

Mercado de CRIs: Sólidas fundações para aumento de emissões

8 de julho de 2024

Este relatório não constitui uma ação de rating.

Principais Conclusões

- Leve melhora nas expectativas para o cenário macroeconômico no curto a médio prazo oferece um ambiente mais favorável para desempenho dos CRIs que avaliamos. No entanto, observamos que, em alguns casos, desafios ainda persistem.
- Índices de vacância e/ou inadimplência de aluguéis persistentemente elevados em propriedades comerciais, podem elevar a pressão sobre participantes-chave das transações, principalmente aqueles com alta alavancagem ou pouca disponibilidade de liquidez.
- Mudanças regulatórias para emissão de CRIs vêm impactando custos e montantes de emissões, com efeito positivo para emissores tradicionais dos setores de construção civil e residencial, que estão encontrando melhores condições para emissão de CRIs.

Contatos analíticos

Marcus Fernandes

São Paulo
55 (11) 3039-9743
marcus.fernandes@spglobal.com

Valéria Marquez

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

Leandro Albuquerque

São Paulo
55 (11) 3039-9729
leandro.albuquerque@spglobal.com

Condições de mercado para incorporadoras e risco corporativo

Melhora significativa na rentabilidade e geração de caixa esperadas para 2024

As incorporadoras brasileiras aumentaram de forma significativa os lançamentos em 2021, contraindo mais dívidas para suportar esse crescimento. Entretanto, com o aumento da taxa básica de juros de 2% em 2020 para 13,75% em 2022, os gastos com juros das empresas aumentaram bastante, uma vez que as dívidas atreladas ao CDI representaram em média 55% do funding em 2023. Como resultado, grande parte das incorporadoras analisadas queimaram caixa em 2022 e 2023, enquanto mantiveram um alto endividamento.

Além da estrutura de capital das empresas, o custo de materiais para construção em 2021 e meados de 2022 subiu significativamente, e este aumento não foi totalmente refletido no Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), índice utilizado pelas empresas de média e alta renda para atualizar os preços de unidades já vendidas durante a construção. Esse problema foi mitigado com a atualização da composição do índice INCC em julho de 2023. Já as empresas focadas no segmento de baixa renda ficaram mais expostas a picos inflacionários do período, devido às limitações de reajuste de preços por conta do teto de preço das unidades do programa Minha Casa Minha Vida (MCMV). Como consequência, devido ao reconhecimento de receitas e

Mercado de CRIs: Sólidas fundações para aumento de emissões

custos do método percentage of completion (PoC), as margens brutas das incorporadoras tanto de baixo, médio e alto padrão foram pressionadas entre 2022 e 2023, com uma deterioração média de sete pontos percentuais.

Devido às estruturas de capital majoritariamente atreladas ao CDI e às pressões na cadeia de suprimentos das empresas, 33% do nosso portfólio de ratings corporativos de incorporadoras foi mantido em perspectiva negativa entre 2022 e 2023. Acreditamos que as empresas reportarão melhora gradual em suas métricas de crédito a partir de 2024, uma vez que a grande maioria dos projetos afetados pelas pressões na cadeia de suprimentos apresentava cronograma de entrega entre o quarto trimestre de 2023 e o primeiro de 2024.

Com isso, esperamos um aumento de cinco pontos percentuais na margem bruta em 2024, após o reconhecimento dos resultados de projetos mais rentáveis lançado em 2023 pelas empresas. O alto volume de entregas, em conjunto à esperada redução da taxa SELIC para 9% no final de 2024, deve resultar em melhora expressiva na geração de caixa das empresas. Projetamos um fluxo de caixa operacional médio de R\$ 176 milhões para 2024 ante os R\$ 38 milhões negativos de 2023.

Esperamos que os lançamentos acima do esperado em 2023, e maior exposição das empresas ao programa MCMV persistam em 2024.

As empresas de construção civil avaliadas superaram em cerca de 20% os lançamentos que havíamos projetado para 2023 e em 24% aqueles realizados em 2022. Isso foi resultado da maior demanda no período, principalmente no segmento de baixa renda com as mudanças do MCMV, as quais foram benéficas em termos de aumento do número de famílias com acesso ao programa.

