



## Fitch Revisa Perspectiva dos Ratings da Cyrela Para Negativa; IDR Afirmado em 'BB'

20 Dez 2011 16h56

Fitch Ratings - São Paulo, 20 de dezembro de 2011 - A Fitch Ratings afirmou, hoje, os IDRs (Issuer Default Ratings - Ratings de Probabilidade de Inadimplência do Emissor) de Longo Prazo em Moeda Estrangeira e Local em 'BB' e o Rating Nacional de Longo Prazo em 'AA-(bra)' (AA menos (bra)) da Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações (Cyrela). A Fitch também afirmou o Rating Nacional de Longo Prazo 'AA-(bra)' (AA menos (bra)) da quinta emissão de debêntures da empresa, no valor de BRL400 milhões e com vencimento em 2015 (primeira série de BRL120 milhões) e 2016 (segunda série de BRL280 milhões). A Perspectiva dos ratings corporativos foi revisada para Negativa, de Estável.

A alteração na Perspectiva dos ratings da Cyrela para Negativa é resultado da perda de rentabilidade e do grande enfraquecimento das margens operacionais da companhia desde o último trimestre de 2010 e o consequente impacto negativo em suas medidas de crédito. O fraco desempenho operacional da Cyrela foi, em geral, mais acentuado do que o reportado pelas demais empresas do setor, que apresentaram perda de rentabilidade em menor escala. A companhia tem como principal desafio em 2012 recuperar suas margens de EBITDA para patamares superiores a 18%, mais adequados a seus segmentos de atuação e a seu histórico de desempenho.

A Fitch acredita que em 2012 os negócios da Cyrela estarão expostos a um cenário de forte competição e maior pressão relativa aos custos, principalmente os relacionados a mão de obra e matéria-prima. Este quadro torna mais desafiadores os objetivos da Cyrela de recuperar as margens operacionais e reforçar suas medidas de crédito para níveis compatíveis com a atual categoria de rating. Os ratings da Cyrela se encontram sob pressão negativa e deverão ser rebaixados, caso uma recuperação sustentada da rentabilidade não seja observada durante o ano de 2012.

Os ratings são suportados pela posição da Cyrela como uma das maiores incorporadoras do Brasil; por sua conservadora estratégia financeira, sustentada por robusta liquidez para apoiar a expansão de seus negócios; e pelo bem distribuído perfil de vencimentos da dívida corporativa. Os ratings também incorporam a força de sua franquia e o sólido e diversificado estoque de terrenos. Os ratings são limitados pela moderada alavancagem da companhia, por seu ainda negativo fluxo de caixa livre e pela exposição de seus negócios à ciclicidade da indústria de construção residencial, altamente correlacionada à economia local e vulnerável a eventos de desaceleração econômica e a restrições nas linhas de crédito. Os desafios associados à estratégia de posicionar melhor seus negócios voltados ao segmento de baixa renda, que apresenta maior competição e está mais exposto à ciclicidade da indústria de construção residencial, também foram incorporados.

### Desafio de Recuperar Margens Operacionais

A Cyrela vem reportando margens de EBITDA mais fracas desde o último trimestre de 2010. No período de 12 meses encerrado em setembro de 2011, a companhia reportou margem de EBITDA de 14,8%, que se compara com 18,5% em 2010 e 23,6% em 2009, e está bem abaixo da expectativa inicial da Fitch. A velocidade de suas vendas, medida pelo índice total de vendas contratadas/oferta, também se reduziu para 21% no terceiro trimestre de 2011, de uma média de 30% por trimestre em 2010. O forte crescimento das atividades, em parte decorrente da estratégia de acesso a novos mercados por meio de parcerias com construtoras locais e de menor porte, acarretou num acentuado aumento das obras desenvolvidas por parceiros. O resultado desta estratégia se mostrou insatisfatório, principalmente em razão das pressões decorrentes do aumento dos custos de mão de obra e matéria-prima, que têm sido os fatores responsáveis pela redução de suas margens operacionais.

A Cyrela vem implementando uma série de medidas para melhorar sua rentabilidade. No entanto, impactos positivos destas iniciativas demoram a refletir nos resultados, dado o longo ciclo de projetos neste setor. Entre as medidas adotadas pela companhia, destacam-se a melhora do controle sobre o desempenho das obras desenvolvidas por parceiros, o maior controle de custos, o aumento da participação na gestão da obra e o foco dos negócios em regiões onde há maior capacidade própria de construção. Caso a companhia seja bem-sucedida em

sua estratégia de recuperar margens operacionais para os patamares historicamente reportados, a Perspectiva Negativa poderá ser revisada.

