às

entidades classificadas está disponível em <https://www.fitchratings.com/pt/region/brazil/exigencias-regulatorias/outros-servicos>. A prestação deste serviço não configura, em nossa opinião, conflito de interesses em face da classificação de risco de crédito.

A Fitch Ratings foi paga para determinar cada rating de crédito listado neste relatório de classificação de risco de crédito pelo devedor ou emissor classificado, por uma parte relacionada que não seja o devedor ou o emissor classificado, pelo patrocinador (“sponsor”), subscritor (“underwriter”), ou o depositante do instrumento, título ou valor mobiliário que está sendo avaliado.

Metodologia Aplicada e Pesquisa Relacionada:

-- Metodologia de Ratings Corporativos (3 de novembro de 2023);

-- Metodologia de Ratings em Escala Nacional (22 de dezembro de 2020).

## RATING ACTIONS

ENTITY / DEBT ⚡	RATING ⚡
PBG S/A	
senior secured	Natl LT A-(bra) New Rating

[VIEW ADDITIONAL RATING DETAILS](#)

## FITCH RATINGS ANALYSTS

**Pedro Gonzalez**

Senior Analyst



Analista primário  
+55 21 4503 2634  
pedro.gonzalez@fitchratings.com  
Fitch Ratings Brasil Ltda.  
Av. Barão de Tefé, 27 – Sala 601 Saúde Rio de Janeiro, RJ 20220-460

**Natalia Brandao**  
Associate Director  
Analista secundário  
+55 21 4503 2631  
natalia.brandao@fitchratings.com

**Mauro Storino**  
Senior Director  
Presidente do Comitê  
+55 21 4503 2625  
mauro.storino@fitchratings.com

## **MEDIA CONTACTS**

**Jaqueline Carvalho**  
Rio de Janeiro  
+55 21 4503 2623  
jaqueline.carvalho@thefitchgroup.com

Informações adicionais estão disponíveis em [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

## **PARTICIPATION STATUS**

The rated entity (and/or its agents) or, in the case of structured finance, one or more of the transaction parties participated in the rating process except that the following issuer(s), if any, did not participate in the rating process, or provide additional information, beyond the issuer's available public disclosure.

## **APPLICABLE CRITERIA**

[National Scale Rating Criteria \(pub. 22 Dec 2020\)](#)

[Metodologia de Ratings em Escala Nacional \(pub. 22 Dec 2020\)](#)

[Corporate Rating Criteria \(pub. 03 Nov 2023\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)

[Metodologia de Ratings Corporativos \(pub. 10 Nov 2023\)](#)

## **APPLICABLE MODELS**

Numbers in parentheses accompanying applicable model(s) contain hyperlinks to criteria providing description of model(s).

Corporate Monitoring & Forecasting Model (COMFORT Model), v8.1.0 (1)

## **ADDITIONAL DISCLOSURES**

[Solicitation Status](#)

[Endorsement Policy](#)

## **ENDORSEMENT STATUS**

PBG S/A

-

## **DISCLAIMER & COPYRIGHT**

Todos os ratings de crédito da Fitch estão sujeitos a algumas limitações e termos de isenção de responsabilidade. Por favor, veja no link a seguir essas limitações e termos de isenção de responsabilidade:

<http://fitchratings.com/understandingcreditratings>. Além disso, as definições de cada escala e categoria de rating, incluindo definições referentes a inadimplência, podem ser acessadas em

<https://www.fitchratings.com/pt/region/brazil>, em definições de ratings, na seção de exigências regulatórias. Os ratings públicos, critérios e metodologias publicados estão permanentemente disponíveis neste website. O código de conduta da Fitch e as políticas de confidencialidade, conflitos de interesse; segurança de informação (firewall) de afiliadas, compliance e outras políticas

e procedimentos relevantes também estão disponíveis neste website, na seção "código de conduta". Os interesses relevantes de diretores e acionistas estão disponíveis em <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. A Fitch pode ter fornecido outro serviço autorizado ou complementar à entidade classificada ou a partes relacionadas. Detalhes sobre serviço autorizado, para o qual o analista principal está baseado em uma empresa da Fitch Ratings (ou uma afiliada a esta) registrada na ESMA ou na FCA, ou serviços complementares podem ser encontrados na página do sumário do emissor, no website da Fitch.

Ao atribuir e manter ratings e ao produzir outros relatórios (incluindo informações sobre projeções), a Fitch conta com informações factuais recebidas de emissores e underwriters e de outras fontes que a agência considera confiáveis. A Fitch realiza uma apuração adequada das informações factuais de que dispõe, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém uma verificação adequada destas informações de fontes independentes, à medida que estas fontes estejam disponíveis com determinado grau de segurança, ou em determinada jurisdição. A forma como é conduzida a investigação factual da Fitch e o escopo da verificação de terceiros que a agência obtém poderão variar, dependendo da natureza do título analisado e do seu emissor, das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou em que o emissor esteja localizado, da disponibilidade e da natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações preexistentes de terceiros, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros, disponibilidade de fontes independentes e competentes de verificação, com respeito ao título em particular, ou na jurisdição do emissor, em especial, e a diversos outros fatores. Os usuários dos ratings e relatórios da Fitch devem estar cientes de que nem uma investigação factual aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros poderá assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe com respeito a um rating ou relatório serão precisas e completas. Em última instância, o emissor e seus consultores são responsáveis pela precisão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado

ao disponibilizar documentos e outros relatórios. Ao emitir ratings e relatórios, a Fitch é obrigada a confiar no trabalho de especialistas, incluindo auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e advogados, com referência a assuntos legais e tributários. Além disso, os ratings e as projeções financeiras e outras informações são naturalmente prospectivos e incorporam hipóteses e premissas sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser confirmados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação sobre fatos atuais, os ratings e as projeções podem ser afetados por condições ou eventos futuros não previstos na ocasião em que um rating foi emitido ou afirmado.