Além das empresas que já atuavam no segmento de baixa renda e aumentaram os lançamentos em 2023, aquelas com foco em médio e alto padrão têm lançado projetos dentro do programa. Dentre os lançamentos de 2023 por parte das empresas avaliadas, 32% enquadravam-se no programa governamental. Além das margens mais atrativas com a mudança do programa, a geração de caixa na fase de obras pode ser um fator positivo para o segmento.

Acreditamos que as empresas continuarão aumentando os lançamentos em 2024, conforme realizam gestão de estoque e vendas líquidas, principalmente no segmento de baixa renda, em razão das atualizações do MCMV. Projetamos valor geral de vendas (VGV) de lançamentos de R\$ 41 bilhões para 2024, representando um crescimento de 18% ante 2023.

Cerca de R\$ 3 bilhões de dívidas corporativas das construtoras e incorporadoras brasileiras avaliadas vencem em 2025.

Cerca de 60% da dívida das empresas avaliadas é composta por debêntures e outros veículos corporativos. O montante residual é relacionado a linhas de crédito de plano empresário que, além de direcionados à produção de cada empreendimento, são ligados aos repasses das unidades aos bancos via crédito imobiliário.

Do saldo devedor total das dívidas corporativas das empresas avaliadas pela S&P Global Ratings, cerca de 25% vencem em 2025, representando R\$ 3 bilhões, com base em 13 empresas analisadas. Com a geração de caixa esperada para as empresas do setor em 2025, dado o alto número de entregas das empresas de médio e alto padrão e os benefícios de fluxo de caixa das empresas que atuam no baixo padrão, com o MCMV e crédito associativo, acreditamos que parte da amortização deve ser realizada com caixa, a fim de diminuir a alavancagem. Porém, grande parte da dívida corporativa deve ser refinanciada, dependendo do mercado de capitais e dos bancos para a rolagem das dívidas. Além disso, dada a expectativa de crescimento médio de 10%

nos lançamentos das empresas, acreditamos que as incorporadoras busquem no mercado de capitais recursos para execução de obras e compra de terrenos para composição do landbank (banco de terrenos) dos anos seguintes.