### **Alavancagem Crescente**

Resultados operacionais mais fracos e maiores necessidades de financiamento para sustentar o crescimento dos negócios resultaram em significativo aumento da alavancagem em 2011. No período de 12 meses encerrado em setembro de 2011, a companhia reportou alavancagem, medida pelo índice dívida total/EBITDA ajustado (incluindo as despesas financeiras alocadas aos custos), de 5,8 vezes e de 3,6 vezes pelo indicador de dívida líquida. Esses índices são fracos para sustentar os ratings da Cyrela no médio prazo e se comparam negativamente com 3,9 vezes e 2,6 vezes, respectivamente, ao final de 2010, e com 2,8 vezes e 1,1 vez, ao final de 2009. A Cyrela tem o desafio de recuperar a geração de EBITDA para reduzir a alavancagem líquida para patamares mais conservadores, de cerca de 2,5 vezes, ao final de 2012.

### **Liquidez Robusta: Importante Fator Para Sustentar os Ratings**

A liquidez da Cyrela é robusta e, aliada ao alongado perfil de vencimento da dívida corporativa, fortalece o perfil de crédito da companhia. Em 30 de setembro de 2011, o caixa e as aplicações financeiras totalizavam BRL1,8 bilhão e a dívida total, BRL4,7 bilhões, dos quais BRL2,1 bilhões venciam até o final de 2012, e BRL837 milhões, em 2013. Do total de dívida com vencimento até dezembro de 2012, BRL1,6 bilhão está relacionado a linhas de crédito do Sistema Financeiro de Habitação (SFH), garantidas por recebíveis específicos de unidades vendidas ainda em construção e pagas à medida que as unidades são entregues e os recebíveis, transferidos. Da dívida total, cerca de BRL2,6 bilhões, ou 56%, eram referentes a financiamentos do SFH. A dívida total da companhia tem crescido substancialmente nos últimos anos, mas não é esperado um aumento significativo em 2012. Ainda assim, a Cyrela tem sido eficiente em administrar um perfil adequado de dívida, apoiado por prazos compatíveis com a natureza de seus negócios e, em sua maioria, por linhas de financiamento do SFH.

A forte posição de caixa e aplicações financeiras da companhia resultou em índices de caixa/dívida de curto prazo de 1,2 vez e recursos das operações (FFO) + caixa/dívida de curto prazo de 1,9 vez. A companhia também se beneficia de uma potencial liquidez, apoiada em BRL1,3 bilhão de recebíveis das unidades concluídas e vendidas e não vinculados à dívida, e em cerca de BRL3,0 bilhões em recebíveis com vencimento entre o último trimestre de 2011 e 2012, líquidos de custos a serem incorridos. A conservadora estratégia financeira de preservar relevante liquidez e de baixa dívida corporativa com vencimento nos próximos dois anos é positiva e deve permitir à Cyrela administrar os lançamentos de projetos planejados, que devem somar entre BRL8,7 bilhões e BRL9,8 bilhões em 2012.

### **Fluxo de Caixa das Operações Deve Ser Positivo em 2012**

A Cyrela tem reportado forte FFO acima de BRL1,0 bilhão em bases anuais desde 2007. No período de 12 meses encerrado em setembro de 2011, o FFO foi de BRL1,138 bilhão, e, apesar da elevada necessidade de capital de giro, o fluxo de caixa das operações (CFO) foi ligeiramente positivo, de BRL21 milhões. Esses números se comparam com o FFO de BRL1,130 bilhão e o CFO negativo de BRL794 milhões reportados em 2010. O fluxo de caixa livre negativo em BRL262 milhões reflete a ainda limitada geração de CFO, investimentos de BRL140 milhões e dividendos de BRL143 milhões. O CFO deve permanecer positivo em 2012, apoiado pelos fortes recebíveis que devem ser recebidos pela companhia durante o ano.

### **Posição de Liderança no Setor Brasileiro de Construções Residenciais**

A Cyrela é uma das maiores incorporadoras do mercado imobiliário brasileiro, sustentada pela força da sua franquia e seu sólido e diversificado estoque de terrenos. Em 30 de setembro de 2011, a Cyrela registrava um estoque de terrenos próprios de BRL39,8 bilhões em valor geral de vendas (VGV), dos quais cerca de 78% foram adquiridos por permuta. O estoque de terrenos da companhia está estrategicamente bem posicionado para apoiar a expansão das operações nos segmentos de renda baixa e média.

