

Fitch Atribui 'A-(bra)' à Proposta de Oitava Emissão de Debêntures da Cyrela Commercial Properties

25 Nov 2016 15h50

Fitch Ratings - Rio de Janeiro, 25 de novembro de 2016: A Fitch Ratings atribuiu, hoje, o Rating Nacional de Longo Prazo 'A-(bra)' (A menos(bra)) à proposta de oitava emissão de debêntures quirografárias da Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações (CCP), no montante de BRL200 milhões e vencimento em 2020. Os recursos serão destinados ao pré-pagamento da totalidade da terceira emissão de debêntures da companhia e ao fortalecimento do caixa. A relação completa dos ratings da companhia encontra-se ao final deste comunicado.

Os ratings da CCP foram rebaixados em diversos graus em 2016, como reflexo da severa redução de sua geração de fluxo de caixa, pressionada por condições macroeconômicas bastante desfavoráveis e pelo elevado consumo de caixa operacional, devido a despesas financeiras mais elevadas. A alavancagem líquida da companhia é alta e deve permanecer acima de 7,0 vezes, ao menos nos próximos dois anos. Embora sua liquidez seja satisfatória, a Fitch espera maior consumo de caixa entre 2016 e 2017. Os ratings se beneficiam do portfólio de alta qualidade da CCP e de sua positiva flexibilidade financeira, que tem sido mais fortemente testada e se mostrado preservada com base no contínuo acesso da companhia a novas linhas de financiamento, num cenário restrito de crédito. Este positivo acesso a crédito tem limitado as pressões de refinanciamento. Entretanto, os índices de cobertura de juros da CCP são fracos e têm diminuído significativamente desde 2013, sem perspectivas de melhora enquanto as condições econômicas adversas persistirem.

O aumento de capital de BRL400 milhões e a venda de propriedades em 2015 e 2016, ainda que positivos, não foram suficientes para reduzir significativamente a dívida da CCP. A empresa está em fase final de conclusão de seu intenso ciclo de investimentos e, apesar da expectativa de redução destes nos próximos dois anos, seu fluxo de caixa livre (FCF) deverá permanecer negativo, em 2017, pressionado pela esperada fraca geração de caixa operacional da companhia. De acordo com as projeções da Fitch, os indicadores de crédito da CCP não registrarão melhora a curto prazo, sem que haja uma significativa venda de ativos e/ou aumento de capital.

A Perspectiva Negativa reflete os importantes desafios enfrentados pela CCP para atingir índices de crédito mais conservadores, diante de um ambiente macroeconômico menos favorável. A Fitch acredita que as taxas de vacância permaneçam elevadas e que ajustes nos valores dos contratos de locação fiquem abaixo da inflação em 2016 e 2017, o que deve pressionar ainda mais a geração de fluxo de caixa da companhia e neutralizar os benefícios obtidos com as receitas dos projetos entregues. O elevado volume de contratos de locação a vencer, ou com expectativa de revisão programada a curto prazo, também impõe desafios à companhia. As atuais métricas de crédito da CCP são fracas para a categoria dos ratings, sem expectativa de melhoras em 2017. Assim, medidas adicionais voltadas à redução material do endividamento e da alavancagem da empresa mostram-se cruciais para evitar novas ações de rating negativas a curto prazo.

PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DOS RATINGS

Fluxo de Caixa Deverá Permanecer Pressionado

A geração de fluxo de caixa da CCP deverá continuar impactada pelas condições de negócios negativas. A Fitch acredita que as taxas de vacância devem permanecer elevadas e os ajustes nos valores dos contratos de locação sejam reduzidos, uma vez que a demanda por propriedades comerciais está diretamente relacionada às condições macroeconômicas do Brasil. Os contratos de locação da CCP devem ser pressionados, ainda, pelo elevado volume de contratos (por receita), cuja revisão de valores está programada para 2017. No período de 12 meses encerrado em 30 de setembro de 2016, a CCP gerou BRL232 milhões de EBITDA. A Fitch exclui do cálculo do EBITDA os ganhos e perdas relacionados à venda de ativos.