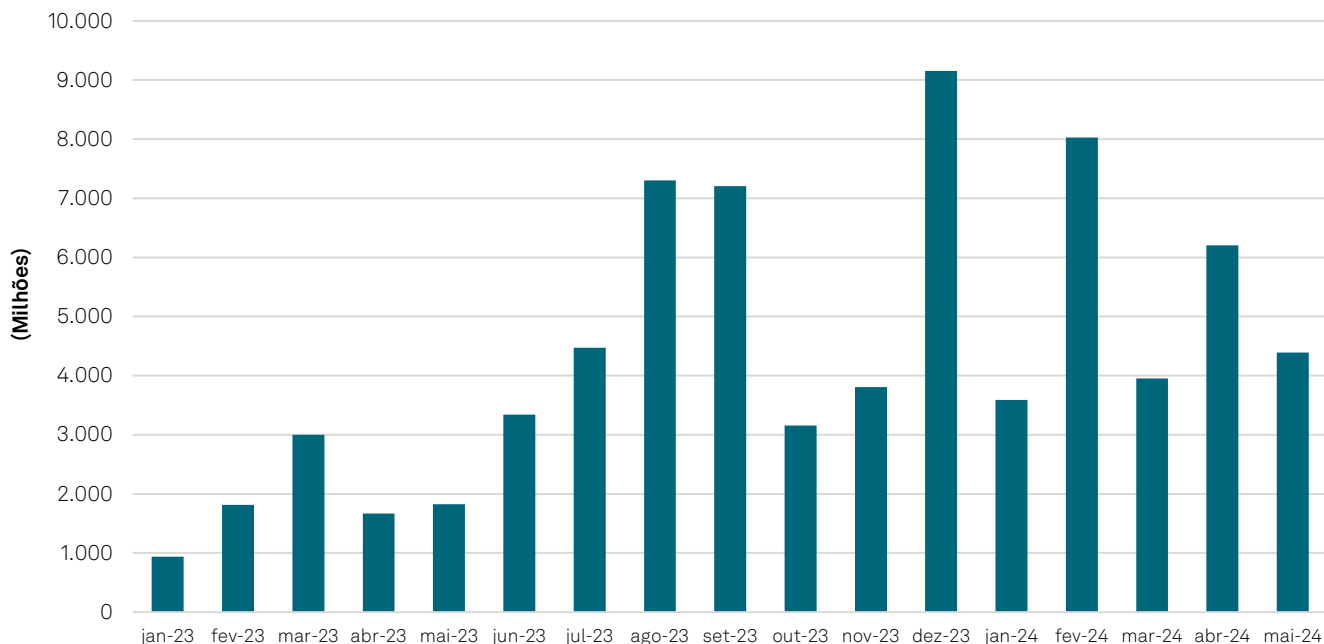
CRIs de risco corporativo

Mudanças na regulação devem impactar volumes totais de emissão e preços

A resolução CMN 5.118, publicada em 1º de fevereiro de 2024, restringiu os lastros elegíveis para emissão de CRIs e CRAs. O intuito da mudança foi priorizar o destino de recursos levantados através de CRIs para empresas ligadas ao segmento imobiliário. Dessa forma, a gama de empresas que agora podem acessar CRIs foi significativamente reduzida, e isso deve afetar o total de emissões de CRIs esperado para 2024. Nos últimos anos, CRIs com lastros não elegíveis de acordo com a nova regulação representavam cerca de 30%-50% do total emitido. No entanto, o impacto sobre os volumes de emissões de CRIs observados nos primeiros quatro meses de 2024 foi materialmente menor que isso. Emissores tradicionais de CRIs passaram a ter menor concorrência na distribuição de seus papéis, enquanto o apetite por parte de investidores individuais e institucionais segue resiliente. Dessa forma, esperamos que volumes de emissão de participantes tradicionais aumentem ao passo que custos caem, semelhante ao observado em outros papéis incentivados, como debêntures de infraestrutura.

Gráfico 1

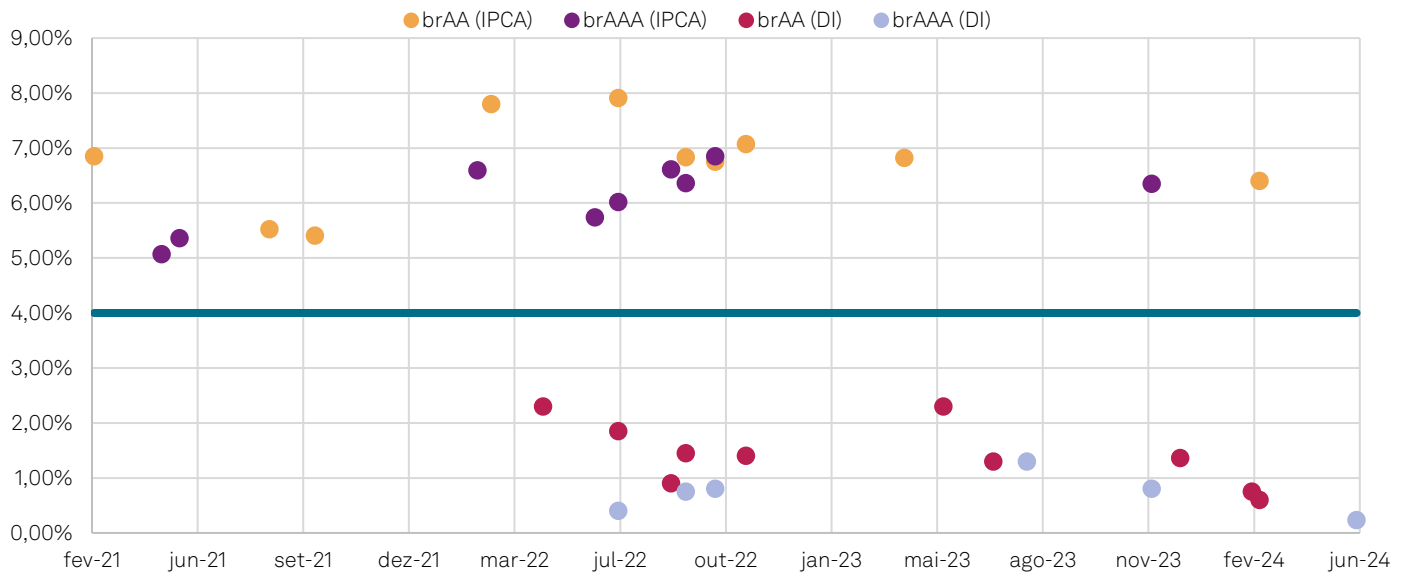
Volumes de emissão mensal de CRI (desde janeiro de 2023)



Fonte: ANBIMA
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Gráfico 2

Spread médio sobre indexador por categoria de Rating atribuído pela S&P aos CRIs corporativos



Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados..

