



Caio Farne – CNPI 1668

Código: CYRE3

PERSPECTIVA: NEGATIVA

Preço: R\$ 22,98

Data: 09/03/2021

DADOS DE MERCADO / VALUATION

Valor de Mercado: R\$ 9,2 bilhões

Número de Ações: 399,74 milhões

Mín-Máx (1 Ano): R\$ 11,75 – R\$ 30,23

Valor Justo Estimado: R\$ 8,89 bi

Valor Justo / ação: R\$ 22,23

Potencial de Valorização: **-3,26%**

Potencial de Dividendos: 4,70%

Índice P/L (2020E): 5,31

Índice P/ Valor Patrimonial: 1,42 x

Dívida Líquida/ EBITDA: 0,29x.

ROE: 26,30%

CYRELA (CYRE3)

A Cyrela está entre as maiores incorporadoras do Brasil com atuação mais voltada nos segmentos de alta renda e luxo. Participa de todas as etapas do negócio seja de forma independente ou por meio de parcerias na incorporação, construção, venda e prestação de serviços.

A companhia ainda controla a Cyrela Urbanismo que possui foco em projetos completos para classe média, a Living que atua no segmento super econômico e a Vivaz que opera em parceria com o Programa Minha Casa Minha Vida.



TESE DE INVESTIMENTO:

Como forma de enfrentar a forte crise econômica que atingiu o Brasil nos anos de 2015 e 2016, a Cyrela tomou algumas medidas dentre as quais vale destacar:

- Foco nos segmentos de médio e alto padrão.
- Criação de marcas para atuar em outros segmentos.
- Controle de custo das obras.
- Redução no nível de alavancagem.
- Reestruturação do modelo estratégico com maior foco no crescimento orgânico.
- Passou a privilegiar mais a estrutura própria nas obras.
- Redução no número de funcionários diretos que passou de 1.264 em 2014 para 740 em 2017.

Tais iniciativas somadas com as medidas tomadas pelo novo governo que assumiu após o impeachment da ex – presidente Dilma Roussef, entre elas a Lei dos Distratos, fizeram com que os números da construtora melhorassem consideravelmente conforme podemos ver abaixo:

DRE (R\$ milhões)	2017	2018	2019
Receita Líquida	2.674	3.146	3.931
Lucro Líquido	-95	-84	416

Fonte: <http://bluechipinvest.com.br/exibeAcao/cyre3>



A Lei dos Distratos estabeleceu um novo marco legal para os contratos de compra de imóveis na planta o que promoveu maior segurança jurídica para as incorporadoras já que limitou o valor devolvido pelas incorporadoras para seus clientes, caso o distrato aconteça, ajudando assim na maior previsibilidade do setor.

Contudo, em meados de 2020 veio a crise da pandemia da COVID – 19 que afetou o mundo e fizeram com que diversos países entre eles o Brasil, decretassem lockdown, ou seja, somente atividades consideradas essenciais poderiam funcionar.

Diante disso, a Cyrela tomou as seguintes medidas:

- Postergação da maioria dos lançamentos.
- Emissão em abril de dois novos contratos de empréstimos através de Cédulas de Crédito Bancário (CCB) no valor de R\$ 400 milhões num prazo total de 12 meses.
- Emissão em julho de dois novos contratos de empréstimos no valor de R\$ 270 milhões..
- Emissão via mercado de capitais de um CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários) no valor de R\$ 100 milhões.

As emissões feitas pela companhia tiveram o objetivo de reforçar a liquidez da mesma que foi possível devido a sua confortável situação financeira.

Com isso, vale frisar que apesar de tais emissões, dentre as companhias do setor, a Cyrela continua sendo uma das que possuem a situação financeira mais confortável conforme podemos visualizar abaixo:.



Dívida Bruta / Patr. Liq: (%)	Valor Atual
Cyrela	39,00
Even	52,00
Eztec	0,00
MRV	87,00
Tenda	78,00
Trisul	32,00

Fonte: <http://fundamentus.com.br/resultado.php?setor=10>

Todavia, é importante destacar que a atual sólida situação financeira da Cyrela se deve também ao sucesso dos IPO(s) das Joint Ventures realizadas recentemente pela construtora (3º Trimestre de 2020) que resultou em um impacto positivo no último resultado de aproximadamente R\$ 1,15 bilhões.

