

Data de Publicação: 19 de março de 2009

Comunicado à Imprensa

Standard & Poor's revisa ratings das construtoras de imóveis residenciais no Brasil

Analistas: Reginaldo Takara, São Paulo (55) 11-3039-9740, reginaldo_takara@standardandpoors.com; Victor Saulytis, São Paulo (55) 11-3039-9751, victor_saulytis@standardandpoors.com; Marcelo Schwarz, São Paulo (55) 11-3039-9735, marcelo_schwarz@standardandpoors.com; Flavia Bedran, São Paulo (55) 11-3039-9758, flavia_bedran@standardandpoors.com

São Paulo (Standard & Poor's), 19 de março de 2009 – A Standard & Poor's Ratings Services realizou hoje uma série de ações de rating para as empresas do setor de construção residencial no Brasil como resultado de uma revisão das perspectivas da indústria (ver lista das movimentações dos ratings abaixo).

As ações de rating refletem as maiores dificuldades enfrentadas pelas empresas do setor para financiar capital de giro, os riscos de desaceleração prolongada nas vendas contratadas, o aumento do risco de colocação dos estoques de projetos em andamento e a maior incerteza com respeito à tendência da indústria no médio prazo. Em certos casos específicos, as ações de rating também refletiram a deterioração na condição de liquidez das empresas.

O setor de construção residencial passou nos últimos anos por um período de forte crescimento, principalmente como resultado, por um lado, da ampla liquidez nos mercados de capitais (o que permitiu às construtoras se capitalizarem) e, por outro, da expansão do crédito imobiliário (que viabilizou o financiamento habitacional de longo prazo e assim ampliou o mercado potencial da indústria). Essa tendência positiva reverteu-se de forma aguda e repentina a partir do quarto trimestre de 2008, como reflexo da piora no ambiente macroeconômico doméstico e de seus reflexos sobre o nível de emprego e da renda esperada dos potenciais clientes dessas empresas. Embora não haja redução significativa na disponibilidade de crédito imobiliário por parte das instituições financeiras no País, muitos desses potenciais clientes vêm postergando a decisão de assumir dívidas de longo prazo em função da maior incerteza econômica.

Não é possível ainda antecipar a dimensão e a duração da desaceleração da demanda, mas estas já causaram reação por parte das construtoras, que vêm assumindo uma postura mais conservadora quanto às suas metas de crescimento e reduzindo ou cancelando lançamentos de novos projetos. Com relação aos projetos já lançados, entendemos que as margens dos empreendimentos têm sido mantidas nos primeiros meses de 2009, o que significa que as empresas ainda não têm realizado descontos significativos com o objetivo de sustentar ou acelerar a velocidade de vendas. No entanto, o elevado nível de estoques na maioria das empresas é motivo de preocupação e é um dos pontos que acompanharemos nos próximos meses. Muitas empresas apresentam estoques cujo valor de mercado (em valor geral de vendas - VGV) é equivalente a percentuais elevados do total de vendas contratadas em 2008. Como fator mitigante, parte desses estoques corresponde a projetos lançados, mas que ainda não tiveram suas obras iniciadas, o que, a princípio, dá certa flexibilidade para que as empresas posterguem ou até mesmo cancelem a construção e assim reduzam a pressão de vendas neste ano. Mesmo assim, acreditamos que o esforço de vendas pode ser desafiador em um cenário econômico doméstico enfraquecido, com possíveis efeitos sobre a rentabilidade dos empreendimentos, na medida em que exijam maiores gastos com marketing, promoções e descontos.

Além disso, a indústria vem enfrentando dificuldades para financiar operações de capital de giro, que se tornaram mais escassas e significativamente mais onerosas às empresas do setor. Grande parte do esforço de financiamento de capital de giro da indústria no Brasil é coberta por financiamento à construção no Sistema Financeiro da Habitação (SFH), cujas características de liquidação após a conclusão da obra (por meio do repasse dos créditos com clientes para instituições financeiras) reduzem em parte os riscos de refinanciamento. No entanto, as instituições financeiras têm se tornado mais rigorosas na escolha de novos projetos, o que também cria pressão sobre o capital de giro das construtoras. Por fim, as empresas também apresentam

compromissos de pagamento em dinheiro ao longo dos próximos anos referentes à aquisição de terrenos de anos anteriores, o que eleva a pressão sobre seus fluxos de caixa. Mesmo que parte desses compromissos possa ser renegociada com os antigos donos dos terrenos, somamos de forma conservadora esses compromissos ao endividamento total para efeitos do cálculo das métricas financeiras das empresas analisadas.

