S&P Global
Ratings

Comunicado à Imprensa

Rating 'brA+' atribuído à Emccamp Residencial S.A.; perspectiva estável

27 de agosto de 2021

ANALISTA PRINCIPAL

Marcelo Pappiani, CFA
São Paulo
55 (11) 3039-9753
marcelo.pappiani
@spglobal.com

CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL

Wendell Sacramoni, CFA
São Paulo
55 (11) 3039-4855
wendell.sacramoni
@spglobal.com

LÍDER DO COMITÊ DE RATING

Luciano Gremone
Buenos Aires
54 (11) 4891-2143
luciano.gremone
@spglobal.com

Resumo da Ação de Rating

- A Emccamp Residencial S.A. (Emccamp), incorporadora brasileira que atua nos segmentos de média e baixa renda, reportou receita de R$ 355 milhões e EBITDA de R$ 50 milhões em 2020. Esperamos que seu processo de expansão impulsionado pela maior alavancagem resulte em um crescimento de aproximadamente 100% nos lançamentos e vendas contratadas em 2021 em relação a 2019. No entanto, devido aos riscos de execução associados a essa forte expansão, sua receita líquida e geração de caixa operacional ainda não acompanham o movimento de alta, devendo atingir um patamar condizente com a escala operacional da empresa até 2023.
- Acreditamos que a Emccamp apresentará em 2021 métricas operacionais bastante competitivas e em linha com as de seus concorrentes, embora possua menor escala. Porém, esperamos que o grupo consuma caixa nos próximos dois anos, resultado da compra de terrenos, expectativa de manutenção dos altos níveis de lançamentos e aceleração das obras.
- Em 27 de agosto de 2021, a S&P Global Ratings atribuiu seu rating de crédito corporativo 'brA+' na Escala Nacional Brasil à Emccamp.
- A perspectiva estável indica nossa expectativa de que a empresa manterá o nível de lançamentos e velocidade de vendas enquanto expande suas vendas líquidas, além de uma estrutura de capital saudável e sustentável.

Fundamento da Ação de Rating

Menor escala e diversificação geográfica em relação aos pares limitam seu alcance. A Emccamp atua nos segmentos de baixa e média renda na região Sudeste do Brasil, e não deve expandir suas atividades para as demais regiões do país no médio prazo. De certa forma, a menor diversificação geográfica da empresa oferece vantagem em termos de eficiência operacional, mas limita seu alcance em um mercado altamente competitivo. Além disso, sua escala ainda é inferior em comparação com pares como a BRZ Empreendimentos e Construções Ltda (BRZ; brA+/Positiva/brA-1), Cury Construtora e Incorporadora S.A. (Cury; brAA+/Estável/--), Construtora Tenda S.A (Tenda; brAAA/Estável/--) e Direcional Engenharia S.A. (Direcional; brAAA/Estável/--).

Eficiência e experiência operacional, mas riscos de execução ainda são grandes. A Emccamp possui experiência reconhecida no mercado, e seu modelo de negócios está exposto às vantagens e desvantagens dos segmentos em que atua. O segmento de baixa renda tem se mostrado mais resiliente e conta com a segurança do programa habitacional Casa Verde Amarela (CVA). Seu ciclo de repasse faz com que a geração de caixa seja maior durante a obra, mas as margens e a flexibilidade de repasse de custos são menores por conta do teto de preço. Por outro lado, o segmento de média renda possui um preço médio um pouco acima do teto de preço, fazendo com que a rentabilidade dos projetos seja superior, mas a previsibilidade dos fluxos de caixa é menor e

os clientes possuem perfis diferenciados. Além disso, um possível aumento das taxas de juros, custos de material e mão de obra, aliado a um potencial risco de execução com o recente aumento de lançamentos e quantidade de projetos, pode afetar as métricas da empresa. Tais aspectos demandam uma gestão de projetos mais focada e especializada, podendo trazer perdas de eficiência. Ainda assim, a Emccamp apresentou boas métricas operacionais nos últimos anos.