Vale dizer, que apesar da atual crise da pandemia da COVID – 19, o setor de construção civil vem apresentando um bom desempenho desde meados de junho passado devido a uma conjunção de fatores favoráveis dentre as quais destacamos:

- Juros baixos (menor da história).
- Déficit habitacional.
- Inflação controlada
- Aumento da confiança devido entre outros fatores, a expectativa de vacinação da população

Devido a isso, a construtora vem apresentando excelente performance operacional como no último resultado trimestral divulgado na qual pode ser evidenciado abaixo:

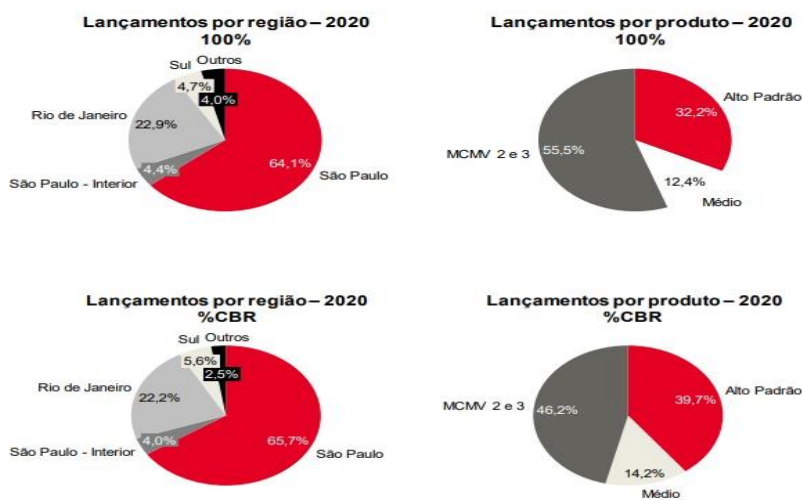


Desempenho Oper. (R\$ bilhões)	3T20	3T19	Var. (%)
Lançamentos	2,60	1,80	45,70%
Vendas Contratadas	2,60	1,60	58,10%

Fonte: <http://ri.cyrela.com.br/>

A boa performance da empresa pode ser explicada ainda pela elevada exposição ao segmento de média e alta renda na região de São Paulo que é uma das regiões mais resilientes durante períodos de estagnação econômica o que faz a incorporadora não sofrer tanto em períodos adversos. Além disso, a companhia possui diversificação já que atua ainda no segmento de baixa renda e em todas as regiões do país.

Dessa forma, será mostrado abaixo os atuais números sobre lançamentos da incorporadora tanto em relação a participação somente dela quanto em relação a participação de terceiros, na qual é constatado que a região de São Paulo tem números bem superiores as demais localidades:



Fonte: <http://ri.cyrela.com.br/>



Em nossa visão, a Cyrela irá continuar se beneficiando do atual ambiente favorável da construção civil, pois a companhia está exposta a todos os segmentos de renda e regiões, e além disso mantém uma confortável situação financeira o que permite alavancar naqueles projetos com potencial de alta rentabilidade.

Preço Justo

Para calcular o preço justo das ações da companhia optamos pelo modelo de fluxo de caixa descontado na qual teve como base a projeção de resultados da companhia até o ano de 2025.

Com base nesse método obtivemos um valor justo para a companhia de R\$ 8,89 bilhões, o que representa um preço-justo de R\$ 22,23 por ação, implicando em um potencial de desvalorização de -3,26% considerando o preço de fechamento das ações da companhia de R\$ 22,98.

Segue abaixo uma tabela com as principais premissas consideradas e o cálculo do valor presente dos fluxos de caixa.



Ke	13,03%
RF	1,37%
(RM-RF)	5,00
Beta	1,49
Risco-Brasil	2,87%
Kd	6,49%

Ano	2020'	2021'	2022'	2023'	2024'	2025'
Inflação EUA	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%
Inflação BR	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%

Com a premissa de que a inflação brasileira será de 4,5% a partir de 2021 até o final da projeção, foi encontrado um wacc (taxa de desconto) de 13,73% em todos anos projetados. Segue abaixo as taxas de desconto encontradas, com seus respectivos fatores de desconto:

Ano	2020'	2021'	2022'	2023'	2024'	2025'
Wacc nominal	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%
Fator de desconto	1,14	1,29	1,47	1,67	1,90	-

Com as taxas de desconto encontradas segue no quadro abaixo os valores presentes dos fluxos de caixa em cada ano:



Período	Valor Presente dos Fluxos de Caixa (R\$ mil)
2020'	R\$ 2.373.769,00
2021'	-R\$ 548.773,00
2022'	R\$ 204.138
2023'	R\$ 298.974
2024'	R\$ 385.208
2025'	R\$ 4.714.728 - (Perpetuidade)

