

Global Credit Research - 06 Jun 2011

Aproximadamente BRL 550 Milhões de Títulos de Dívida Afetados

Sao Paulo, June 06, 2011 – AMoody's América Latina atribuiu um rating Ba2/Aa2.br a BRL 550 milhões em debêntures seniores sem garantia de ativos reais propostas pela Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações ("Cyrela") com vencimentos em 4 e 5 anos. Ao mesmo tempo, a Moody's afirmou os ratings corporativos ("CFR") Ba2/Aa2.br da Cyrela. A perspectiva de todos os ratings é estável.

Ratings Atribuídos:

-BRL 550 milhões em debêntures seniores sem garantia de ativos reais, com vencimentos em 4 e 5 anos: Ba2 (escala global) / Aa2.br (escala nacional brasileira)

Ratings Afirmados:

-Rating corporativo: Ba2 (escala global) / Aa2.br (escala nacional brasileira)

FUNDAMENTOS DOS RATINGS

"O rating Ba2 da Cyrela reflete sua posição como uma das maiores construtoras residenciais no Brasil, com uma marca forte e boa diversidade em termos de oferta de produtos e localizações geográficas, bem como uma equipe de administração experiente e com perfil conservador", disse o analista da Moody's, Marcos Schmidt. "O rating também é sustentado pelo longo histórico de operações da Cyrela, desde 1962 no setor brasileiro de construção residencial, e seu bom acesso ao mercado de capitais, devido em parte à sua ampla base de ativos disponíveis não dados em garantia", acrescentou Schmidt.

O rating Ba2 também considera as boas fontes de liquidez da empresa, que incluem seu saldo de caixa pro-forma de BRL 1,7 bilhão, BRL 1,7 bilhão em recebíveis provenientes de unidades acabadas e linhas aprovadas do Sistema Financeiro de Habitação ("SFH") para financiar a construção de todos os projetos já lançados pela empresa. Os fortes fundamentos do setor brasileiro de construção residencial devido ao apoio do governo, uma grande demanda reprimida, a melhoria das condições macroeconômicas, a crescente disponibilidade de financiamento para os compradores de imóveis e os financiamentos para as construtoras são fatores positivos para o rating. Os fundamentos relativamente fortes do mercado de habitação residencial estão refletidos no pagamento antecipado médio de 30% a 35% do valor do imóvel até a data de entrega, com os preços dos imóveis crescendo em linha com a renda do consumidor.

Por outro lado, esses fatores positivos são contrapostos pela atual concentração da Cyrela no segmento de empreendimentos verticais, o que pressiona o capital de giro e o fluxo de caixa livre devido aos extensos períodos de construção, superiores a 2 anos neste segmento. A necessidade de capital de giro é em parte reduzida pela estratégia bem sucedida da empresa de adquirir a maior parte do seu banco de terrenos através de permutas que não envolvem desembolso de caixa. Em 31 de março de 2011, 78,8% do banco de terrenos da Cyrela haviam sido adquiridos dessa maneira. Os ratings também estão limitados pela elevada necessidade de capital de giro ocasionada pelo forte crescimento das operações, resultando em um fluxo de caixa das operações e fluxo de caixa livre altamente negativos.

Ademais, os ratings consideram os riscos de execução associados com a estratégia de crescimento da Cyrela no mercado de construção de imóveis para a população de baixa renda, dado o grande número de competidores, alguns dos quais com elevado nível de conhecimento técnico neste segmento. O risco de operar no segmento de baixa renda é parcialmente controlado pela experiência da Cyrela em operar neste segmento desde 2006 através de parcerias, algumas delas com empresas com vários anos de experiência nesse segmento, e pelo tamanho inferior de diversos de seus concorrentes, o que reduz o poder de barganha dessas construtoras com fornecedores, proprietários de terrenos, bancos e compradores dos imóveis. O segmento de baixa renda tem a vantagem de receber suporte do governo em forma de financiamentos com termos mais atrativos, tanto para as construtoras quanto para os compradores dos imóveis, com o objetivo de reduzir o grande déficit habitacional do Brasil. O retorno sobre o patrimônio ("ROE") é maior para as atividades de construções de baixa renda dados os períodos mais curtos de construção e as características de adiantamento do fluxo de caixa devido à programação de desembolso financeiro da Caixa Econômica Federal para o programa Minha Casa Minha Vida ("MCMV") e também ao nível mais elevado de clientes transferidos para bancos. Por outro lado, este segmento é altamente competitivo, com margens menores e menos barreiras de entrada.