Com a melhoria do cenário macroeconômico e a recuperação dos volumes de emissão, esperamos que um maior número de operações classificadas em categorias abaixo de 'brAAA' cheguem ao mercado.

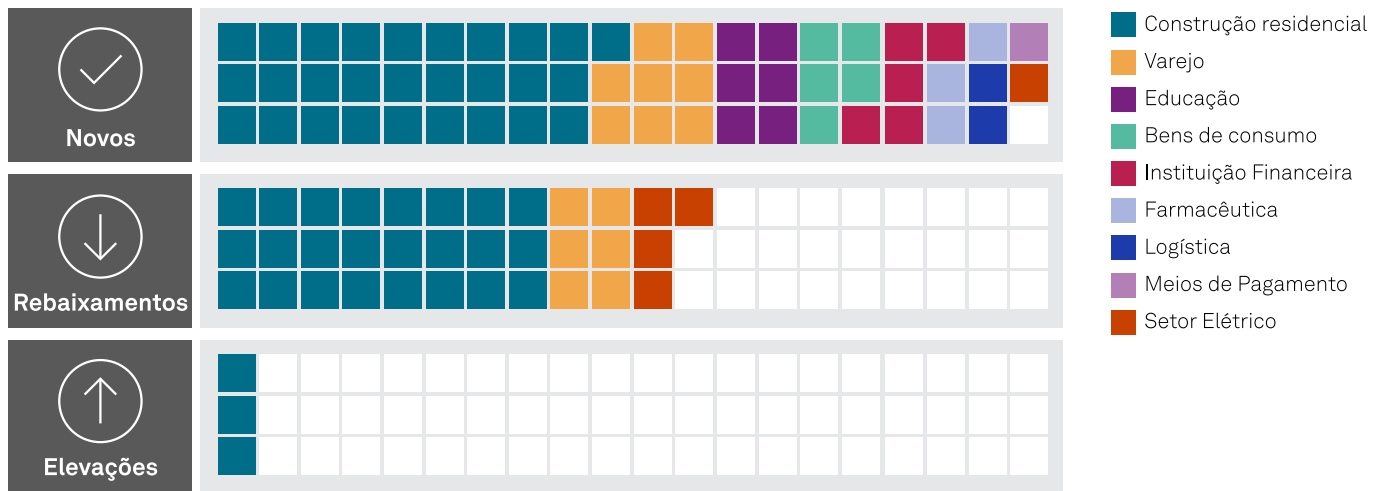
Cenário operacional desafiador dos últimos dois anos refletido nas ações de ratings de CRIs

Conforme mencionado anteriormente, os resultados das construtoras foram pressionados durante os anos de 2022 e 2023 em função de uma combinação de juros e inflação elevados, além de uma menor velocidade de vendas. Como resultado, dos 34 rebaixamentos de ratings de CRIs corporativos nos últimos 24 meses, 24 tinham construtoras residenciais como devedoras. Observamos uma tendência mais favorável para 2024, com uma expectativa de melhoria em geração de caixa e métricas de crédito das construtoras. Isso é principalmente refletido nas três elevações de ratings concentradas nos últimos seis meses, todas de construtoras.

De forma similar, os CRIs cujos devedores não são do segmento de construção residencial apresentaram comportamento similar, com alguns sendo pressionados por condições de mercado persistentemente desafiadoras, como no caso do setor de varejo.

Gráfico 3

Ações de rating nos últimos 24 meses e setor de atuação dos devedores



Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados..

CRIs de propriedades e de carteiras diversificadas

Desempenho resiliente das propriedades suporta a qualidade de crédito dos CRIs de propriedades comerciais