A faixa completa de melhores e piores cenários de ratings de crédito para todas as categorias de rating varia de 'AAA' a 'D'. A Fitch também fornece informações sobre os melhores cenários de elevação de rating e os piores cenários de rebaixamento de rating (definidos como o 99º percentil de transições de rating, medidos em cada direção) para ratings de crédito internacionais, com base no desempenho histórico. Uma média simples entre classes de ativos apresenta elevações de quatro graduações no melhor cenário de elevação e de oito graduações no pior cenário de rebaixamento no 99º percentil. Os melhores e piores cenários de rating específicos do setor estão listados detalhadamente em

<https://www.fitchratings.com/site/re/10238496>

As informações neste relatório são fornecidas "tais como se apresentam", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia, e a Fitch não garante ou atesta que um relatório ou seu conteúdo atenderá qualquer requisito de quem o recebe. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. Esta opinião e os relatórios se apoiam em critérios e metodologias existentes, que são constantemente avaliados e atualizados pela Fitch. Os ratings e relatórios são, portanto, resultado de um trabalho de equipe na Fitch, e nenhum indivíduo, ou grupo de indivíduos, é responsável isoladamente por um rating ou relatório. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não sejam o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não participa da oferta ou da venda de qualquer título. Todos os relatórios da Fitch são de autoria

compartilhada. Os profissionais identificados em um relatório da Fitch participaram de sua elaboração, mas não são isoladamente responsáveis pelas opiniões expressas no texto. Os nomes são divulgados apenas para fins de contato. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch não constitui um prospecto, nem substitui as informações reunidas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes com respeito à venda dos títulos. Os ratings podem ser alterados ou retirados a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento de investimentos de qualquer espécie. Os ratings não constituem recomendação de compra, venda ou retenção de qualquer título. Os ratings não comentam a correção dos preços de mercado, a adequação de qualquer título a determinado investidor ou a natureza de isenção de impostos ou taxaço sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe pagamentos de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e underwriters para avaliar o rating dos títulos. Estes preços geralmente variam entre USD1.000 e USD750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável) por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por determinada seguradora ou garantidor, mediante um único pagamento anual. Tais valores podem variar de USD10.000 a USD1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para a utilização de seu nome como especialista, com respeito a qualquer declaração de registro submetida mediante a legislação referente a títulos em vigor nos Estados Unidos da América, a Lei de Serviços Financeiros e Mercados, de 2000, da Grã-Bretanha ou a legislação referente a títulos de qualquer outra jurisdição, em particular. Devido à relativa eficiência da publicação e da distribuição por meios eletrônicos, o relatório da Fitch poderá ser disponibilizado para estes assinantes até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.

Para Austrália, Nova Zelândia, Taiwan e Coreia do Sul apenas: A Fitch Austrália Pty Ltd detém uma licença australiana de serviços financeiros (licença AFS nº337123), a qual autoriza o fornecimento de ratings de crédito apenas a clientes de atacado. As informações sobre ratings de crédito

publicadas pela Fitch não se destinam à utilização por pessoas que sejam clientes de varejo, nos termos da Lei de Sociedades (Corporations Act 2001).

A Fitch Ratings, Inc. está registrada na Securities and Exchange Commission dos EUA como uma “Nationally Recognized Statistical Rating Organization” (NRSRO – Organização de Rating Estatístico Reconhecida Nacionalmente). Algumas subsidiárias de ratings de crédito de NRSROs são listadas no Item 3 do NRSRO Form e, portanto, podem atribuir ratings de crédito em nome da NRSRO (consulte <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), mas outras subsidiárias de ratings de crédito não estão listadas no NRSRO Form (as “não-NRSROs”). Logo, ratings de crédito destas subsidiárias não são atribuídos em nome da NRSRO. Porém, funcionários da não-NRSRO podem participar da atribuição de ratings de crédito da NRSRO ou atribuídos em nome dela.

Copyright © 2023 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. 33 Whitehall St, NY, NY 10004. Telefone: 1-800-753-4824 (para chamadas efetuadas nos Estados Unidos), ou (001212) 908-0500 (chamadas fora dos Estados Unidos). Fax: (212) 480-4435. Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados.

[READ LESS](#)

## **SOLICITATION STATUS**

The ratings above were solicited and assigned or maintained at the request of the rated entity/issuer or a related third party. Any exceptions follow below.

## **ENDORSEMENT POLICY**

Os ratings de crédito internacionais da Fitch produzidos fora da União Europeia (UE) ou do Reino Unido, conforme o caso, são endossados para uso por entidades reguladas na UE ou no Reino Unido, respectivamente, para fins regulatórios, de acordo com os termos do Regulamento das Agências de Rating de Crédito da UE ou do Reino Unido (Alterações etc.) (saída da UE), de 2019 (EU CRA Regulation or the UK Credit Rating Agencies (Amendment etc.) (EU Exit) Regulations 2019), conforme o caso. A abordagem da Fitch

para endosso na UE e no Reino Unido pode ser encontrada na página de [Regulatory Affairs \(Assuntos Regulatórios\)](#) da Fitch, no site da agência. O status de endosso dos ratings de crédito internacionais é fornecido na página de sumário da entidade, para cada entidade classificada, e nas páginas de detalhes das transações, para transações de finanças estruturadas, no site da Fitch. Estas divulgações são atualizadas diariamente.