

Rating 'brAA+' da Construtora Tenda S/A reafirmado; perspectiva estável

Analista principal:

Bruno Ferreira, São Paulo, 55 (11) 3039-9779, bruno.ferreira@spglobal.com

Contato analítico adicional:

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

Líder do comitê de rating:

Diego Ocampo, Buenos Aires, 54 (11) 4891 2116, diego.ocampo@spglobal.com

Resumo

- Esperamos que a Tenda mantenha sólida performance operacional com geração de fluxo de caixa suficiente para fazer frente a seu plano de lançamentos e de expansão.
- Por outro lado, a empresa ainda tem uma escala limitada e pouca diversificação geográfica e de negócios.
- Reafirmamos o rating 'brAA+' na Escala Nacional Brasil da empresa.
- A perspectiva estável reflete nossa expectativa de que a Tenda aumentará sua dívida de forma gradual, mantendo um índice de dívida sobre capital entre 40%-45%.

Ação de Rating

São Paulo (S&P Global Ratings), 17 de agosto de 2018 – A S&P Global Ratings reafirmou hoje o rating de crédito corporativo 'brAA+' na Escala Nacional Brasil atribuído à **Construtora Tenda S/A** ("Tenda"). A perspectiva do rating permanece estável.

Fundamentos

O rating da Tenda continua a refletir nossa visão sobre a escala limitada da empresa, com baixa diversificação geográfica e de negócios, se comparada a outros participantes do setor. O foco nas Faixas 1,5 e 2 do programa governamental Minha Casa, Minha Vida (MCMV) expõe a empresa a potenciais mudanças nas regras do programa ou a cortes orçamentários, o que poderia reduzir seu nível de vendas e de geração de fluxo de caixa no futuro. Por outro lado, mesmo com um novo governo federal a partir do próximo ano, acreditamos na manutenção do MCMV ou de um programa habitacional semelhante, em função do ainda elevado déficit habitacional no país.

A Tenda tem apresentado sólida performance operacional ao longo dos últimos trimestres, com aumento de lançamentos e vendas, acompanhado de redução de distratos e maior eficiência nos processos de construção e de repasse. Acreditamos que a empresa manterá essa tendência ao longo dos próximos anos, o que lhe possibilitará forte crescimento da receita além de geração de fluxo de caixa operacional, apesar do seu maior consumo de caixa para aquisição de terrenos e para despesas relativas à gradual expansão para novas regiões.

A Tenda anunciou este ano que pretende atingir uma estrutura de capital mais adequada para oferecer maior retorno aos seus acionistas, uma vez que tem mantido um nível de alavancagem bastante reduzido, de acordo com a métrica utilizada para a análise da empresa. Com isso, agora assumimos que a Tenda manterá níveis mais elevados de dívida bruta, mas ainda alinhados a nossa visão do seu perfil de risco financeiro significativo. Além disso, entendemos que as prováveis distribuições de caixa aos acionistas nos próximos anos serão altamente discricionárias, e esperamos que a empresa mantenha uma confortável posição de caixa para fazer frente às suas necessidades operacionais e amortizações de dívida.

Nosso cenário-base para a Tenda assume:

- VGV (Valor Geral de Vendas) de lançamentos de cerca de R\$ 2,0 bilhões em 2018 e R\$ 2,5 bilhões em 2019;
- Distratos em torno de 11% das vendas brutas, alinhado com a melhora apresentada pela empresa no 1º semestre de 2018 com processo mais eficiente de repasses;
- Receita líquida crescendo cerca de 25% ao ano;
- Aumento de custos de matéria-prima ao longo dos próximos anos parcialmente compensado pelos esforços da empresa em manter alta eficiência operacional;
- Despesas com vendas em torno de 8% das vendas brutas;
- Aumento das despesas gerais e administrativas acima da inflação, para dar suporte a gradual expansão da empresa para novas regiões;
- Geração de fluxo de caixa operacional entre R\$ 65 milhões-100 milhões, um pouco abaixo do que foi registrado nos últimos anos em função do aumento dos lançamentos;
- Investimentos (capex) anuais de cerca de R\$ 25 milhões;
- Dívida bruta ajustada de cerca de R\$ 830 milhões ao fim de 2018 e próxima a R\$ 1 bilhão em 2019;
- Distribuição de dividendos de cerca de R\$ 200 milhões em 2019.

Com base nessas premissas, esperamos as seguintes métricas de crédito nos próximos dois anos:

- Margem bruta entre 34% e 36%, comparada a 36,7% em 2017;
- Geração interna de caixa (FFO) sobre dívida entre 25% e 30%, comparada a 20,3% em 2017;
- Dívida sobre capital entre 40% e 45%, comparada a 34% em 2017.

