

Data de Publicação: 7 de junho de 2011

Síntese Analítica

Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações

Analistas: Débora Confortini, São Paulo 55-11-3039-9752, debora_confortini@standardandpoors.com; Reginaldo Takara, São Paulo 55-11-3039-9740, reginaldo_takara@standardandpoors.com

Fundamentos

Os ratings da Standard & Poor's Ratings Services atribuídos à incorporadora brasileira de imóveis residenciais **Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações** ("Cyrela") refletem os riscos associados ao rápido crescimento da empresa, considerando-se o longo ciclo de produção e as altas necessidades de capital de giro típicos do negócio; e os seus desafios de controlar o desempenho de cada projeto e sustentar a expansão com um crescente portfólio de projetos cada vez mais diversificados. Os ratings também incorporam a exposição da Cyrela à competitiva e fragmentada indústria de construção residencial no Brasil, que é dependente das condições econômicas; e os riscos de disponibilidade de crédito para incorporadores e compradores de imóveis residenciais. A forte posição de mercado da Cyrela no Brasil e a sua liquidez adequada atenuam parcialmente esses fatores negativos. A empresa se beneficia de uma marca bem estabelecida, de uma relativa dispersão geográfica e do aumento da sua diversificação à medida que opera mais projetos novos no segmento econômico. Esperamos também que a empresa recupere seu desempenho operacional e financeiro, que registrou declínio nos dois últimos trimestres em função dos custos além do orçado nos projetos de seus parceiros.

O perfil de negócios da Cyrela é "regular." Os fundamentos da indústria de construção residencial no Brasil permanecem positivos, com maior disponibilidade de crédito para incorporadores e compradores de imóveis habitacionais. As construtoras de empreendimentos residenciais no país têm se beneficiado da atual forte demanda, em especial no segmento de baixa renda, em função dos incentivos do governo e do aumento da renda dos brasileiros. Como resultado da forte expansão das atividades de todos os competidores da indústria, a pressão inflacionária e as limitações para execução de obras estão crescendo como riscos consideráveis de curto prazo.

De fato, a Cyrela apresentou resultados mais fracos nos últimos trimestres em decorrência dos significativos custos por estouros de orçamento que seus parceiros reportaram, que têm crescido em relevância como parte da estratégia de diversificação e expansão da empresa implementada nos últimos anos. Além disso, houve uma redução de 6,3% nas vendas contratadas no primeiro trimestre de 2011 em relação a 2010, levando a um enfraquecimento no índice de vendas sobre oferta para um apertado patamar de 16,5%. Os atrasos na construção dos projetos e as dificuldades em evoluir a produção de seus negócios de moradias no segmento econômico – o qual representou 30% do total de lançamentos da empresa no primeiro trimestre de 2011 – têm colocado certa pressão sobre as margens EBITDA, que atingiram 19,7% nos doze meses findos em março de 2011, contra 22,0% no mesmo período um ano antes.

Acreditamos que a Cyrela pode continuar enfrentando desafios para expandir-se no segmento econômico, visto que sua experiência nesse mercado é de certa forma limitada e também porque a pressão inflacionária coloca riscos de execução para todos os construtores de empreendimentos residenciais – mais ainda para aqueles com portfólios de projeto ainda maiores e cada vez mais diversificados. Para enfrentar as perdas recentes, a administração da Cyrela revisou de forma prudente a sua projeção de lançamentos e vendas contratadas (*guidance*) reduzindo o potencial volume de vendas para R\$ 8 bilhões em 2011 (7% menor do que o *guidance* anterior) e para R\$ 9,2 bilhões em 2012 (16% menor), diminuindo as pressões de capital de giro e os riscos de execução no médio prazo. Além disso, a empresa capturará os crescentes fluxos de caixa derivados dos projetos lançados em anos anteriores e se beneficiará de um ciclo da construção mais curto no segmento econômico. Acreditamos que isso tudo ajudará a empresa a incrementar os fluxos de caixa para um fluxo de caixa operacional livre (FOCF, na sigla em inglês) positivo até 2012.

O perfil financeiro da Cyrela é “significativo.” Embora suas métricas de crédito sejam de certa forma agressivas para a categoria de rating, acreditamos que a empresa melhorará seus indicadores operacionais e financeiros nos próximos dois anos. Sua forte liquidez deverá lhe ajudar a enfrentar potenciais descasamentos de fluxos de caixa derivados dos estouros de custos e também possível redução na rentabilidade à medida que os custos de aquisição de terrenos elevem-se e os ciclos da construção tornem-se menos eficientes. Prevemos uma melhora nas margens nos próximos trimestres, com o índice de dívida total sobre EBITDA ficando em torno de 3,0x e o de geração interna de caixa (FFO, na sigla em inglês) sobre dívida total acima de 25% até o final de 2011, quando comparados aos 4,2x e 16,5%, respectivamente, registrados nos doze meses findos em março deste ano.

