

20 FEB 2025

## Fitch Remove Observação Negativa e Rebaixa Rating do PBG Para 'BBB(bra)'; Perspectiva Estável

Fitch Ratings - Rio de Janeiro - 20 Feb 2025: A Fitch Ratings removeu, hoje, a Observação Negativa e rebaixou para 'BBB(bra)', de 'A-(bra)', os Ratings Nacionais de Longo Prazo do PBG S.A. (PBG) e de sua quinta emissão de debêntures, com garantia real e vencimento final em 2028. Ao mesmo tempo, a agência atribuiu Perspectiva Estável ao rating corporativo.

O rebaixamento do rating reflete as fortes pressões no perfil financeiro do PBG, como reflexo da redução da rentabilidade e do forte aumento na dívida líquida e na alavancagem nos últimos dois anos, em um setor altamente cíclico e com demanda e margens voláteis. A ação de rating considera, ainda, as incertezas quanto ao ritmo de recuperação das margens operacionais da companhia e os riscos de execução associados ao desenvolvimento (*ramp up*) de sua fábrica nos Estados Unidos.

O cenário-base da Fitch incorpora o sucesso de novas emissões de dívida nos próximos meses, o que contribuirá para um alívio temporário das fortes pressões de refinanciamento em 2025. No entanto, o PBG continua com o importante desafio de equacionar os elevados vencimentos em 2026. A política financeira e o concentrado cronograma de amortização da dívida da empresa são incompatíveis com a classificação anterior.

### PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING

**Risco de Refinanciamento Permanece:** Em setembro do ano passado, o caixa do PBG cobria em apenas 0,4 vez a dívida a vencer até o final de 2025. A empresa possuía BRL125 milhões de dívidas com vencimento no quarto trimestre de 2024 e BRL393 milhões em 2025, excluindo o fundo de investimento em direitos creditórios (FIDC) e contas a pagar por imobilizado, frente a uma posição de caixa de BRL192 milhões em setembro de 2024. O cenário de rating considera que o PBG está concluindo o gerenciamento das obrigações que vencem em 2025, mas a companhia permanece com o importante desafio de refinar os elevados vencimentos de 2026. Frustrações nesta premissa resultarão no rebaixamento do rating em diversos graus.

**Enfraquecimento da Estrutura de Capital:** A menor geração de EBITDA desde o final de 2022 e os maiores investimentos entre 2022 e 2023, para apoiar a construção da fábrica de revestimentos cerâmicos nos Estados Unidos, resultaram no enfraquecimento da estrutura de capital do PBG. A dívida líquida da empresa dobrou nos últimos anos, para BRL1,3 bilhão em setembro de 2024, de BRL613 milhões ao final de 2021. Os cálculos da Fitch consideram obrigações com imobilizado e descontos de recebíveis como dívida, bem como as despesas de arrendamento como operacionais.

A agência projeta alavancagem líquida de 4,8 vezes em 2024 e próxima a 4,0 vezes em 2025, frente a

4,7 vezes no período de 12 meses encerrado em setembro de 2024, segundo cálculos da Fitch. No entanto, a redução da alavancagem dependerá da capacidade do PBG de fortalecer sua geração de caixa operacional, de gerenciar os investimentos de forma cautelosa e/ou de promover eventuais movimentações inorgânicas para fortalecer o balanço.

**Desafio de Recuperar a Rentabilidade:** A Fitch projeta margem de EBITDA de 13% em 2025, após expectativa de 11,5% em 2024, que se comparam com 11% em 2023 e com a média de 17,5% entre 2021 e 2022. As margens operacionais do PBG se reduziram desde 2023, apesar de sua capacidade de reportar volumes de venda acima da média da indústria brasileira, beneficiada por sua posição de liderança. A rentabilidade da empresa foi afetada por maiores despesas operacionais e pelo consumo de EBITDA da fábrica nos Estados Unidos, que entrou em operação em 2023 e cujo *ramp-up* tem sido mais lento e desafiador do que o inicialmente esperado.

**FCF Pressionado:** O PBG possui o desafio de fortalecer sua geração de caixa, que tem sido pressionada pelas menores margens operacionais e por elevadas despesas financeiras, em meio a condições ainda adversas para a indústria e às taxas de juros mais altas por um período prolongado. A redução dos investimentos será fundamental para que o PBG amenize as pressões em seu fluxo de caixa livre (FCF). A Fitch projeta EBITDA de BRL340 milhões e fluxo de caixa das operações (CFFO) de BRL120 milhões em 2025, após BRL277 milhões e BRL50 milhões estimados para 2024, respectivamente. O cenário de rating incorpora investimentos de BRL130 milhões ao ano em 2024 e 2025, frente a BRL585 milhões em 2022 e 2023, além de ausência de pagamentos de dividendos. Estas premissas devem resultar em FCF próximo ao *breakeven* em 2025, após consumo de caixa em torno de BRL80 milhões em 2024.

**Liderança em Revestimentos Cerâmicos:** O PBG é líder no fragmentado e competitivo setor de revestimentos cerâmicos, com capacidade anual de produção entre 45 milhões e 50 milhões de metros quadrados (m<sup>2</sup>) no Brasil. O modelo de negócios da empresa 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. O PBG também possui uma unidade fabril nos Estados Unidos, com capacidade de aproximadamente quatro milhões de m<sup>2</sup>. Nos primeiros nove meses de 2024, 78% da receita da companhia derivaram do mercado interno; 10%, de exportações; e 12%, da Portobello America.

