S&P Global
Ratings

Comunicado à Imprensa

Perspectiva do rating da Emccamp alterada para positiva após melhora operacional; ratings 'brA+' reafirmados

26 de setembro de 2024

ANALISTA PRINCIPAL

Valéria Márquez
São Paulo
55 (11) 3818-4155
valeria.marquez
@spglobal.com

CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL

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

LÍDER DO COMITÊ DE RATING

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

Resumo da Ação de Rating

- A **Emccamp Residencial S.A.** demonstrou significativa melhora operacional no primeiro semestre de 2024, com margem EBITDA ajustada de 14,7%, ante 5,1% no mesmo período do ano fiscal anterior, devido ao reconhecimento de resultados de projetos mais rentáveis. Por outro lado, as métricas operacionais têm apresentado alta volatilidade, a exemplo da margem EBITDA de apenas 1,8% em 2023, impactada pela inflação nas obras lançadas entre 2020 e 2022 e por atrasos nas entregas de alguns empreendimentos. Portanto, esperaríamos uma maior estabilidade em suas métricas, além da melhoria esperada, antes de realizar uma ação de rating positiva.
- Além disso, a empresa tem sido bem-sucedida na geração de caixa operacional, o que lhe permitiu a amortização parcial da 1ª emissão de debêntures *senior unsecured* com recursos próprios em 2023, reduzindo assim a alavancagem. Como consequência, projetamos métricas de crédito mais robustas, com um índice de geração interna de caixa (FFO – *funds from operations*) sobre dívida bruta ajustada superior a 30% em 2024, versus nossa expectativa anterior de 24%.
- Nesse contexto, em 26 de setembro de 2024, a S&P Global Ratings alterou a perspectiva do rating da Emccamp Residencial S.A. de estável para positiva. Além disso, reafirmou o rating de crédito de emissor 'brA+' da empresa na Escala Nacional Brasil.
- A perspectiva positiva indica que poderemos realizar uma ação de rating positiva se a empresa continuar apresentando sólidos resultados operacionais, mesmo com o aumento da escala. Isso deverá resultar em aumento gradual das margens e no controle consistente da alavancagem.

Fundamento da Ação de Rating

Apesar das margens pressionadas em 2023, a recuperação gradual no primeiro semestre de 2024 deverá resultar em maior rentabilidade para o ano. As dificuldades decorrentes da alta nos preços dos imóveis, dadas as regras do antigo programa Minha Casa Minha Vida (MCMV), as paralisações de obras devido à pandemia e as pressões na cadeia de suprimentos enfrentadas pelo setor reduziram as margens da Emccamp em 2022 e 2023.

No entanto, com a entrega em 2023 de grande parte dos empreendimentos afetados, já observamos uma recuperação das margens nos primeiros trimestres de 2024. A margem EBITDA atingiu 14,8% no segundo trimestre, em comparação aos 0,9% no mesmo período do ano anterior. Portanto, à medida que a empresa reconhece os custos e despesas dos novos projetos com maior rentabilidade, acreditamos que deverá reportar uma margem EBITDA ajustada de 14,6% em 2024 e acima de 15% a partir de 2025.

A geração de caixa operacional em 2023 beneficiou a alavancagem da empresa. A empresa tem sido bem-sucedida na geração de caixa operacional, resultado de reduções no ciclo financeiro, com a diminuição do prazo médio de repasse das unidades. Isso beneficiou os estoques e recebimentos.

Graças a essa geração de caixa, a primeira amortização da 1ª emissão de debêntures *senior unsecured* foi realizada no terceiro trimestre de 2023 com recursos próprios, beneficiando a alavancagem da empresa. Esperamos que o valor remanescente seja refinanciado, o que, juntamente com a melhoria da rentabilidade, deve resultar em um índice de FFO sobre dívida bruta ajustada de 33% em 2024, em comparação ao índice negativo de 16% reportado em 2023.

Esperamos aumento gradual das receitas nos próximos três anos, possibilitada pelo aumento dos lançamentos, que devem se manter acima de R$ 1,2 bilhão ao ano a partir de 2024. A Emccamp lançou cerca de R$ 1 bilhão em Valor Geral de Vendas (VGV) anual nos últimos dois anos, valor esse que projetamos crescer gradualmente a partir de 2024, atingindo cerca de R$ 1,4 bilhão em 2026. Isso é reflexo das mudanças do programa MCMV em 2023. Portanto, acreditamos que a empresa reportará receita de R$ 900 milhões ao final de 2024 e entre R$ 1,0 bilhão e R$ 1,3 bilhão nos dois anos seguintes. Para seguir com esse planejamento, a empresa contava no segundo trimestre de 2024 com um *landbank* (banco de terrenos), medido pelo VGV potencial, de R$ 6,5 bilhões, divididos entre São Paulo, Minas Gerais e Rio de Janeiro.

