

Ratings 'BB-' e 'brAAA' da Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações reafirmados; perspectiva permanece estável

Analista principal:

Bruno Ferreira, São Paulo, 55 (11) 3039 9779, bruno.ferreira@spglobal.com

Contato analítico adicional:

Luísa Vilhena, São Paulo, 55 (11) 3039-9727, luisa.vilhena@spglobal.com

Líder do comitê de rating:

Luísa Vilhena, São Paulo, 55 (11) 3039-9727, luisa.vilhena@spglobal.com

Resumo da Ação de Rating

- Esperamos que a incorporadora brasileira de imóveis residenciais Cyrela mantenha uma sólida geração de fluxo de caixa nos próximos trimestres, em meio à crescente demanda por imóveis residenciais.
- Também esperamos que a empresa mantenha a alavancagem relativamente estável, distribuindo o caixa excedente como dividendos.
- Reafirmamos os ratings de crédito de emissor de longo prazo 'BB-' na escala global e 'brAAA' na Escala Nacional Brasil da empresa.
- A perspectiva estável reflete nossa visão de que a Cyrela aumentará os lançamentos a um ritmo moderado, enquanto também se concentra na venda de seus estoques. Esperamos ainda um índice de dívida sobre capital abaixo de 25% e de geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida consistentemente acima de 12% nos próximos 12 a 18 meses.

Fundamento da Ação de Rating

São Paulo (S&P Global Ratings), 29 de novembro de 2018 – A S&P Global Ratings reafirmou hoje seus ratings de crédito de emissor de longo prazo 'BB-' na escala global e 'brAAA' na Escala Nacional Brasil atribuídos à **Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações** (Cyrela). A perspectiva dos ratings em ambas as escalas é estável.

A reafirmação reflete nossa expectativa de que a Cyrela manterá sólidos fluxos de caixa nos próximos trimestres. Acreditamos que a melhora na confiança do consumidor, aliada às taxas de juros dos empréstimos bancários mais baixas, deve impulsionar a demanda por imóveis residenciais. Nesse

cenário, esperamos que o valor geral de vendas dos lançamentos da Cyrela cresça anualmente cerca de 15% até 2020. Embora o aumento nos lançamentos demandará gradualmente um maior nível de capital do que nos últimos anos, acreditamos que a geração de caixa das vendas proveniente dos atuais estoques e a velocidade adequada de vendas compensem esse fator.

Em nossa opinião, a diversificação de receitas da Cyrela entre segmentos de baixa, alta e média renda deve lhe possibilitar menor volatilidade comparado a seus pares domésticos, porque a empresa pode ajustar seu mix de produtos dependendo das condições da indústria. Por exemplo, nos primeiros nove meses de 2018, seus lançamentos no programa governamental habitacional de baixa renda Minha Casa Minha Vida (MCMV) representaram 47% de seu volume total de lançamentos, percentual acima da média de 30%. Dado que o MCMV tem sido mais resiliente à fraca economia brasileira nos últimos anos e possui um menor nível de distratos comparado aos segmentos de média e alta renda, acreditamos que a Cyrela se beneficiará da maior previsibilidade de rendimentos.

O FFO gerado pela Cyrela em 2018 tem sido pressionado principalmente pelas despesas reparatórias no projeto São Luís de R\$ 94 milhões e pelas taxas de distratos ainda relativamente altas. Como não esperamos outras provisões significativas a partir de 2019 e acreditamos que os distratos se reduzirão a um nível inferior a R\$ 650 milhões em 2019, ante R\$ 1,8 bilhão em 2017, é provável que o FFO seja mais alto. Isso resultaria em um índice de FFO sobre dívida mais forte, acima de 15%, versus cerca de 13% em 2017 e 2018. E embora esse índice atualmente esteja de certa forma fraco para o nível de rating, o consumo de caixa relativamente baixo da empresa para aquisição de terrenos e sua abordagem prudente com relação à alavancagem, com manutenção do índice de dívida sobre capital abaixo de 25%, mitigam esse risco.

