

Even Construtora e Incorporadora S.A.

15 de setembro de 2023

Resumo de Classificação de Ratings

Rating de Crédito de Emissor
Even Construtora e Incorporadora S.A.

Escala Nacional Brasil

brAA+/Estável/--

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

Destaques da Análise de Crédito

Resumo

Principais pontos fortes	Principais riscos
Diminuição gradual da alavancagem a partir de 2023.	Aumento das despesas com juros, dado que grande parte da dívida da empresa é atrelada ao CDI.
Foco no segmento de alto padrão e luxo contribui para aumento das margens.	Margens pressionadas devido ao aumento de custos dos materiais de construção.
Expectativa de geração de caixa a partir de 2024.	Altas necessidades de capital de giro devido ao número elevado de lançamentos em 2021.

Retomada do Valor Geral de Vendas (VGV) de lançamentos em 2023 acompanhada pela velocidade de venda (VSO). Devido à diminuição da VSO nos primeiros trimestres de 2022 e das incertezas com as eleições presidenciais, a Even Construtora e Incorporadora S.A. diminuiu o número de lançamentos. Com isso, seu VGV totalizou R\$ 1,1 bilhão entre São Paulo e Rio Grande do Sul - neste último através do investimento na Melnick Desenvolvimento Imobiliário S.A. Com o aumento da VSO no segundo trimestre de 2023, acreditamos que a empresa deve apresentar um maior volume de lançamentos no ano, totalizando VGV entre R\$ 1,5 milhão e R\$ 1,8 milhão. Além disso, estimamos incremento de 10% nas receitas, resultado do alto volume lançado em 2021.

Recuperação gradual das margens afetadas por safras antigas. Devido ao aumento abrupto dos custos de obra que não foram devidamente acompanhados pelo Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), além dos lançamentos e vendas concentrados em apartamentos compactos, que possuem margens mais baixas, a Even apresentou queda na margem bruta em 2022, com recuperação no primeiro trimestre de 2023. Acreditamos que os recentes lançamentos focados no médio, alto padrão e luxo, somados à composição atual do *landbank* da empresa, com 73% dos terrenos concentrados no segmento de luxo, devem contribuir para o aumento das margens. Dessa forma, projetamos margem EBITDA ajustado de 13% em 2023 e entre 14%-16% em 2024 e 2025.

Aumento da alavancagem em 2022, porém expectativa de diminuição a partir de 2023. A empresa realizou um alto número de lançamentos em 2021, com um VGV de cerca de R\$ 2,4 bilhões. Isso gerou aumento significativo da alavancagem a partir de 2022 devido aos custos com as obras, resultando em um índice de geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida bruta ajustada de 4,4% em 2022. Acreditamos que a Even seguirá uma estratégia de lançamentos mais conservadora nos próximos anos, com um VGV de lançamentos entre R\$ 1,5 bilhão e R\$ 1,8 bilhão. Além disso, conforme entrega os empreendimentos passados e paga parte de sua dívida via fluxo de caixa, esperamos redução nos índices de alavancagem, medida pelo FFO sobre dívida bruta ajustada, para 6%-8% em 2023. Contudo, esperamos redução no índice principalmente a partir de 2024, quando deve atingir 9%-11%, à medida que diminuam as contas a pagar por aquisição de terrenos via caixa, ao passo que os empreendimentos são lançados. Também esperamos melhora nos índices de dívida bruta ajustada sobre capital para 43,8% em 2024, ficando abaixo de 40% em 2025.

Esperamos consumo de caixa em 2023, com recuperação a partir de 2024. A Even deve reportar fluxo de caixa operacional negativo em 2023, reflexo do aumento do número de lançamentos em 2021, da alta inflação dos materiais de construção e da taxa básica de juros brasileira. A partir de 2024, quando começar a entregar parte dos projetos, mantendo um VGV

de lançamentos entre R\$ 1,5 bilhão e R\$ 1,8 bilhão, esperamos geração de caixa positiva resultando em índices de fluxo de caixa operacional (OCF - *operating cash flow*) sobre dívida bruta ajustada de 0,9% em 2024 e acima de 15% em 2025.