A empresa tem uma abordagem estratégica para adquirir terrenos e expandir seu banco de terrenos, com foco especial em permutas. No primeiro trimestre de 2024, o percentual de compras realizadas por meio de permutas atingiu 86%, sendo 44% permutas financeiras. Isso lhe proporciona benefícios como pagamentos distribuídos gradualmente ao longo da obra, reduzindo a necessidade de capital de giro e favorecendo o fluxo de caixa e a liquidez.

A Emccamp apresenta menor escala em relação aos pares. A empresa atua nos segmentos de baixa e média renda nos estados de São Paulo, Minas Gerais e Rio de Janeiro. Apesar da baixa diversificação geográfica quando comparada à de outras empresas, como a Direcional Engenharia S.A. (brAAA/Estável/--), a região Sudeste, onde a empresa atua, é a que mais demanda unidades habitacionais no Brasil. Porém, a Emccamp opera em um mercado altamente competitivo, e sua escala ainda é inferior à dos pares avaliados, como a Cury Construtora e Incorporadora S.A. (brAAA/Estável/--), Plano & Plano Desenvolvimento Imobiliário S.A. (brAA+/Estável/--) e a Direcional, cujos VGVs anuais ultrapassaram R$ 2,5 bilhões em 2023. Acreditamos que empresas com maior escala podem atrair mais investimentos para suportar o crescimento, além de se beneficiarem de economias de escala, com vantagens em preços de insumos e mão de obra, o que resulta em melhor desempenho em ambientes adversos de mercado.

Alta volatilidade das métricas de crédito. Apesar de esperarmos uma recuperação das margens, a empresa apresentou grande volatilidade nas métricas de crédito nos últimos quatro anos, com a margem EBITDA oscilando entre 14,5% em 2020 e 1,8% em 2023. Acreditamos que, ao ampliar seus lançamentos com cautela e manter uma reserva em suas margens para possíveis pressões inflacionárias, a empresa deverá apresentar rentabilidade mais estável a partir de 2024.

Perspectiva

A perspectiva positiva do rating de emissor reflete a possibilidade de uma ação de rating positiva caso a Emccamp melhore suas margens nos próximos trimestres e apresente resultados mais estáveis, com margens superiores a 14,5%.

Cenário de elevação

Podemos elevar os ratings nos próximos 12 meses caso a empresa continue aumentando gradativamente seu VGV de lançamentos e mantenha seu ritmo acelerado de vendas e rentabilidade, enquanto demonstra uma média dos últimos dois anos e dos próximos três anos projetados um fluxo de caixa operacional positivo. Por consequência, veríamos maiores níveis de receita e EBITDA, em linha com os dos principais pares, com FFO sobre dívida bruta acima de 20%, cobertura de juros caixa pelo FFO acima de 4x e dívida sobre capital inferior a 45%, de forma consistente.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar o rating diante de pressões na liquidez ou se a empresa não apresentar sinais consistentes de recuperação em suas métricas em 2024, com desempenho operacional inferior aos dos pares avaliados, resultando em descontos nas vendas de unidades e volatilidade na rentabilidade. Como consequência, acreditamos que a Emccamp apresentaria um FFO sobre dívida bruta ajustada consistentemente abaixo de 12%, fluxo de caixa operacional negativo ou cobertura de juros caixa pelo FFO abaixo de 2x.

Descrição da Empresa

Fundada em 1977, a Emccamp Residencial S.A é uma construtora com atuação em São Paulo, Minas Gerais, e Rio de Janeiro. A companhia foca suas operações em empreendimentos que se enquadram na faixa 2 e 3 do MCMV e no Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Atualmente, a família fundadora detém o controle da empresa.

A Emccamp tem lançado cerca de R$ 1 bilhão em VGV desde 2022, e acreditamos que deverá chegar a R$ 1,3 bilhão até 2025. A empresa reportou crescimento consistente de receita líquida, que atingiu R$ 930 milhões nos últimos 12 meses findos no segundo trimestre de 2024, e seu EBITDA foi de R$ 62 milhões no mesmo período.

