

# Cyrela

24 de Março de 2017

## Resultado 4T16 e atualização de preços: menor LPA e desempenho econômico-financeiro pressionado; Forte geração de caixa como principal boa notícia

A Cyrela apresentou resultados neutros no 4T16 em nossa opinião. Por um lado, a empresa apresentou um forte desempenho operacional, com maior velocidade de vendas e vendas robustas de estoque, especialmente unidades concluídas (representando 26% do total de vendas). Por outro lado, apesar da forte geração de caixa, o desempenho econômico-financeiro apresentou números fracos, destacando-se a menor margem bruta, maiores contingências e itens não recorrentes que resultaram em menor lucro por ação (LPA) de R\$ 0,08 (-69 % a/a).

**Destques operacionais.** A Cyrela apresentou fortes resultados operacionais no 4T16. Os lançamentos atingiram R\$ 1 bilhão (+ 301% t/t e + 58% a/a), totalizando R\$ 2,2 bilhões em 2016 (-7% a/a). As vendas atingiram R\$ 856 milhões (+ 105% t/t e + 32% a/a), totalizando 2,1 bilhões em 2016 (-19% a/a). A velocidade de vendas neste trimestre atingiu 14%, ante 7% no 3T16, tornando este trimestre o mais forte no ano. Destacamos também o forte volume de vendas de estoques: R\$ 359 milhões, um crescimento de 66% em relação aos R\$ 217 milhões vendidos no 3T16. No entanto, a *duration* do estoque ainda é muito alta, atualmente em 30 meses. Em resumo, o 4T16 apresentou números operacionais robustos em um ano com vários desafios para o segmento.

**Desempenho econômico e financeiro.** A receita líquida atingiu R\$ 919 milhões, + 11% t/t, afetada pelo maior volume de vendas. No entanto, em 2016, a receita líquida diminuiu 26% a/a, afetada pela queda de 19% a/a nas vendas. A margem bruta diminuiu 290 p.p. para 28,8%, influenciada pelos descontos e operações de venda/distrato de terrenos no 4T16. Em 2016, as despesas com vendas diminuíram 13%, enquanto as despesas G&A aumentaram 6,4% (os pagamentos de indenização causaram o maior impacto). A Cyrela apurou o valor justo da compra de sua participação na Tecnisa, afetando positivamente seus resultados em R\$ 11 milhões (um aumento relacionado ao valor justo compensou o resultado negativo de R\$ 34 milhões resultante do 4T16 da Tecnisa). Esse impacto, junto com maiores contingências (R\$ 39 milhões) e resultados financeiros líquidos neutros, levaram a um lucro líquido de R\$ 31 milhões (+ 114% t/t, -68% a/a). A geração de caixa veio forte, em R\$ 156 milhões, afetada pela redução de 6,5% t/t dos recebíveis líquidos, para R\$ 3,2 bilhões, o que consideramos o principal destaque deste trimestre.

**Conclusão.** A Cyrela apresentou resultados neutros no 4T16, com fortes dados operacionais e desempenho econômico-financeiro fraco. Neste trimestre, a receita líquida foi positivamente afetada pelo forte volume de vendas de estoques (devido ao maior reconhecimento de POC), embora os fatores acima mencionados tenham levado a menores margens e LPA comprimido. Esperamos que 2017 seja um ano com forte geração de caixa para a Cyrela, dado o alto volume de entregas e a expectativa de menores custos a incorrer. No entanto, apesar dessa perspectiva, não vemos condições para que CYRE3 melhore sua rentabilidade no curto prazo. O ROE UDM atingiu 2,4% no 4T16 (-117 bps t/t, -531 bps a/a), e nosso modelo prevê um ROE médio de 3,7% para o período entre 2017 e 2019. Considerando-se o P/BV atual de 0,8x e o ROE mencionado, consideramos Cyrela cara no momento. Revisamos nosso modelo e mudamos nossa recomendação para Underperform (antes em Market Perform), com o novo preço alvo de R\$ 11,20 para 12/2017 (anteriormente R\$ 10,30), conforme detalhado nas próximas páginas.

R\$ Milhões	4T16	A/A	T/T	2016	A/A
VGVL Lançado	1.038,0	+57,5%	+301,0%	2.200,7	-6,7%
Vendas Contratadas	856,0	+31,7%	+105,1%	2.130,5	-19,2%
Receita Líquida	919,0	-10,8%	+11,4%	3.195,5	-26,4%
Lucro Bruto	265,0	-24,0%	+1,4%	1.062,6	-29,3%
Margem Bruta (%)	28,8%	-5,0 p.p.	-2,9 p.p.	33,3%	-1,4 p.p.
EBITDA	95,0	-34,0%	+37,7%	344,0	-54,0%
Margem EBITDA (%)	10,3%	-3,6 p.p.	+2,0 p.p.	10,8%	-6,5 p.p.
Lucro Líquido	31,0	-68,4%	+114,6%	151,4	-66,2%
Margem Líquida (%)	3,4%	-6,1 p.p.	+1,6 p.p.	4,7%	-5,6 p.p.