Liquidez confortável nos próximos três anos. Entendemos que a empresa possui liquidez confortável, tendo em vista sua posição de caixa disponível no fechamento do segundo trimestre de 2023, em contrapartida aos vencimentos de dívida distribuídos nos próximos 12 meses. Além disso, acreditamos que deve pagar parte de sua dívida via fluxo de caixa a partir de 2024, diminuindo sua estrutura de capital. Em nossa visão, isso deve se refletir em um índice de dívida bruta ajustada sobre capital entre 40% e 45% em 2024 e abaixo de 40% a partir de 2025.

Perspectiva

A perspectiva estável reflete nossa visão de que a Even continuará reportando níveis de venda de acordo com a manutenção do nível de lançamentos a partir de 2023. Em nossa visão, as métricas de endividamento devem ficar confortáveis à medida que o grupo executa seus projetos e fortalece gradualmente sua geração de caixa operacional. Nesse contexto, projetamos FFO sobre dívida bruta entre 6%-8% e índice de dívida bruta sobre capital de 46%-48% em 2023, além de consumo de caixa. Para 2024 e 2025 esperamos FFO sobre dívida bruta acima de 9%, índice de dívida bruta sobre capital abaixo de 44% e geração de caixa operacional positiva.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar o rating da Even nos próximos 12 meses diante de uma deterioração em seu perfil de liquidez, resultando em consumo de caixa e dificuldades para cumprir com obrigações de curto prazo. Nesse cenário, seguindo a média da projeção para os próximos 3 anos, veríamos índices de FFO sobre dívida bruta consistentemente abaixo de 20%, dívida bruta sobre capital acima de 40% e índice de caixa operacional sobre dívida bruta negativo.

Cenário de elevação

Poderemos elevar o rating nos próximos 12 meses caso a empresa reporte resultados operacionais melhores do que os projetados em nosso cenário-base, com maior velocidade de vendas e geração de caixa. Nesse sentido, veríamos níveis crescentes de receita e EBITDA, em linha com principais pares, com FFO sobre dívida bruta acima de 30%, dívida bruta sobre capital abaixo de 30% e geração de caixa operacional sobre dívida bruta acima de 10%, em base consistente.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- Crescimento do PIB do Brasil de 1,7% em 2023, 1,5% em 2024 e 1,8% em 2025;
- Taxa de inflação de 5,2% em 2023, 4,2% em 2024 e 3,8 em 2025;
- Taxa básica de juros de 13,2% em 2023, 10,1% em 2024 e 9,0% em 2025;
- Níveis de lançamento (VGV) entre R\$ 1,5 bilhão e 1,8 bilhão nos próximos três anos;
- Receita líquida crescendo cerca de 10% em 2023 e 8% em 2024 e 2025;

- Margem bruta de cerca de 25% em 2023, com recuperação a partir de 2024;
- Diluição das despesas gerais, administrativas e comerciais, representando cerca de 12%-15% da receita líquida;
- Consumo de caixa operacional em 2023, dada a elevada necessidade de capital de giro para construção de novos empreendimentos e o alto nível de despesas com juros.