Fluxo Cx R\$ mil	2020'	2021'	2022'	2023'	2024'	2025'
Receita Líq	4.088.055	4.905.666	5.788.686	6.656.988	7.455.827	8.201.410
Ebit	2.199.383	1.079.328	1.405.954	1.697.532	1.975.794	2.255.388
Impostos	21,63%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
Capex	(110.377)	(127.547)	(144.717)	(159.768)	(171.484)	(164.028)
Depreciação	138.233	131.821	139.559	151.684	163.564	163.842
CDG/ Rec.Liq	868.606	(1.426.464)	(622.462)	(612.067)	(563.101)	(525.561)
Fluxo de Cx	2.620.118	(709.834)	300.310	500.221	733.003	962.808

Receita Líquida – Foi previsto para 2020 um crescimento de aproximadamente 4,0% na receita que teve como base a manutenção do crescimento no acumulado do referido ano (9M20) que foi de 2,57% e ainda a retomada com mais vigor da atividade econômica doméstica no final do ano passado que favoreceu o setor de construção civil. Em 2021 esperamos crescimento de 20,0% na receita devido a expectativa de recuperação da atividade econômica brasileira e mundial que virá com as diversas vacinas contra a COVID – 19 que já vem sendo aplicadas nos países, somada ainda com a expectativa de aprovação no congresso das reformas que são essenciais para melhorar as contas públicas do governo brasileiro. A partir de 2022 em diante,



projetamos desacelerações no crescimento até chegar a 10,0% no último ano da projeção (2025).

Margem Ebit – Em 2020 estamos projetando margem ebit de 53,8%, que foi projetado conforme os ganhos que a construtora teve nos IPOs realizados no 3T20 que resultou num impacto positivo de R\$ 1,15 bilhões no resultado do 3T20. Caso excluíssemos esse ganho, o valor projetado para a margem operacional seria de aproximadamente 19,0% em linha com o que fora no acumulado do referido ano. Para os demais anos, projetamos expansão gradual das margens, até chegar a 27,5% no último ano da projeção que virá com o crescimento da receita líquida diluindo assim o custo fixo da empresa e os ganhos de produtividade.

Depreciação – No cálculo da depreciação, utilizamos o valor de aproximadamente 60,0% sobre os ativos imobilizados e intangíveis da empresa, que foi próximo a média dos últimos anos da empresa.

CAPEX – Em relação ao CAPEX, consideramos que em 2020, a companhia investirá o equivalente a 2,7% da receita líquida que foi próximo a média dos últimos anos. Já de 2021 até 2025, estamos prevendo que a empresa terá gradativas reduções na sua política de investimento até chegar a 2,0% da receita líquida no final da projeção já que a companhia alcançará maior nível de maturidade em seus mercados.

Varição da Necessidade de Capital de Giro – Para esta rubrica os valores projetados tiveram como base o Giro dos Estoques, Contas a Receber e a Pagar do último exercício. Isto levou a uma variação de capital de giro de



aproximadamente R\$ 868,6 milhões positivos para 2020, R\$ 1,43 bilhões negativos para 2021 e R\$ 622,5 milhões negativos para 2022. Para os anos seguintes, estamos prevendo que a variação de capital de giro equivalerá a aproximadamente 70,5% da variação da receita, que foi próxima ao patamar do ano anterior (2022).

Impostos – Para a alíquota de Imposto de Renda e Contribuição Social a Pagar usamos o valor de 21,6% para 2020 que foi a mesma usada no acumulado do referido ano e nos demais anos usamos a de 34,0% que é a usual aplicada em nosso país.

PREÇO ALVO – MODELO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (R\$ mil)	
Valor Presente dos Fluxos de Caixa (+)	R\$ 2.643.316
Valor Presente da Perpetuidade (+)	R\$ 4.714.728
Caixa / Aplicações Financeiras	R\$ 1.884.622
Ativos não Operacionais	R\$ 2.078.394
(-) Dívidas Financeiras	(R\$ 2.434.570)
Valor Econômico da Empresa	R\$ 8.886.490
Quantidade de ações (mil)	399.743
Preço – Alvo	R\$ 22,23

Conclusão



Diante do que foi exposto acima recomendamos **MANUTENÇÃO** para as ações da Cyrela (CYRE3), pois apesar dos bons fundamentos da empresa e da conjuntura no setor que tende a permanecer favorável nos próximos anos, tais aspectos já estão refletidos no atual preço das suas ações que está próximo ao preço – alvo encontrado.