Endividamento (R\$ Milhões)	4T16	A/A	T/T
Dívida Bruta	3.396	-9,2%	-1,1%
Dívida Líquida	1.698	7,1%	-8,4%
Dívida Líquida / EBITDA	4,9x	2,8x	0,2x
Dívida CP / Dívida Bruta	32,5%	-0,4 p.p.	-3,8 p.p.
Dívida Bruta / PL	25,1%	-1,8 p.p.	-2,3 p.p.

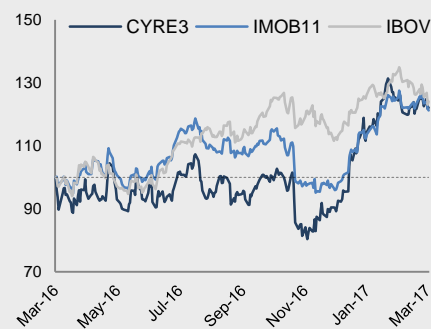
Fonte: Cyrela e BB Investimentos

### Construção Civil

Daniel Cobucci, CNPI  
Analista Sênior  
cobucci@bb.com.br

Georgia Jorge  
Analista Sênior  
georgiadaj@bb.com.br

CYRE3	Underform
Preço em 23/03/2017 (R\$)	13,00
Preço para 12/2017 (R\$)	11,20
Upside	-13,8%
Market Cap (R\$ milhões)	4.235
Varição 1 mês	-1,7%
Varição 12 meses	40,6%
Varição 2017	26,6%
Mín. 52 sem.	8,59
Máx. 52 sem.	14,50



Fonte: Economatica e BB Investimentos

**Valuation.** Nós atualizamos nossas estimativas para CYRE3, com novo preço de alvo de R\$ 11,20 para 12/2017 (ante R\$ 10,30). O preço deriva de um modelo de fluxo de caixa descontado, em termos nominais, com uma taxa de crescimento na perpetuidade (g) de 4,1% e WACC de 12,7%.

Valor Total para a Firma (R\$ milhões)		Premissas	
VP do FCFF	4.226	Beta	0.99
VP da Perpetuidade	3.223	WACC	12,7%
Número de ações (mi)	1.003	D/(D+E)	30%
Dívida Líquida	381,6	Taxa livre de risco	4,9%
Valor para os acionistas	53	Prêmio de Mercado	4,6%
Valor justo por ação ordinária (R\$)	4.280	Crescimento perpetuidade	4,1%
	11,20		

Fonte: BB Investimentos

DRE	2015	2016e	2017e	2018e
Receita Líquida	4,341	3,126	3,160	3,196
Lucro Bruto	1,503	1,016	1,017	1,051
Despesas operacionais	830	795	752	761
Vendas	460	400	395	400
Gerais e administrativas	412	406	401	406
Equivalência Patrimonial	(74)	(34)	(63)	(64)
Outras despesas (receitas) operacionais	32	23	19	19
EBIT	673	221	265	290
Receita Financeira	331	313	322	314
Despesa Financeira	(313)	(228)	(210)	(190)
EBITDA	731	284	333	363
Resultado Líquido	448	155	227	255

Fonte: Cyrela e BB Investimentos

Índices	2015	2016e	2017e	2018e
Margem Bruta (%)	34.6%	32.5%	32.2%	32.9%
Margem EBITDA (%)	16.8%	9.1%	10.5%	11.4%
Margem Líquida (%)	10.3%	5.0%	7.2%	8.0%
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (%)	6.9%	2.3%	3.3%	3.6%
EBITDA	731.3	283.6	332.6	362.8
Dívida Bruta	3,741.6	3,759.1	3,403.2	3,075.7
Dívida Líquida	1,587.2	1,120.8	(53.5)	(482.5)
Dívida Líquida/ Patrimônio Líquido (%)	23.8%	16.5%	-0.8%	-6.8%
EV/EBITDA - Valor de Mercado	7.35	18.96	16.16	14.82
EV/EBITDA - Valor Potencial	5.78	14.90	12.71	11.65
LPA (R\$)	1.18	0.41	0.59	0.67
P/E (x)	11.9	34.3	23.5	20.9
P/E target (x)	9.6	27.5	18.9	16.8
P/BV (x)	0.83	0.81	0.79	0.79
P/BV target (x)	0.66	0.65	0.64	0.64

Fonte: Cyrela e BB Investimentos

Balço Patrimonial Sintético	2015	2016e	2017e	2018e
Ativo total	12,730	12,729	12,612	12,469
Ativo Circulante	8,439	9,132	8,950	8,774
Ativo não circulante	3,013	3,079	2,875	2,683
Ativo Permanente	971	943	911	880
Passivo total	12,730	12,729	12,612	12,469
Passivo Circulante	3,038	2,853	2,766	2,682
Passivo não circulante	3,013	3,079	2,875	2,683
Patrimônio Líquido	6,679	6,797	6,970	7,104

