

**Positivo: em linha com os últimos trimestres**

O resultado da Cyrela no 4T13 foi muito semelhante ao apresentado no 3T13, com estabilidade em praticamente todas as linhas da demonstração de resultados. Do ponto de vista operacional, o desempenho de vendas no último trimestre foi positivo, com crescimento de 60% T/T. O *cash burn* do trimestre foi de R\$ 134 milhões (vs R\$ 35 milhões no 3T13), influenciado pelo forte volume de aquisições de terrenos no final do ano – o equivalente a mais de 60% do VGV potencial adquirido em 2013.

**Desempenho operacional.** No 4T13, os lançamentos (parte Cyrela) somaram R\$ 1,9 bilhão, crescimento de 40% A/A, predominantemente em São Paulo e Rio de Janeiro. Após encerrar 2012 com recuo de 40% em VGV, a companhia cresceu 20% o volume de novos projetos em 2013, o que avaliamos positivamente em função do momento de mercado – destaque para o último trimestre que representou mais de 40% do VGV anual. As vendas contratadas totalizaram R\$ 1,6 bilhão no trimestre (+52% A/A). A velocidade de vendas (VSO) em 12 meses, excluindo os contratos da Faixa 1 do MCMV, ficou em 50%, aumento de 1 p.p. T/T.

**Desafios em relação ao nível de estoques.** O estoque a valor de mercado da Cyrela ao final de 2013 foi de R\$ 5,2 bilhões, o equivalente a 12 meses de vendas. As unidades concluídas (incluindo parceiros) representam 14,5% do total, número que tem se mantido estável em relação aos últimos trimestres, mas ainda em patamar elevado. Considerando a dinâmica de variação do preço na composição do valor final, acreditamos que a valorização implícita dos imóveis esteja abaixo do custo de capital, o que pode ser prejudicial no longo prazo.

**Desempenho financeiro.** A companhia manteve um ritmo praticamente constante de execução de obras, o que deixou *top line* e lucro bruto estáveis T/T. O lucro líquido do período teve crescimento de 4,6% T/T, influenciado pelo aumento do resultado de equivalência patrimonial (+76% T/T). Em função dos efeitos não recorrentes positivos da alteração de alíquotas do regime especial de tributação (RET) no 4T12, a margem líquida teve queda de 4,2 p.p. A/A (+0,6 p.p. T/T).

**Guidance 2014: perspectiva estável.** Esperamos que os resultados da Cyrela se mantenham estáveis em 2014. A companhia divulgou seu *guidance* de margem bruta para o ano entre 31% e 35%, sendo o ponto médio bem próximo ao que já vem sendo apresentado. Em teleconferência, a administração reconheceu os desafios para a venda de estoques, com expectativa de manutenção da VSO, mas também reforçou que a estratégia de compra de terrenos tem levado em consideração oportunidades para maximizar os retornos. Nesse sentido, acreditamos que a Cyrela continue entregando bons resultados nos próximos trimestres, assim como foram os números de 2013.

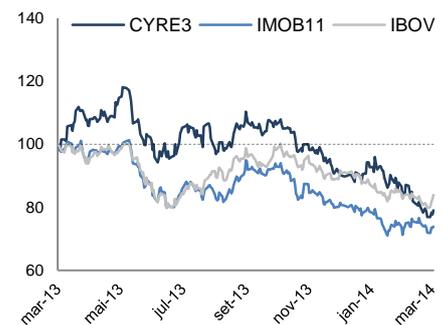
**Imobiliário – Incorporação**

21 de março de 2014

 Wesley Bernabé, CNPI  
 wesley.bernabe@bb.com.br

**CYRE3**

Preço em 20/03/2014 (R\$)	12,61
Preço para 12/2014 (R\$)	Em revisão
Upside	-
Market Cap (R\$ milhões)	5.227
Variação 1 mês	-6,2%
Variação 12 meses	-20,2%
Variação 2014	-12,4%
Mín. 52 sem.	12,12
Máx. 52 sem.	18,97