Shopping

Tabela 1

Securizadora	Opea Securizadora	True Securizadora	HabitaSec Securização	True Securizadora
Principal propriedade alienada	Fração do Shopping	Shopping Pátio Limeira	Shopping Jequitibá	Oito shopping centers
Série / Emissão	7ª série da 4ª emissão	22ª série da 1ª emissão	259ª série da 1ª emissão	236ª série da 1ª emissão
Remuneração	IGPDI + 7,95% ao ano	IPCA + 9,67% ao ano	IPCA + 6,5% ao ano	IPCA + 5% ao ano
Data de vencimento	10/05/2025	09/12/2027	15/06/2036	19/07/2032
Número de propriedades Alienadas	1	2	1	8
Concentração Geográfica	Salvador/BA	Limeira/SP	Itabuna/BA	São Paulo, Rio de Janeiro, Distrito Federal e Bahia
Vacância assumida	7,5%	7,0%	5,0%	7,8%
Inadimplência de aluguel base	13,2%	20,0%	15,0%	9,2%
Recuperação da inadimplência assumida	70%	25%	50%	75%
Fluxo de Caixa Líquido projetado (S&P)	R\$ 70,9 milhões	R\$ 9,8 milhões	R\$ 11,2 milhões	R\$ 92,6 milhões
Taxa de Capitalização	11%	11%	11,75%	8,5%**

Mercado de CRIs: Sólidas fundações para aumento de emissões

Valor das propriedades no portfólio (S&P)*	R\$ 144,3	R\$ 89,0 milhões	R\$ 95,1 milhões	R\$ 1 bilhão
Saldo da dívida atual	R\$ 28,8 milhões	R\$ 36,8 milhões	R\$76,9 milhões	R\$686,3 milhões
LTV (S&P)	20,0%	41,3%	80,8%	70,5%
Rating	brAAA (sf)	brAAA (sf)	brA (sf)	brAA (sf)

* Dados referentes à data da última ação de rating

** Taxa média ponderada aplicada às propriedades da carteira

O desempenho dos shoppings nas operações dos CRIs avaliados se mantém relativamente estável no caso de empreendimentos considerados de alto padrão e mais atrativos, enquanto as propriedades menos atrativas têm apresentado números mais voláteis, incluindo índices persistentemente elevados de vacâncias e/ou inadimplência líquida. Isso reflete as condições de mercado nos últimos trimestres, em que o varejo tem sido impactado por taxas de juros ainda elevadas e tímido crescimento econômico. No entanto, os empreendimentos têm conseguido repassar aumentos de preços ao valor do aluguel mínimo, contribuindo para níveis mais elevados de geração de fluxo de caixa líquido. Além disso, observamos uma melhoria nas tendências recentes como resultado de variáveis macroeconômicas mais favoráveis.

Ativos Logísticos

Após a pandemia, a expansão do varejo online acelerou as necessidades de melhoria na infraestrutura logística de distribuição próximo aos grandes centros. Em particular, vemos a demanda por propriedades last mile (última etapa no processo de entrega de uma encomenda) como ainda forte. Os números de vacância para esse tipo de ativo permanecem em patamares historicamente baixos, abaixo de 10,1% nos últimos quatro trimestres segundo a Jones Lang LaSalle (JLL). Isso ressalta a alta demanda em regiões como Grande São Paulo e Rio de Janeiro. Em particular, o mercado no entorno da cidade de São Paulo demonstrou apetite para absorver uma nova capacidade entregue de 187 mil metros quadrados (m2) no primeiro trimestre de 2024, enquanto a capacidade total entregue no país foi de 423 mil m2 de acordo com a JLL. A capacidade de absorção positiva nos principais mercados do Brasil sustenta a expectativa de preços de aluguel por m2 e vacância em tendência de estável a positiva nos próximos trimestres. Atualmente, acompanhamos apenas uma operação que envolve ativos logísticos (18ª e 19ª séries da 4ª emissão da Virgo Securitizadora), a qual apresentou 0% de vacância e inadimplência, também como reflexo da concentração de devedores em torno de uma única rede de varejo.

Lajes corporativas

O desempenho do setor de espaços corporativos segue bastante heterogêneo, com imóveis prime mantendo níveis de vacância baixos e aumento do preço-base de aluguéis. Observamos uma tendência de retorno ao escritório por boa parte das empresas que adotaram uma política híbrida de trabalho. No entanto, ativos menos atrativos (não prime) seguem pressionados pela baixa demanda e crescente oferta de ativos mais atrativos, sobretudo nos mercados de maior densidade, como São Paulo e Rio de Janeiro. Esperamos que os principais mercados continuem usufruindo de uma capacidade de absorção positiva para manter métricas estáveis de vacância e preço por m2. Atualmente, não avaliamos nenhuma emissão de CRI lastreada em lajes corporativas.

