STANDARD
&POOR'S

26 de Novembro de 2010

Odebrecht Realizações Imobiliárias
Av. das Nações Unidas, 4.777 -1º andar
São Paulo - SP
05477-00
À atenção de André Luis Ackermann

Ref.: Odebrecht Realizações Imobiliárias ("OR")

Prezado Senhor Ackermann

Conforme sua solicitação para obter um rating da Standard & Poor's para o emissor acima referido, analisamos as informações que nos foram apresentadas e, de acordo com o nosso Contrato de Serviços de Rating datado de 13 de março de 2009; reafirmamos o rating '**brBBB-**' para **Odebrecht Realizações Imobiliárias ("OR")**. A Standard & Poor's considera 'estável' a perspectiva deste *rating*. Ao mesmo tempo, também reafirmamos o *rating* "**brA+**" à emissão de debêntures simples não conversíveis da empresa que contará com a garantia corporativa de sua controladora, Odebrecht S.A.

O *rating* não é o resultado de um trabalho de consultoria financeira, de investimentos ou de qualquer outro tipo, e os senhores não devem encará-lo como tal. O *rating* baseia-se em informações prestadas a nós pelos senhores ou por seus representantes, mas não representa uma auditoria. Não assumimos qualquer obrigação de realizarmos qualquer diligência devida (due diligence) ou verificação independente de qualquer informação. A atribuição do *rating* não cria um relacionamento fiduciário entre a Standard & Poor's e os senhores ou entre Standard & Poor's e outros que o receberem. Não concordamos nem concordaremos em sermos nomeados como especialistas segundo a legislação de títulos e valores mobiliários aplicável. O *rating* não é um *rating* de mercado nem uma recomendação, para comprar, manter ou vender as obrigações.

Esta correspondência constitui a autorização da Standard & Poor's para que os senhores divulguem, confidencialmente, o *rating* acima citado a terceiros interessados, mas exclusivamente de acordo com a legislação aplicável e apenas se uma cópia integral desta correspondência for fornecida a tais terceiros. Como os senhores solicitaram um *rating* confidencial, ele não será publicado pela Standard & Poor's, a menos que os senhores autorizem sua publicação ou, por qualquer forma, ele venha a se tornar de conhecimento público.

A Standard & Poor's depende dos emissores, seus contadores, advogados e outros especialistas no que se refere à exatidão e completitude das informações a nós apresentadas em conexão com o *rating*. Este *rating* baseia-se nas informações financeiras e documentos recebidos antes da emissão desta correspondência. A Standard & Poor's presume que os documentos fornecidos pelos senhores sejam finais. Se forem efetuadas quaisquer alterações nos documentos finais, os senhores deverão notificar-nos de tais alterações mediante o envio dos documentos finais revisados com as alterações claramente marcadas.

Para manter o *rating*, a Standard & Poor's deve receber todas as informações financeiras relevantes tão logo elas estejam disponíveis. Nossa colocação em uma lista de distribuição destas informações facilitaria o processo. Os senhores devem nos notificar de imediato sobre quaisquer alterações significativas nas informações financeiras e na documentação. Como resultado de alterações em tais informações, ou de sua indisponibilidade, a Standard & Poor's pode alterar, suspender ou retirar o *rating*, ou colocá-lo em *CreditWatch*. A Standard & Poor's se reserva o direito de, caso necessário, solicitar informações adicionais para atualizar o *rating*.

Assim, queiram enviar, por via eletrônica, todas as informações disponíveis para:

Alexandre Menezes (alexandre_menezes@standardandpoors.com)
Reginaldo Takara (reginaldo_takara@standardaandpoors.com)

Além disso, enviar também cópia impressa de todas as informações para: .
Standard and Poor's Rating Services
Av. Brigadeiro Faria Lima, nº 201 – 18º andar
05426-100
Sao Paulo – SP

Atenção de Alexandre Menezes

Para mais informações, consulte-nos ou visite nosso site na Internet em www.standardandpoors.com. [e site local, se aplicável]. Agradecemos por terem escolhido a Standard & Poor's e esperamos trabalhar com os senhores novamente em breve.