Liquidez

A posição de liquidez da Cyrela é adequada. Em março de 2011, os vencimentos de curto prazo ajustados da empresa somavam R\$ 908 milhões, incluindo as obrigações referentes à aquisição de terrenos, e as reservas de caixa de curto prazo eram de R\$ 1,03 bilhão. Apesar do enfraquecimento na posição de caixa em relação aos níveis históricos mais altos, esperamos que a Cyrela constitua liquidez novamente nos próximos trimestres conforme suas necessidades de capital de giro diminuam. A empresa também reporta um montante de R\$ 1,74 bilhão de recebíveis originados das unidades concluídas, e vemos isso como uma potencial fonte de liquidez. A maior parte da dívida total consiste de financiamentos à construção pelo Sistema Financeiro da Habitação (SFH) que a empresa normalmente repassa aos compradores finais quando as unidades são entregues. Esperamos que a Cyrela continue reportando FOCF negativo em 2011; no entanto, seu consumo de caixa (*cash burn*) provavelmente reverterá para fluxo de caixa positivo em 2012 à proporção que o crescimento marginal modere. Acreditamos que a Cyrela apresenta folga adequada em suas cláusulas contratuais (*covenants*) sobre o endividamento líquido.

Perspectiva

A perspectiva estável dos ratings de crédito corporativo reflete nossa expectativa de que a Cyrela será capaz de enfrentar seus recentes desafios operacionais monitorando e controlando as parcerias de forma mais eficiente e, ao mesmo tempo, ampliando suas operações e fortalecendo as métricas de crédito. Acreditamos também que a importância dos projetos feitos em parceria nos resultados da Cyrela diminuirá à medida que a empresa conclua alguns deles e que estes passem a ter uma menor participação em sua carteira de obras (*backlog*) total. A maior parte desse *backlog* é composta por projetos lançados em 2007 e 2008 e que está agora em fase final de construção. Também incorpora nossa opinião de que as margens EBITDA se recuperarão, mesmo com a maior exposição da empresa ao segmento econômico. Finalmente, a perspectiva reflete nossa expectativa de que a Cyrela manterá níveis de alavancagem moderados e preservará liquidez adequada.

O crescimento elevado da empresa, o fraco desempenho e as métricas de crédito ainda agressivas limitarão qualquer ação positiva de rating no médio prazo. Os ratings poderiam ser rebaixados se a empresa adotasse uma estratégia de crescimento mais agressiva, provocando uma deterioração nos fluxos de caixa ou um aumento na dívida, com um índice de dívida total sobre EBITDA consistentemente acima de 3,5x. Rentabilidade operacional mais fraca em função dos estouros de orçamento ou de menor eficiência nos projetos residenciais do segmento econômico também poderia levar a uma ação negativa de rating.

LISTA DE RATINGS

Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações

Ratings de Crédito Corporativo

Escala global

Moeda estrangeira

BB/Estável/--

Moeda local

BB/Estável/--

Escala Nacional Brasil

brAA-/Estável/--

Ratings de Emissão

Debêntures no valor de R\$ 500 milhões e vencimento em 2018

brAA-

Debêntures no valor de R\$ 500 milhões e vencimento em 2014

brAA-

Copyright© 2011 pela Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P) Todos os direitos reservados. Nenhuma parte desta informação pode ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma ou nem meio, nem armazenado em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da S&P. A S&P, suas afiliadas e/ou seus provedores externos detêm direitos de propriedade exclusivos sobre a informação, incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito. Esta informação não deverá ser utilizada para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem suas afiliadas, nem seus provedores externos garantem a exatidão, completude, tempestividade ou disponibilidade de qualquer informação. A S&P, suas afiliadas ou seus provedores externos diretores, conselheiros, acionistas, funcionários ou representantes não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões, independentemente da causa, ou pelos resultados obtidos mediante o uso de tal informação. A S&P, SUAS AFILIADAS E SEUS PROVEDORES EXTERNOS ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, ENTRE OUTRAS, QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZABILIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO ESPECÍFICO. Em nenhuma circunstância, deverão a S&P, suas afiliadas ou seus provedores externos e seus diretores, conselheiros, acionistas, funcionários ou representantes ser responsabilizados por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais, ou consequentes (incluindo-se, entre outras, perda de renda ou lucros cessantes e custos de oportunidade) com relação a qualquer uso da informação aqui contida, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Os ratings e as análises creditícias da S&P e de suas afiliadas e as observações aqui contidas são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos ou recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento. Após sua publicação, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar a informação. Os usuários da informação aqui contida não deverão nela se basear ao tomar qualquer decisão de investimento. As opiniões da S&P e suas análises não abordam a adequação de quaisquer títulos. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz uma auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (due diligence) ou de verificação independente de qualquer informação que receba. A fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades, a S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas de outras. 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 o sigilo de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P Ratings Services pode receber remuneração por seus ratings e análises creditícias, 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 Web, www.standardandpoors.com / www.standardandpoors.com.mx / www.standardandpoors.com.ar / www.standardandpoors.com.br, www.ratingsdirect.com e 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.

The McGraw-Hill Companies