Nosso Cenário de Caso-Base

Premissas

- Crescimento do PIB brasileiro de 2,8% em 2024, 1,8% em 2025 e 2,1% em 2026;
- Inflação média no Brasil de 4,3% em 2024, 3,8% em 2025 e 3,5% em 2026; e
- Taxa básica de juros ao final do período de 11,3% em 2024, 10,3% em 2025 e 9,0% em 2026.

Principais métricas

- VGV de lançamentos de R$ 1,2 bilhão em 2024, e entre R$ 1,3 bilhão-R$ 1,4 bilhão em 2025 e 2026;
- Vendas líquidas de R$ 0,8 bilhão em 2024, e entre R$ 1,3 bilhão-R$ 1,4 bilhão para os dois anos subsequentes;
- Recuperação significativa da margem bruta, atingindo aproximadamente 30% nos próximos três anos;
- EBITDA ajustado de R$ 131 milhões em 2024 e entre R$ 190 milhões e R$ 220 milhões nos dois anos seguintes;

- Geração de caixa operacional de R$ 37 milhões em 2024, queima de caixa em 2025 devido ao aumento do número de obras andamento, e geração em 2026;
- Investimentos (capex) de 1,8% da receita líquida nos próximos três anos; e
- Distribuição de dividendos de aproximadamente 25% do lucro líquido do ano fiscal anterior.

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Emccamp como menos que adequada dado seu acesso limitado ao mercado de capitais, além de ter pouca flexibilidade para enfrentar eventos de alto impacto e baixa probabilidade sem a necessidade de refinanciamento por sua escala.

Principais fontes de liquidez

- Posição de caixa e equivalentes de R$ 149 milhões em junho de 2024;
- FFO de cerca de R$ 130 milhões nos próximos 12 meses.

Principais usos de liquidez

- Dívida de curto prazo de R$ 112 milhões em junho de 2024;
- Capital de giro negativo de R$ 138 milhões nos próximos 12 meses;
- Capex de R$ 18 milhões nos próximos 12 meses; e
- Pagamento de dividendos de cerca de R$ 12 milhões nos próximos 12 meses;

Tabela de Classificação de Ratings

Rating de crédito de emissor na Escala Nacional Brasil	**brA+/Positiva/--**
Risco de negócio	**Fraco**
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Moderadamente alto
Posição competitiva	Fraca
Risco financeiro	**Agressivo**
Fluxo de caixa/Alavancagem	Agressivo
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfólio	Neutra
Estrutura de capital	Neutra
Política financeira	Neutra
Liquidez	Menos que adequada
Administração e governança	Neutra
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.spglobal.com/ratings 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.spglobal.com/ratings.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- Metodologia de ratings corporativos aplicada a setores específicos, 4 de abril de 2024.
- Metodologia de ratings corporativos, 7 de janeiro de 2024.
- Metodologia: Fatores de crédito relativos à administração e governança para entidades corporativas, 7 de janeiro de 2024.
- Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais, 8 de junho de 2023.
- Princípios ambientais, sociais e de governança nos ratings de crédito, 10 de outubro de 2021.
- Critério Geral: Metodologia de rating de grupo, 1 de julho de 2019.
- Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes, 1 de abril de 2019.
- Metodologia e premissas: Descritores de liquidez para emissores corporativos globais, 16 de dezembro de 2014.
- Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País, 19 de novembro de 2013.
- Metodologia: Risco da indústria, 19 de novembro de 2013.
- Princípios dos ratings de crédito, 16 de fevereiro de 2011.

Artigo

- Definições de Ratings da S&P Global Ratings

Emissor	Data de atribuição do rating inicial	Data da ação de rating anterior
EMCCAMP RESIDENCIAL S.A.		
Rating de Crédito de Emissor		
Escala Nacional Brasil	27 de agosto de 2021	27 de agosto de 2021

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 - *Presentation of Credit Ratings* 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. Observe que pode haver casos em que o PCR reflete uma versão atualizada do Modelo de Ratings em uso na data da última Ação de Rating de Crédito, embora o uso do Modelo de Ratings atualizado tenha sido considerado desnecessário para determinar esta Ação de Rating de Crédito. Por exemplo, isso pode ocorrer no caso de revisões baseadas em eventos (*event-driven*) em que o evento que está sendo avaliado é considerado irrelevante para aplicar a versão atualizada do Modelo de Ratings. Observe também que, de acordo com as exigências regulatórias aplicáveis, a S&P Global Ratings avalia o impacto de mudanças materiais nos Modelos de Ratings e, quando apropriado, emite Ratings de Crédito revisados se assim requerido pelo Modelo de Ratings atualizado.

Copyright © 2024 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.