A Cyrela deverá continuar se beneficiando do favorável ambiente de negócios do setor imobiliário residencial no Brasil. A melhora nos fundamentos econômicos resultou em aumentos da renda per capita e em baixas taxas de desemprego, além de condições de financiamento mais flexíveis para os consumidores. O setor também deverá se

beneficiar, em 2012, do contínuo apoio do governo e do adequado acesso aos mercados de capitais e de dívida. A Fitch espera que a participação da Cyrela no mercado brasileiro de construções residenciais permaneça forte, apoiada na liquidez da companhia, em seu bom acesso ao crédito, na larga escala de operações e em sua experiente equipe administrativa.

#### Fatores de Evolução dos Ratings ou da Perspectiva

Os ratings da Cyrela devem ser negativamente afetados, caso suas margens operacionais e rentabilidade não retornem aos patamares historicamente reportados ou sua alavancagem não se reduza substancialmente em 2012. Outros fatores como significativa redução de liquidez da companhia, perfil de vencimento da dívida corporativa mais concentrado ou ambiente macroeconômico mais instável poderão impactar os fundamentos da companhia e do setor de construções residenciais e levar a um rebaixamento do rating.

Contato:

Analista principal

Fernanda Rezende

Diretora

+55-11-4504-2600

Rua Bela Cintra, 904 – 4º andar – Consolação – São Paulo – CEP: 01415-000

Analista secundário

José Roberto Romero

Diretor

+55-11-4504-2600

Presidente do comitê de rating

Ricardo Carvalho

Diretor sênior

+55-21-4503-2600

Relações com a Mídia: Jaqueline Carvalho, Rio de Janeiro, Tel: +55-21-4503-2623, Email: [jaqueline.carvalho@fitchratings.com](mailto:jaqueline.carvalho@fitchratings.com).

Informações adicionais disponíveis em 'www.fitchratings.com' ou 'www.fitchratings.com.br'. Os ratings acima foram solicitados pelo, ou em nome do, emissor, e, portanto, a Fitch foi compensada pela avaliação dos ratings.

Metodologia Aplicada e Pesquisa Relacionada:

-- "Corporate Rating Methodology", 12 de agosto de 2011;

-- "National Ratings - Methodology Update", 19 de janeiro de 2011.

---

TODOS OS RATINGS DE CRÉDITO DA FITCH ESTÃO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE RESPONSABILIDADE. POR FAVOR, VEJA NO LINK A SEGUIR AS LIMITAÇÕES E OS TERMOS DE RESPONSABILIDADE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADICIONALMENTE, AS DEFINIÇÕES E TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM), ASSIM COMO A LISTA DE RATINGS PÚBLICOS, CRITÉRIOS E METODOLOGIAS, O CÓDIGO DE CONDUTA DA FITCH; A POLÍTICA DE CONFIDENCIALIDADE E CONFLITOS DE INTERESSE; A POLÍTICA DE SEGURANÇA DE INFORMAÇÃO (FIREWALL), COMPLIANCE E OUTRAS POLÍTICAS E PROCEDIMENTOS RELEVANTES TAMBÉM ESTÃO DISPONÍVEIS NESTE SITE, NA SEÇÃO "CÓDIGO DE CONDUTA".

A Fitch Ratings Brasil Ltda. e a Fitch Ratings Ltd. tiveram todo o cuidado na preparação deste documento. Nossas informações foram obtidas de fontes que consideramos fidedignas, mas sua exatidão e seu grau de integralidade não estão garantidos. A Fitch Ratings Brasil Ltda. e a Fitch Ratings Ltd. não se responsabilizam por quaisquer perdas ou prejuízos que possam advir de informações equivocadas. Nenhuma das informações deste relatório pode ser copiada ou reproduzida, arquivada ou divulgada, no todo ou em partes, em qualquer formato, por qualquer razão, ou por qualquer pessoa, sem a autorização por escrito da Fitch Ratings Brasil Ltda. Nossos relatórios e ratings constituem opiniões e não recomendações de compra ou venda. Reprodução Proibida.

Copyright © 2011 Fitch Ratings Brasil Ltda.

Praça XV de Novembro, 20 - Sala 401 B, Centro - Rio de Janeiro - CEP 20010-010. Tel.: 55-21-4503-2600 – Fax: 55-21-4503-2601

Rua Bela Cintra, 904, 4º andar, Consolação – São Paulo - CEP 01415-000. Tel.: 55-11-4504-2600 – Fax: 55-11-4504-2601

[Código de Conduta](#) | [Termos de Uso](#) | [Política de Privacidade](#)