Desempenho estável dos CRIs de carteiras de Home Equity em meio à altos índices de pré-pagamentos, elevadas taxas de juros e baixo LTV

Tabela 2

Securizadora	Vert	TrueSec	Província	Província	Província
Originador dos empréstimos	Creditas	CashMe	CashMe	CashMe	CashMe
Série / Emissão	1ª série da 63ª emissão	1ª e 2ª séries da 24ª emissão	1ª série da 30ª emissão	1ª série da 31ª emissão	1ª série da 39ª emissão
Remuneração	IPCA + 7,00% ao ano	1ª série: CDI + 1,375% ao ano 2ª série: IPCA + 7,1439% ao ano	IPCA + 8,00% ao ano	IPCA + 9,00% ao ano	IPCA + 6,00% ao ano
Data de vencimento	20/02/2042	16/11/2029	15/04/2030	21/06/2030	15/10/2030
Subordinação disponível para os CRI seniores	15%	40%	15%	15%	35%
Rating**	brAAA(sf)	brAAA(sf)	brAAA(sf)	brAA+(sf)	brAAA(sf)
Número de contratos*	398	1.012	578	294	487
LTV médio*	45%	47,6%	45%	46,6%	46,2%
Inadimplência esperada*	31,6%	38,2%	39,7%	36,5%	34,3%
Recuperação assumida*	67,4%	68,1%	63,5%	70,6%	69,8%
Inadimplência suportada pelos certificados seniores*	55,3%	55,0%	45,7%	46,3%	53,2%

* Dados referentes à data de atribuição do rating

** Rating inicial atribuído na data de emissão

A taxa básica de juros persistentemente alta pressionou o custo de novos financiamentos imobiliários no último ano, ao mesmo tempo em que os elevados níveis de inflação continuaram a pesar sobre a capacidade financeira das famílias brasileiras, que já se encontravam em níveis recordes de alavancagem no último ano. O produto de *home equity* ganhou força nos últimos anos, principalmente como uma forma de financiamento alternativo para pequenos e médios empresários que possuíam limitações para acessar fontes tradicionais de financiamento. Embora seu custo possa ser materialmente mais elevado que um financiamento imobiliário tradicional, essas operações tipicamente contam com prazo mais curto e maior cobertura do colateral (LTV – *loan to value*), em geral bem abaixo de 60%). Apesar de do breve histórico, o acompanhamento do desempenho das carteiras das operações de home equity avaliadas gerou alguns pontos relevantes:

- Operações de *home equity* normalmente estão sujeitas a um alto índice de pré-pagamentos, o que contribui para uma rápida amortização das operações classificadas. Embora os níveis elevados de pré-pagamentos mitiguem parcialmente o risco de crédito da carteira, eles podem reduzir os benefícios do excesso de spread presente na operação, uma vez que parte deste excesso não irá se materializar caso ocorra o pré-pagamento. Além disso, um volume elevado de pré-pagamentos no início da transação pode antecipar uma concentração significativa da carteira em poucos contratos.

Mercado de CRIs: Sólidas fundações para aumento de emissões

- A determinação das prioridades na cascata de pagamentos nos diversos cenários pode ter importante impacto sobre a proteção disponível aos investidores seniores, pois uma parte importante da proteção de crédito disponível ao investidor sênior é entregue através do excesso de spread. Uma cascata de pagamentos que permite a liberação desse excesso de spread aos cotistas subordinados e mezanino pode não melhorar significativamente o nível de proteção aos investidores seniores além do nível de subordinação mínima.
- Carteiras diferentes de um mesmo originador podem ter composição e desempenho significativamente diferentes entre si. Regras e práticas de originação podem variar ao longo do tempo e refletir condições melhores ou piores de mercado, o que eventualmente pode afetar a forma como carteiras diferentes de um mesmo originador se comportam durante os ciclos econômicos.

Emissões de CRIs com características únicas seguem representando riscos para os investidores

Continuamos observando a existência de emissões com características únicas e que podem expor os investidores a riscos atípicos. Alguns exemplos incluem CRIs de risco concentrado em devedores com pouca ou nenhuma informação disponível, e potenciais conflitos de interesse entre estruturador, devedor e investidor. Como já discutido em outros artigos que publicamos, tais características podem expor os investidores a riscos que muitas vezes não estão totalmente mapeados no momento da decisão de investimento (muitas vezes até subprecificados) e que podem ter impacto significativo em carteiras de investimentos.

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 COMERCIALIZIDADE, 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.