As elevadas despesas financeiras devem continuar pressionando a capacidade de geração de fluxo de caixa da CCP. No período de 12 meses encerrado em setembro de 2016, o fluxo de caixa das operações (CFFO) da companhia foi de apenas BRL7 milhões, e o FCF foi negativo em BRL213 milhões, como resultado dos investimentos de BRL215 milhões e dividendos de BRL6 milhões. No mesmo período, a CCP recebeu cerca de BRL200 milhões provenientes da venda de ativos. A Fitch acredita que o FCF continuará negativo em 2016 e 2017, uma vez que a previsão de investimentos no período é de em torno de BRL250 milhões.

Os índices de cobertura de juros da CCP se enfraqueceram e não devem se recuperar a curto prazo. No período de 12 meses encerrado em setembro de 2016, os índices EBITDA ajustado/despesas financeiras e de cobertura de juros pelo FFO diminuíram para 1,1 vez e 1,0 vez, respectivamente, frente a 1,3 vez e 2,4 vezes, respectivamente, em 2014. A Fitch espera cobertura de juros próxima a 0,8 vez em 2017.

Elevada Alavancagem Não é Sustentável a Médio Prazo

Pelas projeções da Fitch, a alavancagem líquida da CCP deverá permanecer acima de 7,0 vezes em 2016 e 2017. Apesar do aumento de capital e da venda de ativos, a dívida líquida aumentou para BRL2,0 bilhões ao final de setembro de 2016, de BRL1,9 bilhão ao final de 2015, e não deverá se reduzir a curto prazo, em virtude da expectativa de manutenção de FCF negativo. A alavancagem continua elevada, pressionada pelos relevantes investimentos realizados desde 2012. A CCP reportou índice dívida líquida/EBITDA ajustado (incluindo dividendos recebidos) de 7,5 vezes no período de 12 meses encerrado em setembro de 2016, que se compara a 6,6 vezes em 2015. A alavancagem líquida ajustada, medida pelos recursos das operações (FFO), foi de 8,1 vezes. Em relação ao valor das propriedades comerciais da companhia, o índice loan-to-value, medido por dívida líquida/valor de mercado estimado das propriedades, foi de 50% em setembro de 2016.

Taxas de Vacância Permanecem Como Preocupação

As taxas de vacância devem continuar elevadas, pressionadas pelo ambiente de negócios adverso. Em 30 de setembro de 2016, a vacância financeira era de 10,6%, e a física, de 13,0%, frente a 10,7% e 8,3%, respectivamente, em 2015. Em 2016, o aluguel médio permaneceu pressionado pelo ambiente de retração econômica e pelos contratos que passaram por revisões durante o ano.

Portfólio Diversificado Adiciona Flexibilidade

A CCP é uma das maiores companhias de investimentos, locação e comercialização de propriedades comerciais no Brasil, com um portfólio diversificado e de alta qualidade. A diversificação da receita com shopping centers, escritórios comerciais, galpões industriais e serviços aumenta a flexibilidade da companhia. Nos últimos anos, os shopping centers ganharam relevância na carteira da CCP, representando aproximadamente 47% da receita recorrente, seguidos pelos escritórios comerciais (28%), serviços, incluindo estacionamento (19%), galpões industriais (1%), e outros (4%).

Ao final de setembro de 2016, a CCP possuía 31 propriedades comerciais em operação, com valor de mercado estimado em BRL3,9 bilhões. A companhia apresenta concentração de locatários, e os dez maiores representavam 51% de sua receita em 2015. A empresa tem mantido baixas taxas de inadimplência, mesmo em condições macroeconômicas adversas.

PRINCIPAIS PREMISSAS

As principais premissas da Fitch, de acordo com o cenário de rating do emissor, incluem:

- Taxas de vacância entre 15% e 20% para escritórios e galpões industriais e 8% para shopping centers em 2016 e 2017;
- Redução no aluguel médio de 5% a 7% em 2016;
- Venda de ativos de BRL267 milhões em 2016;
- Alavancagem líquida acima de 7,0 vezes em 2016 e 2017;

-- Investimentos de BRL250 milhões em 2016 e 2017.