Margens em linha com a média da indústria, mas fluxo de caixa deve ser negativo nos próximos dois anos. Mesmo com métricas operacionais competitivas, as margens EBITDA reportadas e a rentabilidade da Emccamp estão em linha com as de outras empresas do segmento. Esperamos maior pressão de custos de material e mão de obra nos próximos anos e geração de caixa operacional negativa ou próxima de zero até 2022, quando a Emccamp entregará parte dos projetos, mantendo os níveis de lançamentos, além de receita e geração de caixa mais elevados e recorrentes nos anos seguintes.

Perspectiva

A perspectiva estável indica nossa expectativa de que a Emccamp reportará níveis de vendas alinhados com o recente aumento de lançamentos e que seguirá com seu processo de expansão nos próximos três anos. Em nossa visão, embora elevada, a alavancagem da empresa permanecerá confortável à medida em que o grupo avança na execução das obras e sua geração de caixa operacional se fortalece, dado que a aceleração dessas obras deve consumir o caixa da empresa, principalmente em 2021. Assim, esperamos métricas de crédito de geração interna de caixa (FFO – *funds from operations*) sobre dívida bruta entre 30%-45%, dívida bruta sobre capital entre 30%-40% e fluxo de caixa operacional sobre dívida bruta abaixo de 10% nos próximos três anos.

Cenário de elevação

Poderemos elevar o rating atribuído à Emccamp nos próximos 12 meses caso a empresa reporte resultados operacionais acima do projetado em nosso cenário-base, combinados com uma maior velocidade de vendas e geração de caixa operacional consolidada em patamares mais altos. Nesse cenário, veríamos métricas de crédito de FFO sobre dívida bruta entre 30%-45%, dívida bruta sobre capital próxima de 30% e fluxo de caixa operacional sobre dívida bruta acima de 15% consistentemente. Além disso, poderemos elevar o rating se a empresa atingir patamares mais altos de receita e EBITDA, em linha com seus principais pares, e melhorar sua diversificação de financiamento.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar o rating nos próximos 12 meses se a empresa reportar resultados muito fracos, de modo que o consumo de caixa operacional se estenda por mais tempo. Além disso, poderemos realizar uma ação de rating negativa caso o grupo não consiga encontrar terrenos atrativos que suportem os lançamentos futuros. Nesse cenário, veríamos FFO sobre dívida bruta abaixo de 20%, dívida bruta sobre capital acima de 45% e geração de caixa operacional sobre dívida bruta consistentemente negativa. Além disso, poderíamos rebaixar o rating caso a liquidez de curto prazo da empresa se deteriorasse, resultando em um consumo de caixa e obrigações acima do esperado, postergação das obras por conta da pandemia, estouro de orçamento e outros fatores indiretos.

Descrição da Empresa

A Emccamp é uma incorporadora focada no segmento de baixa renda, atendendo às faixas 2 e 3 do programa habitacional Casa Verde Amarela e consumidores que se beneficiam do financiamento pelo Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). A empresa opera na região Sudeste com um processo verticalizado e integrado, grande eficiência operacional e qualidade nas obras, além de possuir sua própria equipe de vendedores. O grupo é controlado pela família fundadora e recentemente abriu seu capital no segmento B da B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão (B3).

Nosso Cenário de Caso-Base

Premissas:

- PIB brasileiro crescendo 4,7% em 2021, 2,1% em 2022 e 2,2% em 2023;
- Inflação média no Brasil de 6,0% em 2021, 3,7% em 2022 e 3,2% em 2023;
- Taxa básica de juros média de 4,4% em 2021, 6,9% em 2022 e 7,0% 2023;
- Nível de lançamentos (VGV – valor geral de vendas) estimado entre R$ 1,2 bilhão-R$ 1,5 bilhão nos próximos três anos;
- Vendas brutas entre R$ 900 milhões-R$ 1,3 bilhão nos próximos três anos;
- Distratos próximos a 0% das vendas brutas, em linha com o histórico recente;
- Receita líquida consolidada de R$ 600 milhões em 2021, R$ 900 milhões em 2022 e R$ 1,0 bilhão em 2023;
- Margem bruta retraindo de 34% em 2020 para 30%-31% em 2021 e 33%-34% em 2022 e 2023, devido à maior pressão de custos e dificuldade em repassar os preços ao consumidor final sem prejudicar a velocidade de vendas;
- Margem EBITDA de 13% em 2021 e crescendo entre 18% e 19% nos anos seguintes, pela diluição das despesas em relação ao crescimento das vendas;
- Fluxo de caixa operacional negativo em 2021 e 2022, graças à compra de terrenos e intensificação das obras lançadas nos últimos anos;
- Investimentos (capex) de 2,5% das receitas, em linha com os últimos anos;
- Distribuição de dividendos de 25% do lucro líquido dos anos anteriores.

Principais métricas:

Com base nas premissas acima, chegamos às seguintes métricas de crédito para os anos de 2021 a 2023:

	2021E	2022E	2023E
Dívida bruta (R$)*	250-300	275-325	300-350
FFO/Dívida (%)	20-25	40-45	50-55
Dívida sobre Capital (%)	35-40	35-40	30-35
Fluxo de caixa operacional sobre dívida (%)	(20)-(15)	(5)-0	15-20

E: Esperado
*Incluindo nova emissão de CRI e obrigações por aquisição de terrenos

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Emccamp como menos que adequada, mesmo que suas fontes de caixa excedam os usos em mais de 1,3x nos próximos 12 meses. Em nossa visão, a Emccamp não possui diversificação bancária, sua exposição ao mercado de capitais é inferior à dos pares que já emitiram instrumentos de dívidas e possuem ações negociadas na bolsa, e não acreditamos que a empresa seja capaz de absorver eventos de alto impacto sem a necessidade de capital adicional.

Principais fontes de liquidez:

- Posição de caixa de R$ 125 milhões em 31 de março de 2021;
- FFO perto de R$ 85 milhões nos próximos 12 meses.

Principais usos de liquidez:

- Necessidades de capital de giro de cerca de R$ 135 milhões nos próximos 12 meses;
- Capex de R$ 15 milhões nos próximos 12 meses;
- Distribuição de dividendos em torno de R$ 10 milhões nos próximos 12 meses.

Tabela de Classificação de Ratings

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Nacional Brasil	brA+/Estável/--
Risco de negócios	Fraco
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Moderadamente alto
Posição competitiva	Fraca
Risco financeiro	Significativo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfólio	Neutro
Estrutura de capital	Neutra
Liquidez	Menos que adequada
Política financeira	Neutra
Administração e governança	Regular
Análise de ratings comparáveis	Negativa

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 de Ratings Corporativos, 19 de novembro de 2013.
- Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais, 16 de dezembro de 2014.
- Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes, 1 de abril de 2019.
- Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País, 19 de novembro de 2013.
- Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas, 13 de novembro de 2012.
- Metodologia: Risco da indústria, 19 de novembro de 2013.
- Critério Geral: Metodologia de rating de grupo, 1 de julho de 2019.
- Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais, 25 de junho de 2018.

Artigo

- Definições de Ratings da S&P Global Ratings

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 (na seção de Regras, Procedimentos e Controles Internos)
- 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 na seção "Potenciais Conflitos de Interesse", disponível em https://www.spglobal.com/ratings/pt.

Faixa limite de 5%

A S&P Global Ratings Brasil publica em seu Formulário de Referência, disponível em

https://www.spglobal.com/ratings/pt/regulatory/content/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.

Copyright © 2021 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 COMERCIABILIDADE, 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 websites **www.spglobal.com/ratings/pt/** (gratuito) e **www.ratingsdirect.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.spglobal.com/usratingsfees**.

STANDARD & POOR'S, S&P e RATINGSDIRECT são marcas registradas da Standard & Poor's Financial Services LLC.