Os ratings da Cyrela permanecem limitados por aqueles atribuídos ao Brasil na escala global (BB-/Estável/B). Aplicamos um teste de estresse à empresa utilizando um cenário de default hipotético do governo soberano brasileiro, no qual acreditamos que a empresa não possuiria fontes de caixa suficientes para cobrir suas obrigações. Como a indústria de imóveis residenciais é altamente correlacionada e sensível às condições macroeconômicas e as incorporadoras dependem do setor bancário, que oferece financiamento tanto para as incorporadoras quanto para os clientes, acreditamos que as operações das incorporadoras enfrentariam significativos gargalos durante um estresse financeiro (*distress*) do governo soberano.

Perspectiva

A perspectiva estável reflete nossa visão de que a Cyrela continuará gerando sólidos fluxos de caixa operacionais, enquanto mantém seu foco na venda de estoques e no aumento de lançamentos a um ritmo moderado. A perspectiva também reflete nossa expectativa de que a Cyrela manterá uma política de dividendos discricionária, com pagamentos baseados em sua geração de fluxo de caixa. Portanto, esperamos que o índice de dívida sobre capital da empresa fique abaixo de 25% nos próximos 12-18 meses e que o FFO sobre dívida fique consistentemente acima de 12%.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar os ratings da Cyrela se realizarmos a mesma ação nos ratings do Brasil. Também poderemos rebaixar os ratings da empresa nos próximos 12 meses se ela apresentar métricas de crédito consistentemente mais baixas, como FFO sobre dívida abaixo de 12% e dívida sobre capital acima de 40%. Isso poderia resultar de condições de negócios mais fracas, como um maior nível de distratos, o

que exigiria que a empresa aplicasse descontos significativos nos estoques, custos excedentes de obra (*overruns*) e provisões significativas, ou de ritmo de vendas mais lento, o que, em última instância, afetaria a geração de caixa.

Cenário de elevação

Uma elevação é improvável nos próximos 12 meses porque atualmente não acreditamos que a Cyrela passaria no teste de estresse para ser avaliada acima do rating soberano. Porém, poderemos elevar os ratings se realizarmos a mesma ação nos ratings do país.

Descrição da empresa

A Cyrela é uma das maiores incorporadoras de imóveis residenciais no Brasil, atuando tanto de forma independente quanto por meio de parcerias. Além disso, conta com operações diversificadas em termos de mercados, operando nos segmentos de baixa, média e alta renda. Nos primeiros nove meses de 2018, a Cyrela reportou um valor total de vendas contratadas de R\$ 2,2 bilhões e vendas líquidas de R\$ 2,6 bilhões nos últimos doze meses findos em 30 de setembro de 2018.

Nosso cenário-base

Em nosso cenário-base consideramos:

- Crescimento do PIB do Brasil de 1,4% em 2018, 2,4% em 2019 e 2,5% em 2020;
- Taxa de inflação no Brasil de 4,4% em 2018, 4,1% em 2019 e 4,0% em 2020;
- Taxa básica de juros (média) de 6,5% em 2018, 7,5% em 2019 e 8,5% em 2020;
- Lançamentos de R\$ 2,4 bilhões em valor geral de vendas (*PSV - potential sales value*) em 2018, aumentando para R\$ 2,8 bilhões em 2019 e para R\$ 3,2 bilhões em 2020. Isso reflete nossa expectativa da recuperação da demanda alinhada à confiança do consumidor;
- Distratos atingindo cerca de R\$ 980 milhões em 2018 e abaixo de R\$ 650 milhões em 2019; Essa queda em 2019 reflete o menor nível de entregas e as melhores condições de mercado;
- Receitas líquidas de R\$ 2,6 bilhões em 2018, cerca de R\$ 3,0 bilhões em 2019 e R\$ 3,3 bilhões em 2020;
- Margem bruta entre 33%-35% nos próximos anos, com tendência de melhora em razão da queda nos distratos e nas necessidades de descontos devido à redução dos estoques de unidades acabadas;
- Desembolso de caixa relacionado às despesas reparatórias pontuais (projetos Grand Park e São Luís) de aproximadamente R\$ 100 milhões em 2019;
- Fluxo de caixa operacional anual em torno de R\$ 1,1 bilhão-R\$ 1,2 bilhão para o período de 2018-2020, incorporando crescentes entradas de fluxos de caixa oriundos dos lançamentos e vendas de estoques, e menores níveis de desembolso de caixa para aquisição de terrenos;
- A partir de 2019, consideramos que a empresa distribuirá 75% de seu fluxo de caixa operacional livre (*FOCF - free operating cash flow*) como dividendos, presumindo que a Cyrela manterá a alavancagem estável e a liquidez confortável;
- Dívida bruta perto de R\$ 2,8 bilhões em 2018, se reduzindo para cerca de R\$ 2,35 bilhões até 2020, considerando algumas amortizações com geração de caixa e novas dívidas para financiar projetos futuros.