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Tenda como adequada. Esperamos que as fontes de caixa excedam os usos em cerca de 1,7x nos próximos 12 meses e que a empresa mantenha folga considerável em suas cláusulas contratuais restritivas (*covenants*). Acreditamos que a Tenda possui relacionamento adequado com

bancos, mas que não teria capacidade de suportar eventos de baixa probabilidade e alto impacto sem refinar suas dívidas. Além disso, em nossa visão, a Tenda não possui uma reputação forte nos mercados de dívida globais e não temos um histórico suficiente de que a empresa se preparou para possíveis contratempos a fim de assegurar a manutenção de forte liquidez.

Principais fontes de liquidez:

- Posição de caixa de R\$ 657 milhões em 30 de junho de 2018;
- FFO de cerca de R\$ 265 milhões nos próximos 12 meses.

Principais usos de liquidez:

- Dívida de curto prazo de R\$ 8,3 milhões em 30 de junho de 2018;
- Necessidades de capital de giro de cerca de R\$ 170 milhões nos próximos 12 meses;
- Capex próximo a R\$ 25 milhões para os próximos 12 meses;
- Distribuição de dividendos de cerca de 100 milhões nos próximos 12 meses;
- Obrigações com aquisição de terrenos de R\$ 237 milhões nos próximos 12 meses.

Perspectiva

A perspectiva estável reflete nossa expectativa de que a Tenda manterá um sólido ritmo de crescimento de lançamentos e vendas nos próximos anos, que combinado à eficiência operacional permitirá geração de fluxo de caixa consistente. Também esperamos que a empresa aumente sua dívida bruta de forma gradual nos próximos anos, mantendo um índice de dívida sobre capital entre 40%-45%.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar o rating nos próximos 12 meses se a empresa adotar uma estratégia mais agressiva de lançamentos que deteriore sua geração de caixa, se apresentar piora de rentabilidade em função de aumento de custos além do esperado em nossa projeção, ou se emitir mais dívida do que projetamos em nosso cenário-base. Esses fatores poderiam levar a métricas mais fracas de FFO sobre dívida abaixo de 20% e dívida sobre capital acima de 45%, de forma consistente. Também poderíamos rebaixar o rating em um cenário de mudança relevante do programa Minha Casa Minha Vida que impactasse de forma significativa a geração de fluxo de caixa da empresa.

Cenário de elevação

Acreditamos que uma elevação do rating é pouco provável nos próximos 12 meses. Um cenário de elevação dependeria de geração de fluxo de caixa mais forte do que projetamos, de forma consistente, que poderia ser resultado de ganhos de produtividade, combinados a uma redução do endividamento bruto. Esse cenário seria alinhado a métricas de FFO sobre dívida consistentemente acima de 30% e dívida sobre capital abaixo de 40%.

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

CONSTRUTORA TENDA S/A

Rating de Crédito Corporativo	
Escala Nacional Brasil	brAA+/Estável/--
Risco de Negócios	
Risco-país	Fraco
Risco da indústria	Moderadamente alto
Posição competitiva	Moderadamente alto
Risco Financeiro	
Fluxo de caixa/Alavancagem	Fraca
Significativo	
Significativo	
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutra
Estrutura de Capital	Neutra
Liquidez	Adequada
Política Financeira	Neutra
Administração e Governança Corporativa	Regular
Análise de Ratings Comparáveis	Neutra

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, por isso devem ser lidos em conjunto com tais critérios. Por favor, veja os critérios de rating em www.standardandpoors.com.br para mais informações.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Principais Fatores de Crédito para a Indústria de Construção Residencial e Desenvolvimento Imobiliário](#), 3 de fevereiro de 2014
- [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério geral: Metodologia de rating de grupo](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 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

Artigo

- [Ratings de entidades corporativas e de infraestrutura brasileiras revisados após atualização de metodologia e da tabela de mapeamento de ratings na Escala Nacional Brasil](#), 11 de julho de 2018

LISTA DE RATINGS

Rating Reafirmado

CONSTRUTORA TENDA S/A

Rating de Crédito de Emissor

Escala Nacional Brasil

brAA+/Estável/--

EMISSOR	DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL	DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE RATING
CONSTRUTORA TENDA S/A		
<i>Rating de Crédito de Emissor</i>		
Escala Nacional Brasil longo prazo	24 de agosto de 2017	11 de julho 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 N° 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.

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, completude, 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 COMERCIALIZABILIDADE, 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).