**Volatilidade do Setor:** O PBG está exposto à volatilidade e à ciclicidade da indústria de revestimentos cerâmicos, altamente fragmentada e relacionada às condições macroeconômicas nacionais. Assim como as demais empresas do setor, o PBG está exposto às flutuações dos preços do gás natural, que representa cerca de 25% dos seus custos e está atrelado indiretamente ao petróleo e à taxa de câmbio.

## SENSIBILIDADE DOS RATINGS

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

-- Insucesso no refinanciamento da dívida de curto prazo;

- Índice dívida líquida/EBITDA acima de 5,0 vezes, em bases recorrentes;
- Margens de EBITDA abaixo de 10%.

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

- Capacidade de recuperar a rentabilidade e o CFFO de forma sustentável;
- Melhora do perfil de liquidez, associada a um cronograma de amortização da dívida mais alongado;
- Índice dívida líquida/EBITDA abaixo de 4,0 vezes, em bases recorrentes.

### **PRINCIPAIS PREMISAS**

- Crescimento do volume de vendas consolidado de 6% em 2025, após expectativa de crescimento de 19% em 2024;
- Aumento do preço médio dos revestimentos cerâmicos de 3% em 2025, após expectativa de redução de 7% em 2024;
- Investimentos de BRL130 milhões por ano no horizonte do rating;
- Ausência de pagamentos de dividendos em 2024 e 2025.

### **RESUMO DA ANÁLISE**

O competidor mais próximo do PBG é a Dexco S.A. (Dexco, Rating Nacional de Longo Prazo AAA(bra)/Perspectiva Estável), que opera no mercado de revestimentos cerâmicos 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. A Dexco reporta fluxos de caixa substancialmente superiores aos do PBG e está menos exposta à volatilidade da indústria de revestimentos cerâmicos. De forma isolada, o negócio de revestimentos cerâmicos do PBG apresenta indicadores operacionais melhores do que os da Dexco.

A flexibilidade financeira da Dexco é superior à do PBG e se apoia em seu forte acesso a diversas fontes de financiamentos e em seu longo histórico de robustas reservas de caixa.

### **Referências para Fontes Altamente Relevantes Citadas entre os Principais Fundamentos dos Ratings**

As principais fontes de informação utilizadas na análise estão descritas nas Metodologias Aplicadas listadas abaixo.

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

- O EBITDA considera as despesas de arrendamento como operacionais;

- Contas a pagar por aquisição de imobilizado foram consideradas dívida;
- Derivativos líquidos foram ajustados na dívida;
- Despesas/receitas não recorrentes foram removidas do cálculo do EBITDA.

## **LIQUIDEZ E ESTRUTURA DA DÍVIDA**

O caixa e as aplicações financeiras do PBG totalizavam BRL192 milhões ao final de setembro de 2024 e cobriam em apenas 0,4 vez a dívida a vencer até o final de 2025, de BRL518 milhões, excluindo descontos de recebíveis e obrigações com imobilizado, que foram refinanciadas para o longo prazo. O PBG possui BRL329 milhões de dívidas vencendo em 2026.

## **PERFIL DO EMISSOR**

O PBG é a maior companhia brasileira de revestimentos cerâmicos, com capacidade produtiva anual entre 45 milhões e 50 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 PGB.

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:

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: 11 de setembro de 2024.

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' e em '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 (6 de dezembro de 2024);
- Metodologia de Ratings em Escala Nacional (22 de dezembro de 2020).

## Fitch Ratings Analysts

### **Natalia Brandao**

Director

Analista primário

+55 21 4503 2631

Fitch Ratings Brasil Ltda. Av. Barão de Tefé, 27 – Sala 601 Saúde Rio de Janeiro, RJ 20220-460

### **Pedro Gonzalez**

Associate Director

Analista secundário

+55 21 4503 2634

### **Fernanda Rezende**

Senior Director

Presidente do Comitê

+55 21 4503 2619

## Media Contacts

### **Maggie Guimaraes**

São Paulo

+55 11 4504 2207

[maggie.guimaraes@thefitchgroup.com](mailto:maggie.guimaraes@thefitchgroup.com)

### Rating Actions

ENTITY/DEBT	RATING		RECOVERY	PRIOR
PBG S/A	Natl LT	BBB(bra) ●	Downgrade	A-(bra) ◆
• senior secured	Natl LT	BBB(bra)	Downgrade	A-(bra) ◆

### RATINGS KEY OUTLOOK WATCH

POSITIVE	⊕	◆
NEGATIVE	⊖	◆
EVOLVING	◊	◆
STABLE	○	

### Applicable Criteria

- [Corporate Rating Criteria \(pub.06 Dec 2024\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)
- [National Scale Rating Criteria \(pub.22 Dec 2020\)](#)

### 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 Status](#)

## DISCLAIMER & DISCLOSURES

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 Fitch Ratings realiza ajustes frequentes e amplamente aceitos nos dados financeiros reportados, de acordo com as metodologias relevantes e/ou padrões do setor, de modo a prover consistência em termos de métricas financeiras para entidades do mesmo setor ou classe de ativos.

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 taxação 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 © 2025 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). Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados.

## 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.