Fonte: Economática e BB Investimentos

R\$ Milhões	4T13	A/A	T/T	2013	A/A
VGV Lançado	1.922	39,9%	110,7%	4.646	19,6%
Vendas Contratadas	1.642	51,9%	60,2%	5.086	16,0%
Receita Líquida	1.390	-2,9%	-0,3%	5.372	-4,6%
Lucro Bruto	457	-11,9%	0,0%	1.759	-4,1%
Margem Bruta (%)	32,9%	-3,4 p.p.	0,1 p.p.	32,7%	0,2 p.p.
EBITDA	284	-17,7%	-1,0%	1.104	0,9%
Margem EBITDA (%)	20,4%	-3,7 p.p.	-0,2 p.p.	20,6%	1,1 p.p.
Lucro Líquido	183	-26,5%	4,6%	720	9,0%
Margem Líquida (%)	13,2%	-4,2 p.p.	0,6 p.p.	13,4%	1,7 p.p.

Endividamento (R\$ Milhões)	4T13	A/A	T/T
Dívida Bruta	4.183	0,0%	9,2%
Dívida Líquida	2.456	1,6%	11,1%
Dívida Líquida / EBITDA	2,2x	0,0x	0,3x
Dívida CP / Dívida Bruta	20,8%	-0,4 p.p.	-1,5 p.p.
Dívida Bruta / (Div. Bruta + PL)	40,3%	-3,4 p.p.	2,6 p.p.

Fonte: Cyrela e 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 com 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.

Analista	Itens		
	3	4	5
Wesley Bernabé			

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.

## Administração

### Diretor

Sandro Kohler Marcondes pesquisa@bb.com.br

### Gerente-Executivo

Eduardo César do Nascimento pesquisa@bb.com.br

## Equipe de Pesquisa

**Gerente** - Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br

### Renda Variável

### Bancos e Serviços Financeiros

Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br  
Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br

### Commodities

Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br  
Victor Penna victor.penna@bb.com.br  
Luciana de Carvalho luciana\_cvl@bb.com.br  
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br

### Consumo

Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br

### Imobiliário

Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br

### Indústrias, Transportes e Small Caps

Mário Bernardes Junior mariobj@bb.com.br  
Gabriela Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

### Infraestrutura e Concessões

Renato Hallgren renatoh@bb.com.br

### Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br  
Andre Ferreira andre.ferreira@bb.com.br  
Renato Odo renato.odo@bb.com.br  
Fabio Cardoso fcardoso@bb.com.br

## Equipe de Vendas

**Atacado** bb.distribuicao@bb.com.br

**Varejo** acoes@bb.com.br

**Gerente** - Cleber Aguiar

**Gerente** - Marconi Maciel

Antonio Lima  
Bruno Finotello  
João Carlos Floriano  
Marcela Andressa Pereira  
Paulo Arruda  
Thiago Cogo Pires  
Viviane Ferro Candelária  
Wagner Silveira Neustaedter

**Distribuição e varejo**  
Mário Francisco D'Amico  
Márcio Carvalho José

## BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.  
London EC2N 1ER - UK  
+44 207 7960836 (facsimile)

### Managing Director

Vinicius Balbino Bouhid +44 (207) 3675801

### Deputy Managing Director

Selma da Silva +44 (207) 3675802

### Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

### Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

### Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675853  
Melton Plumber +44 (207) 3675843  
Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

### Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852  
Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

### Head of Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

### Structured Products

Hernan Lobert +44 (207) 3675807

## Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor  
New York City, NY 10022 - USA  
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

### Managing Director

Rubens Cardoso +1 (646) 845-3710

### Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

### Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

### DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

### Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

### Sales

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715  
Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

## BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02  
Singapore, 049909

### Managing Director

Rodrigo Afonso +65 6420-6570

### Institutional Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570  
Paco Zayco +65 6420-6572

## BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar  
Rio de Janeiro RJ - Brasil  
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355