SENSIBILIDADE DOS RATINGS

Os principais fatores que, individual ou coletivamente, poderiam levar a uma ação de rating negativa incluem:

- Alavancagem líquida consistentemente acima de 7,0 vezes, sem expectativa de redução nos anos seguintes;
- Índice de cobertura EBITDA/despesa com juros inferior a 0,7 vez, em base recorrente;
- Redução na liquidez que enfraqueça consideravelmente a cobertura da dívida de curto prazo;
- Venda de ativos que resulte no enfraquecimento do portfólio de propriedades, com redução significativa da capacidade de geração de fluxo de caixa da companhia.

Os principais fatores que, individual ou coletivamente, poderiam levar à revisão da Perspectiva ou a uma ação de rating positiva incluem:

- Significativa melhora da geração de fluxo de caixa da companhia, após a conclusão do ciclo de investimentos;
- Adoção de medidas proativas adicionais por parte da companhia que melhorem significativamente sua estrutura de capital, na ausência de geração de fluxo de caixa operacional mais forte.

LIQUIDEZ E ESTRUTURA DA DÍVIDA

A liquidez da CCP é satisfatória frente aos vencimentos de dívida a curto prazo. Em 30 de setembro de 2016, o caixa e as aplicações financeiras somavam BRL310 milhões, e a dívida total, BRL2,4 bilhões. A companhia possui BRL531 milhões de dívida vencendo até o final de 2017 e BRL387 milhões em 2018, dos quais BRL267 milhões e BRL236 milhões, respectivamente, consistiam de dívida corporativa. No terceiro trimestre de 2016, a CCP concluiu a emissão de uma nota promissória de BRL150 milhões e em outubro de 2016, a sétima emissão de debêntures, no montante de BRL92 milhões.

A CCP possui adequada flexibilidade financeira, com base em seus ativos desonerados. Em 30 de setembro de 2016, os ativos desonerados disponíveis tinham valor de mercado estimado em BRL1,5 bilhão. Estes podem ser vendidos ou servir como colateral em financiamentos com garantias, se necessário. O valor estimado dos ativos desonerados cobria em torno de 1,8 vez a dívida corporativa de BRL810 milhões.

RELAÇÃO DOS RATINGS

Atualmente, a Fitch classifica a CCP com os seguintes ratings:

- IDR de Longo Prazo em Moeda Estrangeira 'B+' (B mais);
- IDR de Longo Prazo em Moeda Local 'B+' (B mais);
- Rating Nacional de Longo Prazo 'A-(bra)' (A menos(bra));
- Rating da segunda emissão de debêntures, no montante de BRL204,4 milhões, com vencimento em 2017, 'A-(bra)' (A menos(bra));
- Rating da terceira emissão de debêntures, no montante de BRL150 milhões, com vencimento em 2018, 'A-(bra)' (A menos(bra));
- Rating da quinta emissão de debêntures, no montante de BRL200 milhões, com vencimento em 2019, 'A-(bra)' (A menos(bra)).

A Perspectiva dos ratings corporativos é Negativa.

Contato:

Analista principal

Fernanda Rezende

Diretora

+55-21-4503-2619

Fitch Ratings Brasil Ltda.

Praça XV de Novembro, 20 - Sala 401 B

Centro - Rio de Janeiro - RJ - CEP: 20010-010

Analista secundário

José Roberto Romero

Diretor

+55-11-4504-2603

Presidente do comitê de rating

Ricardo Carvalho

Diretor sênior

+55-21-4503-2627

Relações com a Mídia: Jaqueline Ramos de Carvalho, Rio de Janeiro, Tel.: +55 21 4503-2623, E-mail: jaqueline.carvalho@fitchratings.com.

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS:

A presente publicação é um relatório de classificação de risco de crédito, para fins de atendimento ao artigo 16 da Instrução CVM nº 521/12.

As informações utilizadas nesta análise são provenientes da CCP.

A Fitch adota todas as medidas necessárias para que as informações utilizadas na classificação de risco de crédito sejam suficientes e provenientes de fontes confiáveis, incluindo, quando apropriado, fontes de terceiros. No entanto, a Fitch não realiza serviços de auditoria e não pode realizar, em todos os casos, verificação ou confirmação independente das informações recebidas.

A Fitch utilizou, para sua análise, informações financeiras disponíveis até 30 de setembro de 2016.