Essas premissas resultaram nas seguintes métricas de crédito:

- FFO sobre dívida entre 12%-15% em 2018, 15%-18% em 2019 e acima de 30% em 2020, comparado com 13,2% em 2017;
- Fluxo de caixa operacional (OCF - *operating cash flow*) sobre dívida superior a 55% nos próximos anos, ante 30,7% em 2017;
- Dívida sobre capital em torno de 20%-25% nos próximos anos, versus 22,9% em 2017.

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Cyrela como adequada, uma vez que esperamos que as fontes de caixa da empresa excedam confortavelmente os usos em mais de 20% nos próximos 12 meses e que as fontes excedam os usos mesmo que o EBITDA se reduza 30% em relação a nossa projeção. A Cyrela possui um sólido relacionamento com os bancos e acesso satisfatório aos mercados de capitais locais, e esperamos que mantenha um amplo colchão para suas cláusulas contratuais restritivas (*covenants*).

Principais usos de liquidez:

- Posição de caixa de R\$ 2 bilhões em 30 de setembro de 2018;
- FFO projetado em torno de R\$ 100 milhões nos próximos 12 meses;
- Entradas de capital de giro projetadas em torno de R\$ 1 bilhão nos próximos 12 meses;
- Empréstimos para projetos contratados ainda não liberados de R\$ 174 milhões.

Principais usos de liquidez:

- Dívida de curto prazo de R\$ 884 milhões em 30 de setembro de 2018;
- Investimentos (capex) de R\$ 45 milhões durante os próximos 12 meses;
- Pagamentos referentes à aquisição de terrenos de R\$ 280 milhões nos próximos 12 meses;
- Necessidades de capital de giro sazonais de aproximadamente R\$ 220 milhões anualmente;
- Pagamento de dividendos de cerca de R\$ 800 milhões durante os próximos 12 meses.

Covenants

Os contratos de empréstimos da Cyrela estabelecem vários *covenants*, incluindo um índice de dívida ajustada líquida sobre capital máximo de 0,7x; recebíveis (incluindo imóveis a comercializar) sobre dívida ajustada líquida mínimo de 1,5x; e EBIT sobre despesas com juros líquidas acima de 1,5x (ou abaixo de 0).

Em 30 de setembro de 2018, a empresa cumpria esses *covenants* com folga, e esperamos que isso se mantenha nos próximos dois anos.

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES

Ratings de Crédito de Emissor	
Escala global	BB-/Estável/--
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Risco de negócios	
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Moderadamente alto
Posição competitiva	Regular
Risco financeiro	
Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
Âncora	bb
Modificadores:	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutra (sem impacto)
Estrutura de capital	Neutra (sem impacto)
Liquidez	Adequada (sem impacto)
Política financeira	Neutra (sem impacto)
Administração e governança	Satisfatória (sem impacto)
Análise de ratings comparáveis	Neutra (sem impacto)
SACP (Perfil de Crédito Individual)	bb

Certos termos utilizados neste relatório, particularmente certos adjetivos usados para expressar nossa visão sobre os fatores que são relevantes para os ratings, têm significados específicos que lhes são atribuídos em nossos critérios, por isso devem ser lidos em conjunto com tais critérios. Por favor, veja os critérios de rating em www.standardandpoors.com.br para mais informações.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Principais Fatores de Crédito para a Indústria de Construção Residencial e Desenvolvimento Imobiliário](#), 3 de fevereiro de 2014
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério geral: Metodologia de rating de grupo](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009

LISTA DE RATINGS

Ratings Reafirmados

CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES

Ratings de Crédito de Emissor

Escala global

Moeda estrangeira

BB-/Estável/--

Moeda local

BB-/Estável/--

Escala Nacional Brasil

brAAA/Estável/--

EMISSOR

DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL

DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE RATING

CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES

Ratings de Crédito de Emissor

Escala global

Moeda estrangeira

05 de junho de 2007

12 de janeiro de 2018

Moeda local

05 de junho de 2007

12 de janeiro de 2018

Escala Nacional Brasil

19 de março de 2007

11 de julho de 2018

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS ADICIONAIS

Outros serviços fornecidos ao emissor

Não há outros serviços prestados a este emissor.