O seu tamanho grande e o reconhecimento de sua marca propiciam à Cyrela economias de escala e forte poder de barganha na compra de matéria-prima dos fornecedores e terrenos, bem como na contratação de serviços de terceiros. Durante o quarto trimestre de 2010 e o primeiro trimestre de 2011, a empresa teve compressão das margens devido a um aumento dos custos de mão-de-obra e uma menor eficiência. AMoody's espera que as margens se recuperem à medida que o ritmo das construções volta ao normal nos próximos trimestres e a Cyrela mude gradualmente para níveis mais elevados de construção interna.

Dado o grande volume de projetos lançados pela empresa após sua oferta inicial de ações ("IPO") e de acordo com a sua programação de entregas, a Cyrela deve começar a gerar internamente um volume maior de caixa, visto que uma grande parte dos

projetos lançados em 2007 e 2008 será entregue a seus compradores e parte deles será convertida em caixa. Esperamos que a empresa utilize parte deste caixa para construir um colchão de liquidez mais forte para enfrentar confortavelmente uma eventual desaceleração econômica na indústria de construção residencial ou pagar parte de sua dívida corporativa não relacionada à construção, e desalavancar seu balanço patrimonial.

No final de março de 2011, a Cyrela tinha cerca de BRL 1,2 bilhão (BRL 1,7 bilhão pro-forma) em caixa e títulos negociáveis em seu balanço patrimonial. Com BRL 1,2 bilhão em dívidas de curto prazo e um consumo de capital de giro de aproximadamente BRL 1,7 bilhão nos últimos doze meses findos em 31 de março de 2011, o nível de caixa disponível parece baixo, visto que a Cyrela não tem linhas de crédito compromissadas que sejam suficientes para financiar a construção de todos os projetos já lançados pela empresa. Os empréstimos SFH são atrelados à construção de um projeto específico e liquidados uma vez que as chaves são entregues aos compradores.

Outra fonte de captação é BRL 1,7 bilhão em recebíveis provenientes de unidades acabadas que a Cyrela tem em seu balanço e que pode ser securitizado a critério da empresa.

A emissão proposta de títulos sem garantia de ativos reais será estruturalmente subordinada à dívida garantida existente da Cyrela. Apesar da subordinação, os títulos receberam ratings no mesmo nível do rating corporativo da Cyrela, dada a elevada quantidade de ativos não dados em garantia que, em caso de default, deveriam fornecer uma boa recuperação para os instrumentos sem garantia de ativos reais. Em 31 de março de 2011, e pro-forma para a nova transação, 48% da dívida existente da Cyrela são garantidos por ativos, principalmente recebíveis de projetos de construção em desenvolvimento.

Os recursos advindos das debêntures propostas serão utilizados na aquisição de terrenos principalmente na região de São Paulo, onde os terrenos estão se tornando mais escassos e difíceis de serem adquiridos através de contratos de permuta. Os recursos também serão utilizados para necessidades de capital de giro e reforço da posição de caixa da empresa.

Uma mudança significativa na proporção da dívida garantida em relação às dívidas sem garantia de ativos reais, ou uma queda na quantidade de ativos não dados em garantia que poderiam ser utilizados para amortizar as debêntures sem garantia de ativos reais, poderiam resultar em um rebaixamento dos ratings sem garantia de ativos reais da Cyrela.

