

Comunicado à Imprensa

# Perspectiva do rating da Construtora Tenda S.A. alterada para positiva; ratings reafirmados

17 de agosto de 2020

## Resumo da Ação de Rating

- Acreditamos que a **Construtora Tenda S.A.** (Tenda) manterá geração de caixa sólida, baixos níveis de alavancagem e forte posição de liquidez nos próximos anos apesar de projetarmos um nível de lançamentos (VGV - valor geral de vendas) e receita abaixo do que esperávamos anteriormente, por conta da COVID-19.
- Ainda assim, a empresa conseguiu manter um nível suficiente de lançamentos durante a quarentena e tem conseguido expandir e diversificar seu negócio gradualmente para novas regiões do país.
- Esperamos que a Tenda reporte uma alavancagem de dívida líquida ajustada sobre capital próxima a 30% e geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida entre 30% e 35% em 2020.
- Em 17 de agosto de 2020, a S&P Global Ratings reafirmou, em sua Escala Nacional Brasil, os ratings 'brAA+' de emissor e de emissão atribuídos à Tenda e alterou a perspectiva do rating de emissor de estável para positiva.
- A perspectiva positiva reflete nossa expectativa de que a empresa manterá sólidos resultados operacionais e geração de caixa nos próximos trimestres apesar das incertezas resultantes da pandemia e de uma retração econômica durante 2020.

## Fundamento da Ação de Rating

*Forte posição de caixa e comprometimento com estrutura de capital desalavancada.* Apesar do aumento recente em seu endividamento reportado – R\$ 540 milhões e R\$ 870 milhões no final de 2018 e 2019, respectivamente, em comparação a R\$ 1,3 bilhão no segundo trimestre de 2020 – entendemos ter sido este um movimento para tornar sua estrutura de capital mais eficiente e aumentar o retorno a seus investidores, mas sem impactos significativos nas métricas de crédito. De qualquer maneira, a empresa sempre manteve uma posição de caixa bastante confortável ao passo que seguia reportando consistentes resultados operacionais.

*Maior diversificação regional sustenta melhora no perfil de risco de negócio.* Apesar de atuar com foco quase que exclusivo nas faixas 1,5 e 2 do programa habitacional “Minha Casa, Minha Vida”, a empresa tem aumentado gradualmente sua escala geográfica, permitindo o acesso a novos mercados e diminuindo a dependência de grandes centros, como São Paulo, por exemplo. Além disso, a Tenda passou a verticalizar seus projetos, passando de 4 para 20 andares, o que aumenta o retorno por empreendimento, sem elevar o risco ou a necessidade adicional de capital.

### 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

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

---

# S&P Global

## Ratings

*Melhores métricas de alavancagem, mas cobertura de juros e volatilidade ainda são altas.* Com base na melhora operacional e na forte posição de caixa, passamos a avaliar as métricas de alavancagem líquidas, enquanto anteriormente utilizávamos o valor de dívida ajustada bruta. Com isso, sua alavancagem, medida pela dívida ajustada líquida sobre capital, melhorou significativamente e, dessa forma, alteramos o gatilho de elevação do rating de 40% para 30%. No entanto, devido ao maior endividamento as despesas com juros aumentarão nos próximos anos, trazendo maior volatilidade à média desses indicadores nos anos a seguir.

*Incertezas quanto ao cenário pós-pandemia são pontos de atenção no futuro.* A Tenda reportou geração de caixa positiva no segundo trimestre de 2020, mas ainda é baixa para o ano, e consequentemente os impactos de longo prazo poderão ter efeitos negativos para o setor. A Tenda tem conseguido lançar novos projetos e vendê-los em uma velocidade saudável, mesmo diante dos desafios impostos pela pandemia. No entanto, caso haja uma deterioração em sua carteira de recebíveis ou os lançamentos demorem para retomar o ritmo anterior, a empresa pode incorrer em uma geração de caixa mais fraca no futuro.

Liquidez confortável e perfil de dívida alongado. Com a forte posição de caixa da empresa em relação ao endividamento de curto prazo, acreditamos que a Tenda possui um colchão bastante confortável para fazer frente às suas obrigações, mesmo que a geração operacional não se mantenha de acordo com o esperado.

### Perspectiva

A perspectiva positiva reflete nossa expectativa de que a Tenda continuará reportando resultados sustentáveis, mesmo diante do cenário desafiador gerado pela pandemia. Esperamos que a empresa recupere sua geração de caixa ainda em 2020, mantendo sua alavancagem controlada, com FFO sobre dívida acima de 30% e dívida sobre capital próxima a 30% de forma consistente.

### Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar os ratings da Tenda nos próximos 12 meses caso a economia se deteriore, impactando desemprego e renda do público-alvo da empresa, resultando em efeitos negativos nos seus lançamentos, vendas e recebíveis. Também poderemos rebaixar os ratings se a empresa adotar uma política financeira mais agressiva, o que poderia resultar em FFO sobre dívida próximo a 25% e dívida sobre capital próxima a 40%.

### Cenário de elevação

Acreditamos que uma elevação dos nossos ratings da Tenda está atrelada à manutenção das métricas operacionais e da lucratividade, em relação às empresas pares, como também à geração de caixa consistente e escala diversificada. Não esperamos um aumento significativo da alavancagem, dado que a empresa continuará refinanciando sua dívida de curto prazo e de construção para financiar seus projetos. Nesse cenário, esperamos FFO sobre dívida acima de 30% e dívida sobre capital próxima a 30%.

### Descrição da Empresa

A Construtora Tenda S.A. é uma incorporadora brasileira com foco no segmento de residências populares enquadradas nas faixas 1,5 e 2 do programa federal de habitação “Minha Casa, Minha Vida”. A empresa não tem acionistas controladores e suas ações são listadas no Novo Mercado da B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, na qual são negociadas livremente.

## Nosso Cenário de Caso-Base

### Premissas:

- Inflação média no Brasil de 2,7% em 2020, 3,2% em 2021 e 3,9% nos próximos anos;
- Taxa básica de juros média de 3% em 2020 e 2021 e 4% 2022;
- VGV de lançamentos de R\$ 2,2 bilhões em 2020, 13,3% abaixo do volume do ano anterior, como reflexo da cautela adotada pela empresa diante das incertezas impostas pela pandemia. Ainda assim, esperamos que a Tenda retome seus projetos em um ritmo mais acelerado em 2021 e 2022, quando lançará aproximadamente R\$ 2,7 bilhões ao ano;
- Distratos aumentando para cerca de R\$ 391 milhões em 2020 em comparação a R\$ 199 milhões em 2019, representando cerca de 15% das vendas brutas. Nos anos seguintes, esperamos que essa taxa caia ainda mais para patamares abaixo de 10%;
- Receita líquida crescendo em torno de 8% em 2020, em função da sólida venda de lançamentos e políticas de descontos adotadas para sustentar durante a quarentena. Esperamos um crescimento de 23% em 2021, refletindo a retomada de lançamentos, e próximo a 15% em 2022, alinhado com a estratégia de expansão geográfica da empresa;
- Margem bruta de cerca de 33% para os próximos três anos, com queda de dois pontos percentuais em relação a 2019, em razão do aumento dos custos para construção e da entrada em novos mercados com um preço inferior;
- Despesas com vendas na faixa de 8% a 8,5% da receita líquida nos próximos três anos em comparação a 13% e 9,5% nos últimos dois anos, respectivamente;
- Crescimento de despesas gerais e administrativas, com a expansão gradual para um novo mercado por ano;
- Investimentos (capex) anual em torno de 2% das receitas, alinhado com o histórico da empresa e com as expectativas de sua administração;
- Emissão de R\$ 500 milhões de nova dívida já contratada em 2020. Esperamos refinanciamentos em torno de R\$ 300 milhões a R\$ 400 milhões para fazer frente aos vencimentos anuais nos próximos dois anos, alinhado com a previsão de manutenção de estrutura de capital mais eficiente;
- Pagamento de dividendos de 25% do lucro líquido do ano anterior nos próximos dois anos, com crescimento de distribuição de até 50%, alinhado com a política da empresa.

### Principais métricas:

Com base nas premissas acima, chegamos às seguintes métricas de crédito:

- FFO sobre dívida acima de 30% em 2020 e crescendo gradativamente até 40% nos próximos anos, à medida que a empresa aumenta sua geração de caixa;
- Dívida sobre capital próxima a 30% em 2020 e 25% nos dois anos seguintes.

### Liquidez

Avaliamos a liquidez da Tenda como adequada, pois suas fontes de recursos excederão os usos em mais de 2,0x nos próximos 12 meses. Além disso, a diferença entre fontes e usos se manterá positiva, mesmo se o EBITDA cair para 50% do nosso cenário-base de projeção. Acreditamos que a empresa possui sólido relacionamento com bancos. No entanto, não acreditamos que a Tenda poderá resistir a eventos que gerem alto impacto, baixa lucratividade sem refinanciamento, nem

que possua forte e contínua liquidez. A empresa não possui uma posição superior no mercado de crédito em relação aos seus pares.