Histórico dos Ratings:

Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela primeira vez: 29 de abril de 2011.

Data na qual a classificação em escala nacional foi atualizada pela última vez: 6 de abril de 2016.

A classificação de risco foi comunicada à entidade avaliada ou a partes a ela relacionadas, e o rating atribuído não foi alterado em virtude desta comunicação.

Os ratings atribuídos pela Fitch são revisados, pelo menos, anualmente.

A Fitch publica a lista de conflitos de interesse reais e potenciais no Anexo XII do Formulário de Referência, disponível em sua página na Internet, no endereço eletrônico: https://www.fitchratings.com.br/system/pages/299/Fitch_Form_Ref_2016.pdf

Para informações sobre possíveis alterações na classificação de risco de crédito veja o item: Sensibilidade dos Ratings.

Informações adicionais estão disponíveis em 'www.fitchratings.com' e em 'www.fitchratings.com.br'.

A Fitch Ratings foi paga para determinar cada rating de crédito listado neste relatório de classificação de risco de crédito pelo devedor ou emissor classificado, por uma parte relacionada que não seja o devedor ou o emissor classificado, pelo patrocinador ("sponsor"), subscritor ("underwriter"), ou o depositante do instrumento, título ou valor mobiliário que está sendo avaliado.

Metodologia Aplicada e Pesquisa Relacionada:

-- Metodologia de Ratings de Empresas Não-Financeiras (27 de setembro de 2016).

TODOS OS RATINGS DE CRÉDITO DA FITCH ESTÃO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE. POR FAVOR, VEJA NO LINK A SEGUIR ESSAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). ALÉM DISSO, AS DEFINIÇÕES E OS TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE PÚBLICO DA AGÊNCIA, EM WWW.FITCHRATINGS.COM. OS RATINGS PÚBLICOS, CRITÉRIOS E METODOLOGIAS PUBLICADOS ESTÃO PERMANENTEMENTE DISPONÍVEIS NESTE SITE. O CÓDIGO DE CONDUTA DA FITCH E AS POLÍTICAS DE CONFIDENCIALIDADE, CONFLITOS DE INTERESSE; SEGURANÇA DE INFORMAÇÃO (FIREWALL) DE AFILIADAS, COMPLIANCE E OUTRAS POLÍTICAS E PROCEDIMENTOS RELEVANTES TAMBÉM ESTÃO DISPONÍVEIS NESTE SITE, NA SEÇÃO "CÓDIGO DE CONDUTA". A FITCH PODE TER FORNECIDO OUTRO SERVIÇO AUTORIZADO À ENTIDADE CLASSIFICADA OU A PARTES RELACIONADAS. DETALHES SOBRE ESSE SERVIÇO PARA RATINGS PARA O QUAL O ANALISTA PRINCIPAL ESTÁ BASEADO EM UMA ENTIDADE DA UNIÃO EUROPEIA PODEM SER ENCONTRADOS NA PÁGINA DO SUMÁRIO DA ENTIDADE NO SITE DA FITCH.

Copyright © 2016 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. 33 Whitehall St, NY, NY 10004. Telefone:

1-800-753-4824 (para chamadas efetuadas nos Estados Unidos), ou (001212) 908-0500 (chamadas fora dos Estados Unidos). Fax: (212) 480-4435. Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados. Ao atribuir e manter ratings e ao fazer outros relatórios (incluindo informações sobre projeções), a Fitch conta com informações factuais que recebe de emissores e underwriters e de outras fontes que a agência considera confiáveis. A Fitch realiza uma apuração adequada das informações factuais de que dispõe, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém razoável verificação destas informações de fontes independentes, à medida que estas fontes estejam disponíveis com determinado patamar de segurança, ou em determinada jurisdição. A forma como é conduzida a investigação factual da Fitch e o escopo da verificação de terceiros que a agência obtém poderão variar, dependendo da natureza do título analisado e do seu emissor, das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou em que o emissor esteja localizado, da disponibilidade e natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações pré-existentes de terceiros, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros, disponibilidade de fontes independentes e competentes de verificação, com respeito ao título em particular, ou na jurisdição do emissor, em especial, e a diversos outros fatores. Os usuários dos ratings e relatórios da Fitch devem estar cientes de que nem uma investigação factual aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros poderá assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe com respeito a um rating ou relatório serão precisas e completas. Em última instância, o emissor e seus consultores são responsáveis pela precisão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao disponibilizar documentos e outros relatórios. Ao emitir ratings e relatórios, a Fitch é obrigada a confiar no trabalho de especialistas, incluindo auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e advogados, com referência a assuntos legais e tributários. Além disso, os ratings e as projeções financeiras e outras informações são naturalmente prospectivos e incorporam hipóteses e premissas sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser confirmados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação sobre fatos atuais, os ratings e as projeções podem ser afetados por condições ou eventos futuros não previstos na ocasião em que um rating foi emitido ou afirmado.