## Análise de sensibilidade

	Preço-alvo				
	11.7%	12.2%	12.7%	13.2%	13.7%
3.1%	11.6	11.2	10.9	10.6	10.4
3.6%	11.8	11.4	11.1	10.7	10.5
4.1%	12.0	11.6	<b>11.2</b>	10.9	10.6
4.6%	12.2	11.8	11.4	11.0	10.7
5.1%	12.5	12.0	11.6	11.2	10.9

	P/BV				
	11.7%	12.2%	12.7%	13.2%	13.7%
3.1%	0.69x	0.67x	0.65x	0.63x	0.61x
3.6%	0.70x	0.68x	0.65x	0.64x	0.62x
4.1%	0.71x	0.69x	<b>0.66x</b>	0.64x	0.63x
4.6%	0.72x	0.70x	0.67x	0.65x	0.63x
5.1%	0.74x	0.71x	0.69x	0.66x	0.64x

Fonte: BB Investimentos

## INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

### Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analysts	Items		
	3	4	5
Daniel Cobucci	-	-	-
Georgia Jorge	-	-	-

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

6 - As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

### RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.

**BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI**

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar

Rio de Janeiro (RJ) - Brasil

+55 (21) 38083625

<b>Diretor</b>	<b>Gerente Executiva</b>
Fernando Campos	Fernanda Peres Arraes
<b>Equipe de Pesquisa</b>	
<b>Gerente</b> - Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	<b>Analista Chefe</b> - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
<b>Renda Variável</b>	
<b>Agronegócios</b>	<b>Alimentos e Bebidas</b>
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br	Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br
<b>Bancos e Serviços Financeiros</b>	<b>Siderurgia e Mineração</b>
Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	Gabriela Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br	<b>Óleo e Gás</b>
Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br
<b>Bens de Capital</b>	<b>Papel e Celulose</b>
Fabio Cardoso fcardoso@bb.com.br	Gabriela Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
<b>Educação</b>	<b>Imobiliário</b>
Victor Penna victor.penna@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
<b>Utilities</b>	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br	<b>Varejo</b>
Viviane Silva viviane.silva@bb.com.br	Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br
<b>Macroeconomia e Estratégia de Mercado</b>	<b>Transporte e Logística</b>
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br
Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br	<b>Renda Fixa</b>
	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
<b>Equipe de Vendas</b>	<b>Varejo</b>
<b>Investidor Institucional</b>	ações@bb.com.br
bb.distribuicao@bb.com.br	<b>Gerente</b> - Mario D'Amico
<b>Gerente</b> - Antonio Emilio Ruiz	Bruno Henrique de Oliveira
Bianca Onuki Nakazato	Fabiana Regina de Oliveira
Bruno Finotello	
Daniel Frazatti Gallina	
Denise Rédua de Oliveira	
Edger Euber Rodrigues	
Elisangela Pires Chaves	
Fábio Caponi Bertoluci	
Henrique Reis	
Marcela Andressa Pereira	

**BB Securities - Londres**

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

London EC2N 1ER - UK

+44 (207) 3675800

<b>Managing Director</b>	
Admilson Monteiro Garcia	+44 (207) 3675801
<b>Deputy Managing Director</b>	
Selma Cristina da Silva	+44 (207) 3675802
<b>Director of Sales Trading</b>	
Boris Skulczuk	+44 (207) 3675831
<b>Head of Sales</b>	
Nick Demopoulos	+44 (207) 3675832
<b>Institutional Sales</b>	
Annabela Garcia	+44 (207) 3675853
Melton Plumber	+44 (207) 3675843
Renata Kreuzig	+44 (207) 3675833
<b>Trading</b>	
Bruno Fantasia	+44 (207) 3675852
Gianpaolo Rivas	+44 (207) 3675842
<b>Head of M&amp;A</b>	
Paul Hollingworth	+44 (207) 3675851

**Banco do Brasil Securities LLC - Nova Iorque**

535 Madison Avenue 34th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

<b>Managing Director</b>	
Daniel Alves Maria	+1 (646) 845-3710
<b>Deputy Managing Director</b>	
Carla Sarkis Teixeira	+1 (646) 845-3710
<b>Institutional Sales - Equity</b>	
Charles Langalis	+1 (646) 845-3714
<b>Institutional Sales - Fixed Income</b>	
Cassandra Voss	+1 (646) 845-3713
<b>DCM</b>	
Richard Dubbs	+1 (646) 845-3719
<b>Syndicate</b>	
Kristen Tredwell	+1 (646) 845-3717
<b>Sales</b>	
Michelle Malvezzi	+1 (646) 845-3715
Myung Jin Baldini	+1 (646) 845-3718

**BB Securities Asia Pte Ltd - Cingapura**

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

<b>Managing Director</b>	
Marcelo Sobreira	+65 6420-6577
<b>Director, Head of Sales</b>	
José Carlos Reis	+65 6420-6570
<b>Institutional Sales</b>	
Paco Zayco	+65 6420-6571
Zhao Hao	+65 6420-6582