Vale ressaltar como pontos positivos da empresa: **i)** Crescimento do PIB impulsiona o setor de construção civil **ii)** Baixo nível de alavancagem detendo assim uma confortável situação financeira; **iii)** Os recentes IPOs tendem a levar a um robusto pagamento de dividendos no curto prazo ; **iv)** O segmento em que atua, média e alta renda principalmente na região de São Paulo mostrou maior resiliência na atual crise da pandemia da COVID -19 ; **v)** Possui atuação em todos os segmentos econômicos o que mitiga os riscos de concentração.

Sobre os riscos (pontos negativos), relacionamos os seguintes; **i)** Recessão econômica compromete o desempenho operacional devido a alta correção que a construção civil possui com o PIB doméstico ; **ii)** Concentração elevada na região de São Paulo ; **iii)** Suas ações estão negociadas próximas ao preço – justo encontrado.



Quadro Financeiro

DRE (R\$ mil)	2020'	2021'	2022'
Receita Líquida	4.088.055	4.905.666	5.788.686
CPV	(2.738.997)	(3.202.909)	(3.704.759)
Lucro Bruto	1.349.058	1.702.757	2.083.927
Despesa com Vendas	(367.925)	(441.510)	(520.982)
Despesa Gerais e Adm	(408.805)	(427.202)	(446.426)
Outras Rec. e Desp Oper.	1.136.489	(343.397)	(405.208)
Resultado Eqv. Patr.	490.567	588.680	694.642
Lucro Operacional	2.199.383	1.079.328	1.405.954
Resultado Financeiro	10.195	53.522	(27.922)
LAIR	2.209.578	1.132.850	1.377.961
IR	(477.269)	(385.169)	(468.507)
Lucro Líquido	1.732.310	747.681	909.454



BALANÇO PATRIMONIAL PROJETADO (R\$ mil)	2020'	2021'	2022'
ATIVO TOTAL	12.256.849	11.811.824	12.186.219
1.01 - ATIVO CIRCULANTE	6.237.934	5.797.184	6.166.421
1.01.01 – CAIXA/APLICAÇÕES FIN.	726.739	651.886	685.885
1.01.02 - CONTAS A RECEBER	1.301.746	1.562.095	1.843.273
1.01.03 – ESTOQUES	2.660.871	3.111.551	3.599.086
1.01.04 - OUTROS ATIVOS CIRCULANTES	145.616	145.616	145.616
1.02 - ATIVO REALIZÀVEL A LONGO PRAZO	3.848.365	3.848.365	3.848.365
1.03 – INVESTIMENTOS	2.078.394	2.078.394	2.078.394
1.03 - ATIVO PERMANENTE	92.155	87.881	93.039
PASSIVO TOTAL	12.256.849	11.811.824	12.186.219
1.01 - PASSIVO CIRCULANTE	3.068.356	2.349.032	2.582.413
1.01.01 – FORNECEDORES	136.011	159.048	183.968
1.01.02 - EMPRÈSTIMOS E FINANCIAMENTOS	442.481	438.592	525.723
1.01.03 - OUTROS PASSIVOS CIRCULANTES	2.489.863	1.751.392	1.872.722
1.02 - PASSIVO NÃO CIRCULANTE	2.713.818	2.427.356	1.886.279
1.02.01 - EMPRÈSTMOS E FINANCIAMENTOS LONGO PRAZO	1.505.087	1.218.625	677.548
1.02.02 - OUTROS PASSIVOS NÃO CIRCULANTES	1.208.731	1.208.731	1.208.731
1.03 - PATRIMÔNIO LÌQUIDO	6.474.675	7.035.436	7.717.527



DISCLAIMER

Tendo em vista o disposto na instrução CVM n 598 de 03/05/2018, o analista de investimentos envolvido na elaboração deste Relatório declara que:

- a) A recomendação contida neste relatório reflete exclusivamente sua opinião sobre a companhia e suas ações;
- b) O Relatório foi elaborado de forma independente e autônoma, inclusive em relação a Omninvest;
- c) As informações, opiniões, estimativas, e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança;
- d) Não possui vínculo com pessoa natural que trabalhe para a empresa objeto deste Relatório Analítico, e tampouco qualquer interesse financeiro;

Não possui diretamente ou indiretamente, ações de emissão da companhia objeto deste Relatório. Todavia, poderá estar envolvido na aquisição e posterior alienação destas ações, dentro dos padrões estabelecidos pela instrução CVM n 598;

Analista Responsável: Caio R. Lyra Farme d'Amoed - CNPI