Permanecemos atentos à liquidez das empresas. Como regra geral, as construtoras residenciais no Brasil apresentam fluxos operacionais de caixa negativos já que o ritmo de crescimento das carteiras de projetos tem sido forte e a demanda por capital de giro nesse período é elevada. Isso, combinado à redução na disponibilidade de linhas de capital de giro e a queda no ritmo de vendas desde o quarto trimestre de 2008, resultou em maior consumo das reservas de caixa nos primeiros meses de 2009, o que foi, em alguns casos, parcialmente compensado com a captação de recursos de acionistas ou emissão de títulos de curto prazo. No caso de outras empresas, a redução da liquidez mais acentuada e em um ritmo acelerado explica também a revisão negativa dos ratings.

Os incentivos do governo para sustentar a demanda por novos imóveis e os esforços de bancos governamentais para fomentar crédito de longo prazo para a habitação devem compensar, em parte, a tendência negativa do setor, sobretudo no segmento econômico. No entanto, esperamos que a já percebida piora na velocidade de venda dos empreendimentos, bem como o aumento da inadimplência e dos distratos, as potenciais maiores dificuldades no repasse dos clientes às instituições financeiras e a menor disponibilidade de crédito para financiamento de capital de giro continuarão a representar fatores negativos sobre os ratings atribuídos às construtoras residenciais no País que podem levar a novas revisões de ratings isoladas nos próximos trimestres.

RATINGS REBAIXADOS COM PERSPECTIVA ESTÁVEL

Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações (na Escala Nacional: de brAA-/Estável/-- para brA+/Estável/--; na Escala Global: de 'BB/Estável/--' para 'BB-/Estável/--')

O rebaixamento do rating da Cyrela em um degrau reflete o aumento do risco do setor, bem como as métricas financeiras ainda relativamente agressivas para sua categoria de rating. O perfil de negócios da Cyrela é fortalecido por seu posicionamento de mercado privilegiado, mas o cenário mais adverso da indústria impõe alguns desafios à capacidade da empresa para reforçar seu perfil financeiro. Mesmo assim, assumimos em nosso caso base que a relação entre a dívida total ajustada e o EBITDA deve se fortalecer em 2009 para patamares inferiores a 4,0x, principalmente em decorrência da maturação dos projetos lançados em anos anteriores. O fortalecimento das métricas de crédito da Cyrela e a manutenção de confortável liquidez são fatores importantes para a sustentação dos ratings ao longo de 2009. Apesar do rebaixamento, somos da opinião de que o perfil de crédito da Cyrela continua comparativamente mais forte do que o de outras empresas do setor, beneficiando-se de liquidez confortável para fazer frente a um cenário adverso da indústria.

MRV Engenharia e Participações S.A. (de brAA-/Estável/-- para brA+/Estável/--)

O rebaixamento do rating atribuído à MRV em um degrau reflete o aumento do risco do setor e a exposição da empresa ao segmento econômico. Ainda que esperemos que esse segmento seja o mais favorecido pelos incentivos governamentais à indústria, acreditamos também que seja o mais suscetível às variações na renda e no nível de emprego, com efeitos potenciais sobre o desempenho comercial da empresa. A MRV tem assumido uma postura significativamente mais conservadora com relação a seus lançamentos neste ano, ainda que venha buscando também aproveitar-se das oportunidades do mercado. Mesmo com certa elevação em sua alavancagem financeira, esperamos que a sua relação dívida ajustada pelo EBITDA se mantenha em patamares inferiores a 3,0x. Acreditamos que a MRV permanece como uma das empresas com perfil de crédito mais forte dentre aquelas a que atribuímos ratings na indústria, principalmente por sua política financeira e estratégia de vendas conservadoras.