Principais Métricas

Even Construtora e Incorporadora S.A. – Resumo das projeções*

Fim do período	2021A	2022A	2023E	2024P	2025P
R\$ milhões					
Receita	2.275,7	2.317,9	2.549,3	2.500-3.000	3.000-3.100
EBITDA	317,1	204,9	330,3	400-450	450-500
Fluxo de caixa operacional (OCF - operating cash flow)	(83,6)	(426,8)	(281,0)	0-50	300-350
Dívida bruta ajustada	1.552,4	2.217,1	2.699,8	2.500-2.600	1.900-2.000
Índices ajustados					
Dívida/EBITDA (x)	4,9	10,8	8,2	6,0-8,0	4,0-5,0
FFO/dívida (%)	16,0	4,4	6,5	9,0-11,0	15,0-17,0
Crescimento anual da receita (%)	36,2	1,9	10,0	8,0-10,0	8,0-10,0
Margem EBITDA (%)	13,9	8,8	13,0	14,0-16,0	16,0-18,0
OCF/dívida (%)	(5,4)	(19,3)	(10,4)	0-5,0	15,0-20,0
Dívida/dívida e patrimônio líquido (%)	37,5	44,8	47,9	40,0-45,0	35,0-40,0

*Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings . R: Realizado . E: Estimado . P: Projetado

Dívidas ligadas à aquisição de terrenos com cláusulas flexíveis. A dívida ajustada da empresa inclui obrigações relacionadas a aquisições de terrenos, que no segundo trimestre de 2023 representavam 60% de sua dívida bruta ajustada. Tais aquisições ocorreram via caixa e permuta financeira, e a última tem contratos muito mais flexíveis do que empréstimos regulares, com cláusulas de cancelamento sem cobrança de multas. Além disso, o pagamento dos terrenos só é realizado após a venda das unidades.

Descrição da Empresa

A Even é uma incorporadora brasileira com foco no segmento de residências de média e alta rendas, operando nos estados de São Paulo e Rio Grande do Sul - neste último, por meio de sua subsidiária Melnick, na qual detinha 45% de participação no segundo trimestre de 2023. A empresa lançou um VGV de R\$ 970 milhões no primeiro semestre de 2023 em ambos os estados brasileiros. Nos últimos 12 meses findos em 30 de junho de 2023, apresentou receita líquida de R\$ 2,6 bilhões e EBITDA de R\$ 225 milhões.

Even Construtora e Incorporadora S.A. – Resumo Financeiro

Período de reporte	--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de--				
	2022	2021	2020	2019	2018
(R\$ milhões)					
Receita	2.317,9	2.275,7	1.671,0	1.913,0	1.474,9
EBITDA	204,9	317,1	335,3	279,8	16,0
Geração interna de caixa (FFO - <i>funds from operations</i>)	98,0	249,0	201,0	141,1	(156,3)
Despesas com juros	62,4	40,2	90,6	95,9	131,6
Juros -caixa pagos	50,0	18,4	100,0	99,4	137,4
Fluxo de caixa operacional (OCF - <i>operating cash flow</i>)	(419,3)	(80,2)	747,2	272,4	288,3
Investimentos (capex)	4,8	9,4	3,8	2,8	3,5
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - <i>free operating cash flow</i>)	(424,1)	(89,6)	743,4	269,6	284,8
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i>)	(424,1)	(255,8)	706,1	269,6	271,2
Caixa e investimentos de curto prazo	970,1	939,1	1.280,2	688,6	653,5
Caixa disponível bruto	970,1	939,1	1.280,2	688,6	653,5
Dívida	2.217,1	1.552,4	1.392,0	2.171,2	2.158,5
Patrimônio líquido	2.727,4	2.592,3	2.481,4	1.877,4	1.807,5
Índices ajustados					
Margem EBITDA (%)	8,8	13,9	20,1	14,6	1,1
Retorno sobre capital (%)	7,1	9,3	9,3	8,2	1,6
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	3,3	7,9	3,7	2,9	0,1
Cobertura de juros -caixa pelo FFO (x)	3,0	14,6	3,0	2,4	(0,1)
Dívida/EBITDA (x)	10,8	4,9	4,2	7,8	134,7
FFO/dívida (%)	4,4	16,0	14,4	6,5	(7,2)
OCF/dívida (%)	(18,9)	(5,2)	53,7	12,5	13,4
FOCF/dívida (%)	(19,1)	(5,8)	53,4	12,4	13,2
DCF/dívida (%)	(19,1)	(16,5)	50,7	12,4	12,6