As informações neste relatório são fornecidas "tais como se apresentam", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. Esta opinião e os relatórios se apoiam em critérios e metodologias existentes, que são constantemente avaliados e atualizados pela Fitch. Os ratings e relatórios são, portanto, resultado de um trabalho de equipe na Fitch, e nenhum indivíduo, ou grupo de indivíduos, é responsável isoladamente por um rating ou relatório. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não sejam o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não participa da oferta ou venda de qualquer título. Todos os relatórios da Fitch são de autoria compartilhada. Os profissionais identificados em um relatório da Fitch participaram de sua elaboração, mas não são isoladamente responsáveis pelas opiniões expressas no texto. Os nomes são divulgados apenas para fins de contato. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch não constitui um prospecto, nem substitui as informações reunidas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes com respeito à venda dos títulos. Os ratings podem ser alterados ou retirados a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento de investimentos de qualquer espécie. Os ratings não constituem recomendação de compra, venda ou retenção de qualquer título. Os ratings não comentam a correção dos preços de mercado, a adequação de qualquer título a determinado investidor ou a natureza de isenção de impostos ou taxação sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe pagamentos de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e underwriters para avaliar os títulos. Estes preços geralmente variam entre USD1.000 e USD750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável) por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por determinada seguradora ou garantidor, mediante um único pagamento anual. Tais valores podem variar de USD10.000 a USD1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para a utilização de seu nome como especialista, com respeito a qualquer declaração de registro submetida mediante a legislação referente a títulos em vigor nos Estados Unidos da América, a Lei de Serviços Financeiros e Mercados, de 2000, da Grã-Bretanha ou a legislação referente a títulos de qualquer outra jurisdição, em particular. Devido à relativa eficiência da publicação e distribuição por meios eletrônicos, o relatório da Fitch poderá ser disponibilizada para os assinantes eletrônicos até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.

Para a Austrália, Nova Zelândia, Taiwan e Coreia do Sul apenas: A Fitch Austrália Pty Ltd detém uma licença australiana de serviços financeiros (licença AFS nº337123.), a qual autoriza o fornecimento de ratings de crédito apenas a clientes de atacado. As informações sobre ratings de crédito publicadas pela Fitch não se destinam a ser utilizadas por pessoas que sejam clientes de varejo, nos termos da Lei de Sociedades (Corporations Act 2001).

POLÍTICA DE ENDOSSO - A abordagem da Fitch em relação ao endosso de ratings, de forma que os ratings produzidos fora da UE possam ser usados por entidades reguladas dentro da UE para finalidades regulatórias, de acordo com os termos da Regulamentação da UE com respeito às agências de rating, poderá ser encontrada na página Divulgações da Regulamentação da UE ([EU Regulatory Disclosures](http://EURegulatoryDisclosures)) no endereço eletrônico www.fitchratings.com/site/regulatory. Ao status de endosso de todos os ratings Internacionais é informada no sumário da entidade de cada instituição classificada e nas páginas de detalhamento da transação de todas as operações de finanças estruturadas, no website da Fitch. Estas publicações são atualizadas diariamente.

Copyright © 2016 Fitch Ratings Brasil Ltda.

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

Alameda Santos, 700, 7º andar, Cerqueira César - São Paulo, SP - CEP: 01418-100 - Tel.: 55-11-4504-2600 – Fax: 55-11-4504-2601

[Termos de Uso](#) [Política de Privacidade](#)