RATINGS REBAIXADOS COM PERSPECTIVA NEGATIVA

Gafisa S.A. (de brA/Estável/-- para brA-/Negativa/--)

O rebaixamento do rating atribuído à Gafisa em um degrau e a perspectiva negativa refletem o aumento do risco do setor e a maior exposição da empresa ao segmento econômico, por

intermédio de sua controlada Construtora Tenda S.A. (Tenda: sem rating da S&P), bem como os desafios relacionados à integração da Tenda às operações da Gafisa. Esse processo deve exigir esforços da empresa para o redimensionamento das operações, a gestão dos elevados estoques da Tenda e a maior seletividade para novos projetos, de forma a reduzir a pressão sobre o capital de giro. Acreditamos que, passado o período de adequação, a Gafisa poderá se beneficiar de uma carteira de projetos mais diversificada, possibilitando-lhe também se favorecer de oportunidades de mercado no segmento econômico. Nesse ínterim, esperamos que a Gafisa usufrua de sua posição de caixa, de cerca de R\$ 600 milhões em dezembro de 2008, para fazer frente a suas obrigações financeiras. Assumimos em nosso cenário base que a Gafisa melhorará seu desempenho operacional nos próximos meses, compensando os efeitos extraordinários negativos que afetaram a margem EBITDA no último trimestre de 2008 e trazendo a razão entre sua dívida total ajustada e o EBITDA para patamares inferiores a 5,0x. A perspectiva negativa dos ratings reflete as incertezas quanto ao sucesso da empresa na integração da Tenda em um cenário de mercado mais desafiador. Os ratings poderiam ser rebaixados caso um nível menor de atividade operacional não permitisse à empresa fortalecer suas métricas de crédito.

Rossi Residencial S.A. (de brA-/Estável/-- para brBBB+/Negativa/--)

O rebaixamento em um degrau e a perspectiva negativa do rating da Rossi refletem o maior risco do setor e a nossa expectativa de que a empresa deverá enfrentar um cenário mais desafiador. No segundo semestre de 2008, a Rossi apresentou maior necessidade de capital de giro, que foi suprida inicialmente pela captação de linhas com bancos, elevando sua alavancagem, e, em dezembro de 2008, por um aumento de capital de R\$ 150 milhões. As obrigações por compra de terrenos em dinheiro da Rossi são relevantes. Acreditamos que o cenário mais desafiador levará a empresa a focar-se nas vendas dos lançamentos já realizados, mas isso deve reduzir o ritmo de monetização de seu banco de terrenos. A perspectiva negativa reflete a necessidade de melhorias de margens e de seus indicadores financeiros no médio prazo para a manutenção do rating na atual categoria (de forma que sua dívida total ajustada pelo EBITDA fique abaixo de 6,0x). Embora acreditemos que a liquidez da empresa seja adequada para fazer frente a seus compromissos em 2009, os ratings poderiam ser rebaixados também caso a liquidez da empresa se enfraquecesse por causa de necessidades adicionais de capital de giro.

Tecnisa S.A. (de brA-/Estável/-- para brBBB+/Negativa/--)

O rebaixamento em um degrau e a perspectiva negativa do rating da Tecnisa refletem o enfraquecimento da liquidez da empresa nos últimos meses em função do mercado mais adverso, ainda que a empresa tenha conseguido reforçar sua posição de caixa com a captação de R\$ 50 milhões em Notas Promissórias com vencimento em março de 2010 e conte com recebíveis performados como fonte de liquidez alternativa. O rating da Tecnisa também reflete os riscos de seu banco de terrenos mais concentrado, que no contexto atual de desaceleração da demanda expõe a empresa a maiores riscos de execução. Embora as métricas de crédito da empresa não tenham se deteriorado significativamente até o terceiro trimestre de 2008, a perspectiva negativa reflete os desafios enfrentados pela Tecnisa para sustentar seus indicadores financeiros e fortalecer sua liquidez no médio prazo. Nosso caso base assume que a empresa terá acesso a financiamento à construção para os projetos já lançados, reduzindo a pressão sobre o fluxo de caixa no curto prazo. Porém, os ratings poderão ser rebaixados caso a liquidez da empresa continue a se reduzir nos próximos trimestres.