Reconciliação dos valores reportados pela Even Construtora e Incorporadora S.A. com os montantes ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ milhões)

--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de 2022--

Montantes reportados pela Even Construtora e Incorporadora S.A. (R\$ milhões)						
	Dívida	Patrimônio líquido	EBITDA	Lucro operacional	Despesas com juros	EBITDA ajustado pela S&P Global Ratings
	778,5	1.912,8	134,7	125,6	24,3	204,9
Ajustes da S&P Global Ratings						
Impostos -caixa pagos	--	--	--	--	--	(56,9)
Juros -caixa pagos	--	--	--	--	--	(50,0)
Juros capitalizados	--	--	--	--	38,1	--
Remuneração baseada em ações	--	--	21,4	--	--	--
Receitas (despesas) de empresas não consolidadas	--	--	3,2	--	--	--
Receitas (despesas) não operacionais	--	--	--	151,8	--	--
Participação de não controladores/Participação minoritária	--	814,6	--	--	--	--
Dívida: Outros (situacional)	1.438,6	--	--	--	--	--
COGS*: Itens não operacionais não recorrentes	--	--	45,6	45,6	--	--
Ajustes totais	1.438,6	814,6	70,2	197,3	38,1	(106,9)
Montantes ajustados pela S&P Global Ratings						
	Dívida	Patrimônio líquido	EBITDA	EBIT	Despesas com juros	FFO
	2.217,1	2.727,4	204,9	322,9	62,4	98,0

*COGS (Cost of Goods Sold): Custo dos produtos vendidos

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Even como adequada, uma vez que as fontes de caixa devem exceder os usos em mais de 1,5x nos próximos 12 meses e continuar positivas mesmo que o EBITDA reduza mais de 30% em relação às nossas projeções de cenário-base. Acreditamos que a empresa não possa absorver eventos de alto impacto e baixa probabilidade sem necessidade de refinanciamento. No entanto, a Even mantém um sólido relacionamento com bancos locais e financia parte de seus projetos com emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs).

Principais fontes de liquidez

- Posição de caixa de R\$ 953 milhões em 30 de junho de 2023;
- FFO estimado de R\$ 311 milhões nos 12 meses a partir de junho de 2023.

Principais usos de liquidez

- Dívida de curto prazo de R\$ 64 milhões em 30 de junho de 2023;
- Saídas de capital de giro de cerca de R\$ 485 milhões nos próximos 12 meses;
- Investimentos (capex) de cerca de R\$ 9 milhões nos próximos 12 meses;
- Pagamento de dividendos de cerca de R\$ 58 milhões.

Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Exigências

A empresa está sujeita a *covenants* financeiros em suas emissões que lastreiam os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), que exigem:

- Índice de dívida líquida mais imóveis a pagar sobre patrimônio líquido inferior ou igual a 1,2x; e
- Recebíveis apropriados e a apropriar mais estoques sobre dívida líquida mais imóveis a pagar mais custos e despesas a apropriar superior ou igual a 1,5x.

Expectativa de cumprimento

A Even possui *covenants* de aceleração relacionados às suas emissões que lastreiam os CRIs, e tem cumprido os limites definidos. Esperamos que continue em conformidade com seus *covenants* com um colchão confortável nos próximos anos.

Tabela de Classificação de Ratings

Rating de crédito de emissor na Escala Nacional Brasil	brAA+/Estável/--
Risco de negócio	Fraço
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
Política financeira	Neutra
Liquidez	Adequada
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 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

- [Principais fatores de crédito para a indústria de construção residencial e desenvolvimento imobiliário](#), 3 de fevereiro de 2014.
- [Princípios dos Ratings de Crédito](#), 16 de fevereiro de 2011.
- [Princípios ambientais, sociais e de governança nos ratings de crédito](#), 10 de outubro de 2021.
- [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 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.
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013.
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013.
- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018.

Artigo

- [Definições de Ratings da S&P Global Ratings](#)

Copyright © 2023 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 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 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.