Atenciosamente,

STANDARD & POOR'S RATINGS SERVICES
uma divisão da The McGraw-Hill Companies, Inc.

Reginaldo Takara
Senior Director

STANDARD
&POOR'S

Fundamentos

O rating de crédito corporativo 'brBBB-' da Standard & Poor's Ratings Services atribuído na Escala Nacional Brasil à **Odebrecht Realizações Imobiliárias S.A.** ("OR") reflete o agressivo crescimento da empresa, tanto recente quanto projetado, que deve implicar crescentes necessidades de capital de giro e geração de caixa livre negativa nos próximos anos. Embora a OR já tenha implementado a estrutura necessária para atender seu crescimento, o histórico de desenvolvimento de seus empreendimentos ainda é recente, e sua rentabilidade só recentemente tem se aproximado à de seus concorrentes. A estratégia de crescimento agressiva para os próximos anos, que deve levar a um aumento do endividamento da empresa, também é fator de risco relevante. Os aspectos que contrabalançam parcialmente esses pontos negativos são a experiência do Grupo Odebrecht em engenharia e construção, o favorável estoque de terrenos e contratos da empresa, a recente capitalização oriunda de um sócio estratégico, e a decorrente adequada liquidez da empresa.

Embora a OR seja uma subsidiária integral da **Odebrecht S.A.** ("ODBSA": brAA-/Estável/--), analisamos a empresa de forma independente. Assim, o rating da OR baseia-se, principalmente, em suas características de negócio e financeiras. A OR pode contar, eventualmente, com injeções de capital de seus acionistas. Entendemos, contudo, que a administração da empresa mantém o compromisso com seus acionistas de buscar suas próprias fontes de financiamento, sobretudo para financiar seu crescimento.

Avaliamos o perfil de negócios da OR como vulnerável, considerando o curto histórico da empresa no ramo de construção voltado ao segmento econômico, que traz desafios operacionais relevantes, tais como níveis mais elevados de distratos e maior sensibilidade da demanda a fatores macroeconômicos, como renda disponível, nível de emprego e crédito. O setor de construção de imóveis residenciais no Brasil é altamente competitivo, cíclico e fragmentado, mas continua a se beneficiar de incentivos governamentais, como o programa 'Minha Casa Minha Vida', o que fortalece os fundamentos de demanda no médio prazo. A OR também tem se beneficiado do cenário de crédito favorável, contando com recursos oriundos do Fundo de Investimento Imobiliário do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FII FGTS). Além disso, no caso dos projetos de unidades para mutuários de demanda garantida, que respondem por cerca de 3% dos lançamentos em 2010, a OR não incorre em risco comercial ou de crédito do mutuário. Por desenvolver projetos em grandes glebas, administrando um número comparativamente menor de canteiros de obra em relação ao valor geral de vendas (VGV) lançado, a OR tende a sofrer menores pressões sobre seus fatores de produção; no entanto, sua carteira de projetos também tende a ser mais concentrada, elevando sua exposição ao sucesso de cada empreendimento. Até o momento, a OR vem apresentando velocidade de vendas e inadimplência compatíveis às de seus pares.

Em nossa opinião, o perfil financeiro da OR é agressivo. O ritmo de crescimento da empresa tem sido acentuado, sendo que se espera que o volume de lançamentos cresça de R$ 955 milhões em 2008 para R$ 2,8 bilhões em 2010 (R$ 1,5 até setembro de 2010). Os lançamentos destinados à média e alta renda ainda representam 80% da carteira de obra, uma vez que àqueles relativos ao segmento econômico ainda estão em fase de crescimento.