RATING REBAIXADO E COLOCADO EM CREDITWATCH NEGATIVO

Klabin Segall S.A. (de brBBB+/Estável/-- para brBB/CreditWatch Negativo/--)

O rebaixamento em quatro degraus no rating da Klabin Segall reflete nossa preocupação com a liquidez da empresa, que acreditamos ter se enfraquecido rápida e significativamente nos últimos meses em função da piora nas condições de mercado. Em nossa opinião, as fontes de financiamento da Klabin Segall são relativamente reduzidas no curto prazo pela limitação imposta por cláusulas restritivas em contratos de dívida existentes e pelo aperto na disponibilidade de crédito por parte dos bancos. A empresa não está exposta a pagamentos em dinheiro por compra de terrenos, mas tem elevados pagamentos de juros a honrar nos próximos meses. Os ratings foram colocados em *CreditWatch* com implicações Negativas por causa das incertezas sobre a administração do serviço da dívida da empresa e das necessidades de capital de giro no curto prazo. Esperamos resolver o *CreditWatch* nas próximas semanas, ao termos mais detalhes sobre a estratégia de financiamento à construção e para a administração de seu endividamento, o que

poderá resultar em novo rebaixamento, também de vários degraus, caso a flexibilidade financeira da empresa continue se deteriorando.

RATING REAFIRMADO COM PERSPECTIVA ESTÁVEL

PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações S.A. (brBBB+/Estável/--)

O rating 'brBBB+' da PDG foi reafirmado com perspectiva estável. Entendemos que as melhorias no perfil de negócios da empresa, sobretudo a partir da aquisição do controle integral da construtora Goldfarb e de sua crescente participação na CHL, compensam em parte os maiores riscos da indústria e a piora nas condições de mercado. A crescente diversificação geográfica e também é um fator positivo de seu perfil de negócios. O maior foco no segmento econômico também possibilitará à empresa beneficiar-se dos incentivos governamentais ao setor. Ainda que a liquidez da empresa seja atualmente confortável e seus indicadores de crédito mais conservadores do que a média da indústria, assumimos em nosso caso base que o desenvolvimento dos projetos existentes e possíveis novos lançamentos em 2009 levarão a um aumento do endividamento total ajustado e a certo consumo das reservas de caixa existentes até o final do ano.

Publicado pela Standard & Poor's, uma Subsidiária da The McGraw-Hill Companies, Inc. Escritórios Executivos: 1221 Avenue of the Americas, Nova York, NY 10020. Escritório Editorial: 55 Water Street, Nova York, NY 10041. Atendimento ao Assinante: (1) 212-438-7280. Copyright 2009 pela The McGraw-Hill Companies, Inc.

A reprodução total ou parcial deste documento é expressamente proibida exceto mediante autorização prévia. Todos os direitos reservados. Todas as informações foram obtidas pela Standard & Poor's de fontes que ela considera confiáveis. Entretanto, em função da possibilidade de erro humano ou mecânico por parte da Standard & Poor's ou de suas fontes ou de outros, a Standard & Poor's não garante a precisão, a adequação ou a completude de quaisquer informações e não se responsabiliza por quaisquer erros ou omissões ou por quaisquer resultados obtidos ao se utilizar tais informações. Os ratings representam uma opinião, não a declaração de fatos ou uma recomendação para comprar, vender ou manter qualquer título ou valor mobiliário.

Os serviços analíticos oferecidos pela Standard & Poor's Ratings Services ("Divisão de Ratings") resultam de atividades separadas destinadas a preservar a independência e objetividade das opiniões nas quais se baseiam os ratings. Os ratings são opiniões, não sendo, portanto, declarações de fatos, nem recomendações de compra, manutenção ou venda de nenhum título. Os ratings baseiam-se em informações recebidas pela Divisão de Ratings Services. Outras divisões da Standard & Poor's podem possuir informações não disponíveis à Divisão de Ratings Services. A Standard & Poor's estabeleceu políticas e procedimentos cujo objetivo é manter a confidencialidade de informações não públicas recebidas ao longo do processo de atribuição de ratings. A Divisão de Ratings Services é remunerada pela atribuição de ratings. Tal compensação é normalmente paga ou pelo emissor dos títulos avaliados ou por terceiros que participam da negociação de tais títulos. Embora a Standard & Poor's se reserve o direito de disseminar os ratings por ela atribuídos, esta não recebe remuneração por fazê-lo, exceto pelas assinaturas de suas publicações. Quaisquer informações adicionais sobre as tarifas cobradas pela atribuição de ratings por parte da Divisão de Ratings Services estão disponíveis em www.standardandpoors.com/usratingsfees.

The McGraw-Hill Companies