Aperspectiva estável supõe que a Cyrela manterá uma posição de liquidez confortável para realizar seu plano de crescimento, ao mesmo tempo em que preservará um saldo de caixa mínimo em seu balanço patrimonial para enfrentar cenários econômicos mais fracos e condições mais difíceis no mercado de capitais.

O rating ou a perspectiva da Cyrela poderão sofrer pressão positiva se a empresa melhorar seus indicadores de crédito baseados em fluxo de caixa, através de menores exigências de capital de giro ao longo do tempo. Adisponibilidade de financiamento em estágios menos avançados do processo de construção, comum nos segmentos de baixa renda nos quais a empresa está ampliando sua participação, será um fator importante para a capacidade da Cyrela de reduzir seus investimentos em capital de giro. Quantitativamente, uma pressão positiva poderia surgir de fluxo de caixa de operações sustentavelmente positivo, dívida total sobre capitalização abaixo de 40% (46,9% pro-forma para as novas debêntures no final de março de 2011) e cobertura de juros (EBIT / Juros) acima de 6 vezes (2,4 vezes nos últimos doze meses findos em 31 de março de 2011), em uma base sustentável.

Os ratings da Cyrela poderão ser rebaixados caso a Dívida Total sobre Capitalização seja sustentada acima de 50% ou no caso de uma significativa deterioração na qualidade de seus recebíveis. Um rebaixamento também poderia ser desencadeado pela deterioração do perfil de liquidez da Cyrela, devido a uma redução na disponibilidade e prontidão das linhas de crédito que a empresa tem com bancos comerciais através do SFH. Uma pressão negativa também poderia surgir se a empresa não for capaz de reverter a tendência de queda das margens observada nos últimos trimestres.

A principal metodologia utilizada no processo de rating foi a "Moody's Global Homebuilding Industry" publicada em março de 2009. Outras metodologias utilizadas incluem a "Given Default for Speculative Grade Issuers in the US, Canada, and EMEA", publicada em junho de 2009.

Os Ratings em Escala Nacional da Moody's (NSRs) têm o intuito de serem avaliações relativas da idoneidade creditícia entre as emissões de dívida e os emissores de um dado país, a fim de permitir que os participantes do mercado diferenciem melhor os riscos relativos. Os NSRs são diferentes dos ratings globais da Moody's pois não são globalmente comparáveis ao universo global de entidades classificadas pela Moody's, mas apenas a NSRs de outras emissões e emissores classificados no mesmo país. Os NSRs são designados por um modificador ".nn" que indica o país relevante, como ".br" no caso do Brasil. Para maiores informações sobre a abordagem da Moody's para ratings na escala nacional, consulte as Diretrizes para Implementação de Ratings da Moody's publicadas em agosto de 2010 sob o título "Mapeamento dos Ratings na Escala Nacional da Moody's para Ratings na Escala Global" ("Mapping Moody's National Scale Ratings to Global Scale Ratings").

Sediada em São Paulo, Brasil, e fundada em 1962, a Cyrela é uma das maiores construtoras integradas do Brasil, e também uma das mais diversificadas em termos de oferta de produtos para diferentes rendas e regiões geográficas, operando em 67 cidades e 17 diferentes Estados do Brasil. A Cyrela reportou receitas líquidas de BRL 5,0 bilhões (USD 3,2 bilhões) nos doze últimos meses findos em 31 de março de 2011.

DIVULGAÇÕES REGULATÓRIAS

As fontes de informação utilizadas na elaboração do rating de crédito são as seguintes: partes envolvidas nos ratings, partes não envolvidas nos ratings, informações públicas, e informações confidenciais e de propriedade da Moody's Investors Service.

AMoody's Investors Service considera a qualidade das informações disponíveis sobre o emissor ou obrigação como sendo

satisfatória ao processo de manutenção do rating de crédito.