Embora o ciclo operacional seja comparativamente mais curto no segmento econômico e as necessidades de capital de giro menores nos empreendimentos para o segmento de demanda garantida, o crescimento robusto projetado pela empresa (lançamentos de R$ 4,2 bilhões em 2011 e de R$ 5,3 bilhões em 2012) deve resultar em crescente alavancagem financeira, principalmente porque parte significativa dos lançamentos ainda será no segmento de média e alta rendas. Mesmo que a empresa assegure linhas de financiamento para atender as necessidades dos novos projetos (para o segmento de média e alta rendas, por exemplo, a OR busca garantir o financiamento à construção antes do início da obra) e busque manter uma estrutura de capital adequada, a

aceleração no ritmo de produção lhe expõe a riscos de descasamento no fluxo de caixa crescentes, além das necessidades de capital de giro necessárias para elevar o ritmo de produção (*cash burn*).

Debêntures

O rating 'brA+' atribuído à emissão de debêntures não conversíveis da OR, no valor de R$ 600 milhões e com vencimento em 2014, reflete a garantia da ODBSA, principal acionista da OR. A emissão de debêntures foi integralmente subscrita pelo FII FGTS.

Embora as debêntures também contem com garantias adicionais vinculadas aos recebíveis gerados pelos projetos, acreditamos que tais recebíveis refletem a qualidade de crédito corporativo da OR e não oferecem, por si só, reforço adicional para o pagamento pontual das obrigações. Entendemos que o sucesso na comercialização e execução dos empreendimentos, que originará os recursos para o pagamento das debêntures, é sensível ao perfil financeiro da construtora, na medida em que um possível enfraquecimento financeiro da OR pode ter influência sobre sua capacidade de atrair novos clientes e administrar seu capital de giro (sobretudo na parte financiada pela empresa). Também entendemos que a liquidação dos recebíveis cedidos em garantia, caso necessária, provavelmente não seria imediata e que seu eventual valor de execução poderia ser, em parte, influenciado pelo risco de performance da OR. Ainda assim, acreditamos que as garantias reforçam a recuperação de crédito para os debenturistas em caso de inadimplência da OR, colocando-os em posição mais privilegiada em relação a credores sem garantia.

Liquidez

A liquidez da OR é adequada. A posição de caixa em junho de 2010 era de R$ 410 milhões, comparada a dívidas de curto prazo de R$ 361 milhões, incluindo R$ 21 milhões de obrigações por compra de terrenos. Da porção relacionada a empréstimos e financiamentos de curto prazo, cerca de R$ 81 milhões correspondia a financiamentos à produção. Em março de 2010, a OR obteve injeção de capital de R$ 300 milhões de um novo acionista estratégico (o fundo privado Gávea), o que fortaleceu sua liquidez. A OR possui linhas aprovadas para financiamento de construção com seus bancos de relacionamento que, somados aos recursos de sua emissão de debêntures, devem financiar a geração de caixa operacional negativa projetada para os próximos anos.

Perspectiva

A perspectiva estável do rating de crédito corporativo incorpora a agressiva estratégia de crescimento da OR para os próximos anos. Embora a empresa venha implementando sua estratégia com sucesso, os riscos associados à aceleração de suas atividades e os desafios operacionais permanecem relevantes. Esperamos que a OR reporte uma razão entre a dívida bruta (ajustada por obrigações para a compra de terrenos) e o EBITDA entre 5,0x e 6,0x em 2010 e 3,0x e 4,0x em 2011. A elevação dos ratings depende da comprovação de que os riscos do ciclo de crescimento da empresa foram administrados adequadamente, de forma que a expansão das operações não exponha a empresa a necessidades de caixa e a alavancagem excessivas. Por outro lado, um nível de alavancagem substancialmente mais elevado do que o projetado em nosso cenário base, ou mesmo a utilização de fontes de financiamento incompatíveis com o ciclo operacional da empresa, poderiam colocar pressões negativas sobre os ratings.