Principais fontes de liquidez:

- Posição de caixa de R\$ 1,5 bilhão em 30 de junho de 2020;
- FFO projetado em torno de R\$ 220 milhões nos próximos 12 meses.

Principais usos de liquidez:

- Vencimento de R\$ 515 milhões de dívida de curto prazo;
- Saída de R\$ 140 milhões de capital de giro nos próximos 12 meses;
- Capex projetado próximo a R\$ 47 milhões nos próximos 12 meses;
- Dividendos a pagar de cerca de R\$ 20 milhões nos próximos 12 meses.

Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

A Tenda possui uma cláusula restritiva de dívida sobre patrimônio líquido menor ou igual a 15% e a 50%, dependendo do tipo de emissão. A empresa esteve em conformidade com esse *covenant* nos últimos anos e esperamos que mantenha um colchão confortável para atendê-lo nos próximos anos.

Ratings de Emissão - Análise de Recuperação

Principais fatores analíticos

Reafirmamos o rating 'brAA+' das debêntures *unsecured*, o qual está no mesmo nível do nosso rating de crédito de emissor da Tenda, refletindo o rating de recuperação '3', que indica uma expectativa de recuperação de 50% para os credores das debêntures no caso de default.

Em um cenário hipotético de default, consideramos que a Tenda seria liquidada, dado que a empresa opera em uma indústria intensiva em ativos. Em nosso cenário hipotético, o default ocorreria em 2024 em decorrência de uma deterioração na economia brasileira e de redução do programa "Minha Casa, Minha Vida", que levaria a alto nível de distratos, atraso nos repasses e na cobrança de recebíveis, queda nas vendas e dificuldade para vender os estoques, reduzindo assim a geração de caixa da empresa.

Default simulado e premissas de avaliação

- Ano simulado do default: 2024
- Redução de 25% no estoque, com taxas de realização de 50% para terrenos, 60% para obras em andamento e 65% para obras concluídas.
- Redução de 25% nos investimentos em afiliadas, com taxa de realização de 50%.
- Redução de 20% nas contas a receber, com taxa de realização de 65%.

# S&P Global Ratings

## Estrutura de prioridade de pagamento (*waterfall*)

- Valor líquido da empresa estimado em R\$ 972 milhões após 5% de corte de custos administrativos.
- Dívida prioritária de R\$ 48 milhões relativa às obrigações trabalhistas.
- Dívida *senior unsecured* referente às debêntures e a outras dívidas e obrigações relacionadas a aquisições de terrenos estimadas em R\$ 1,7 milhão.
- Expectativa de 50% de recuperação para as debêntures *senior unsecured*.

\* Todos os montantes de dívida incluem seis meses de juros pré-petição.

## Tabela de Classificação de Ratings

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Nacional Brasil	brAA+/Positiva/--
Risco de negócios	Regular
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Moderadamente alto
Posição competitiva	Regular
Risco financeiro	Significativo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutra
Estrutura de capital	Neutra
Liquidez	Adequada
Política financeira	Neutra
Administração e governança	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 e, por isso, devem ser lidos em conjunto com tais Critérios. Consulte os Critérios de Rating em [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br) para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site [www.capitaliq.com](http://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](http://www.standardandpoors.com). Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

## Critérios e Artigos Relacionados

### Critérios

- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014.
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013.
- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1 de julho de 2019.
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas](#), 13 de novembro de 2012.
- [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: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013.
- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018.
- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016.
- [Principais Fatores de Crédito para a Indústria de Construção Residencial e Desenvolvimento Imobiliário](#), 3 de fevereiro de 2014.

### Artigo

- [Definições de Ratings da S&P Global Ratings](#), 7 de agosto de 2020

EMISSOR	DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL	DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE RATING
<b>CONSTRUTORA TENDA S.A.</b>		
<i>Rating de Crédito de Emissor</i>		
Escala Nacional Brasil	24 de agosto de 2017	20 de agosto de 2019

## 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 \(secção de Revisão de Ratings de Crédito\)](#)
- [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](http://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/quest/regulatory/disclosures](http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/quest/regulatory/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 © 2020 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 COMERCIALIZAÇÃO, 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](http://www.standardandpoors.com) (gratuito), e [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) e [www.globalcreditportal.com](http://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](http://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).