Atributos e limitações do rating de crédito

A S&P Global Ratings utiliza informações em suas análises de crédito provenientes de fontes consideradas confiáveis, incluindo aquelas fornecidas pelo emissor. A S&P Global Ratings não realiza auditorias ou quaisquer processos de *due diligence* ou de verificação independente da informação recebida do emissor ou de terceiros em conexão com seus processos de rating de crédito ou de monitoramento dos ratings atribuídos. A S&P Global Ratings não verifica a completude e a precisão das informações que recebe. A informação que nos é fornecida pode, de fato, conter imprecisões ou omissões que possam ser relevantes para a análise de crédito de rating.

Em conexão com a análise deste (s) rating (s) de crédito, a S&P Global Ratings acredita que há informação suficiente e de qualidade satisfatória de maneira a permitir-lhe ter uma opinião de rating de crédito. A atribuição de um rating de crédito para um emissor ou emissão pela S&P Global Ratings não deve ser vista como uma garantia da precisão, completude ou tempestividade da (i) informação na qual a S&P Global Ratings se baseou em conexão com o rating de crédito ou (ii) dos resultados que possam ser obtidos por meio da utilização do rating de crédito ou de informações relacionadas.

Fontes de informação

Para atribuição e monitoramento de seus ratings a S&P Global Ratings utiliza, de acordo com o tipo de emissor/emissão, informações recebidas dos emissores e/ou de seus agentes e conselheiros, inclusive, balanços financeiros auditados do Ano Fiscal, informações financeiras trimestrais, informações corporativas, prospectos e outros materiais oferecidos, informações históricas e projetadas recebidas durante as reuniões com a administração dos emissores, bem como os relatórios de análises dos aspectos econômico-financeiros (MD&A) e similares da entidade avaliada e/ou de sua matriz. Além disso, utilizamos informações de domínio público, incluindo informações publicadas pelos reguladores de valores mobiliários, do setor bancário, de seguros e ou outros reguladores, bolsas de valores, e outras fontes públicas, bem como de serviços de informações de mercado nacionais e internacionais.

Aviso de ratings ao emissor

O aviso da S&P Global Ratings para os emissores em relação ao rating atribuído é abordado na política [“Notificações ao Emissor \(incluindo Apelações\)”](#).

Frequência de revisão de atribuição de ratings

O monitoramento da S&P Global Ratings de seus ratings de crédito é abordado em:

- [Descrição Geral do Processo de Ratings de Crédito \(seção de Revisão de Ratings de Crédito\)](#)
- [Política de Monitoramento](#)

Conflitos de interesse potenciais da S&P Global Ratings

A S&P Global Ratings publica a lista de conflitos de interesse reais ou potenciais em [“Conflitos de Interesse — Instrução Nº 521/2012, Artigo 16 XII”](#) seção em www.standardandpoors.com.br.

Faixa limite de 5%

A S&P Global Ratings Brasil publica em seu Formulário de Referência apresentado em http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/regulatory/disclosures o nome das entidades responsáveis por mais de 5% de suas receitas anuais.

Copyright© 2018 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, completude, 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 COMERCIALIZABILIDADE, 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 sites na www.standardandpoors.com (gratuito), e 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.

Austrália

Standard & Poor's (Austrália) Pty. Ltd. conta com uma licença de serviços financeiros número 337565 de acordo com o Corporations Act 2001. Os ratings de crédito da Standard & Poor's e pesquisas relacionadas não tem como objetivo e não podem ser distribuídas a nenhuma pessoa na Austrália que não seja um cliente pessoa jurídica (como definido no Capítulo 7 do Corporations Act).