AMbody's adota todas as medidas necessárias para que as informações utilizadas na atribuição de ratings seja de qualidade suficiente e proveniente de fontes que a Moody's considera confiáveis incluindo, quando apropriado, fontes de terceiros. No entanto, a Moody's não realiza serviços de auditoria, e não pode realizar, em todos os casos, verificação ou confirmação independente das informações recebidas nos processos de rating.

Consulte a aba de ratings na página do emissor/entidade no Moodys.com para visualizar o histórico e a última ação de rating deste emissor.

Adata em que alguns Ratings de Crédito foram atribuídos pela primeira vez diz respeito a uma época em que os ratings da Moody's Investors Service não eram integralmente digitalizados e pode ser que os dados precisos não estejam disponíveis. Consequentemente, a Moody's Investors Service fornece uma data que acredita ser a mais confiável e precisa com base nas informações disponíveis. Consulte a página de divulgação de ratings em nosso website www.moodys.com para obter maiores informações.

Consulte a página de Política de Crédito (Credit Policy) no moodys.com para ter acesso às metodologias utilizadas na determinação dos ratings, mais informações sobre o significado de cada categoria de rating e a definição de default e recuperação.

Sao Paulo
Marcos Schmidt
Analyst
Corporate Finance Group
Moody's America Latina Ltda.
JOURNALISTS: 800-891-2518
SUBSCRIBERS: 55-11-3043-7300

New York
Brian Oak
MD - Corporate Finance
Corporate Finance Group
Moody's Investors Service
JOURNALISTS: 212-553-0376
SUBSCRIBERS: 212-553-1653

Moody's America Latina Ltda.
Avenida Nacoes Unidas, 12.551
16th Floor, Room 1601
Sao Paulo, SP 04578-903
Brazil
JOURNALISTS: 800-891-2518
SUBSCRIBERS: 55-11-3043-7300



© 2011 Moody's Investors Service, Inc. and/or its licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ARE MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC.'S ("MIS") CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES. MIS DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL, FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. CREDIT RATINGS DO NOT CONSTITUTE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND CREDIT RATINGS ARE NOT RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. CREDIT RATINGS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MIS ISSUES ITS CREDIT RATINGS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT. All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources Moody's considers to be reliable, including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an

auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process. Under no circumstances shall MOODY'S have any liability to any person or entity for (a) any loss or damage in whole or in part caused by, resulting from, or relating to, any error (negligent or otherwise) or other circumstance or contingency within or outside the control of MOODY'S or any of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, analysis, interpretation, communication, publication or delivery of any such information, or (b) any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including without limitation, lost profits), even if MOODY'S is advised in advance of the possibility of such damages, resulting from the use of or inability to use, any such information. The ratings, financial reporting analysis, projections, and other observations, if any, constituting part of the information contained herein are, and must be construed solely as, statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell or hold any securities. Each user of the information contained herein must make its own study and evaluation of each security it may consider purchasing, holding or selling. NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

MIS, a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MIS have, prior to assignment of any rating, agreed to pay to MIS for appraisal and rating services rendered by it fees ranging from \$1,500 to approximately \$2,500,000. MCO and MIS also maintain policies and procedures to address the independence of MIS's ratings and rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold ratings from MIS and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody's.com under the heading "Shareholder Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Any publication into Australia of this document is by MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657, which holds Australian Financial Services License no. 336969. This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001.

Notwithstanding the foregoing, credit ratings assigned on and after October 1, 2010 by Moody's Japan K.K. ("MJKK") are MJKK's current opinions of the relative future credit risk of entities, credit commitments, or debt or debt-like securities. In such a case, "MIS" in the foregoing statements shall be deemed to be replaced with "MJKK". MJKK is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO.

This credit rating is an opinion as to the creditworthiness or a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors. It would be dangerous for retail investors to make any investment decision based on this credit rating. If in doubt you should contact your financial or other professional adviser.