Drops

Relatório especial

Publicado em 17.06.2020

CCPR3

Resumo

No **Suno Drops**, trazemos informações extras e gratuitas sobre os ativos mais comentados do momento.

Nosso objetivo é manter o investidor sempre bem atualizado, especialmente em momentos de crise como este pelo qual estamos passando.

Hoje, falaremos sobre o **CCPR3.**

Cyrela Commercial Properties (CCPR3)

História

A história da Cyrela Commercial Properties (CCP) tem início com a cisão parcial da Cyrela em 2007, quando foi transferido para a CCP os ativos relacionados às atividades de incorporação e aquisição de edifícios corporativos e shoppings centers, além da administração das propriedades.

A antiga controladora das sociedades do Grupo Cyrela, constituída em 1962, dedicava suas atividades exclusivamente à incorporação de edifícios residenciais e salas em edifícios comerciais. Entretanto, a construção e venda de projetos era terceirizada.

Em 1994, foi constituída a Brazil Realty, sob a forma de uma *Joint Venture* entre o acionista controlador da Cyrela e a IRSA. O objetivo do empreendimento conjunto era atuar na construção e locação de edifícios corporativos de alto padrão.

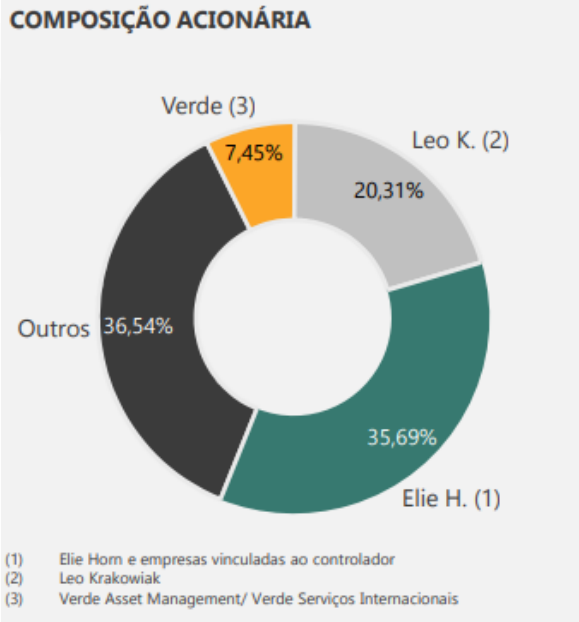
Em 2004, ocorreu uma reunião das subsidiárias do Grupo Cyrela na Cyrela Vancouver. Um ano depois, a Cyrela Vancouver foi incorporada pela Brazil Realty e a nova empresa recebeu o nome de Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações. Em 2007, surgiu, então, a Cyrela Commercial Properties a partir da cisão da Cyrela Brazil Realty da operação englobando imóveis corporativos, centros de logística e shoppings centers.

As ações da CCP já iniciaram as negociações na Bolsa de Valores nesse mesmo mês, no segmento do Novo Mercado, que reúne as empresas abertas com os melhores níveis de governança corporativa do mercado.

Hoje, a CCP foca nos segmentos de edifícios corporativos de alto padrão e shoppings centers, com investimentos concentrados em São Paulo e no Rio de Janeiro, além de participações em projetos em Minas Gerais, Goiás e Bahia. No total, são 23 empreendimentos: 16 edifícios e 7 shoppings.

Composição acionária

Em 31/03/20, o capital social da companhia era de R$ 1.663,3 milhões, distribuídos em 165.113.612 ações ordinárias entre o grupo controlador e os investidores na Bolsa de Valores.



Fonte: ri.ccpsa.com.br

O controlador da empresa, Elie Horn, tem participação direta de 21,8% na CCP e as empresas vinculadas a ele, EH Capital (ADR), Danubio e Eirenor, possuem uma participação de 2,44%, 8,50% e 2,95%, respectivamente.

Para as ações em *free float*, podemos destacar que a Capital Research Global Investors e o Itaú são acionistas com participação relevante na companhia, detendo, respectivamente, 6,42% e 5,48% do capital da CCP. Com isso, o total de outros acionistas soma a participação de 24,7%.

Perfil corporativo

Para entender o perfil corporativo da empresa e de onde vem seus ganhos, é interessante observar a composição da sua Renda Bruta.

Receita Bruta por Segmento (R$ mil) IFRS	2019	2018	2019 X 2018
Locação de Edifícios Corporativos	144.933	136.808	5,9%
Locação de Shopping Centers	226.415	207.086	9,3%
Cessão de Direito de Uso	14.771	23.804	-37,9%
Subtotal Locação de Imóveis + CDU	**386.119**	**367.698**	**5,0%**
Prestação de Serviços	38.072	27.738	37,3%
Estacionamento	75.580	66.733	13,3%
Subtotal Serviços de Administração	**113.652**	**94.471**	**20,3%**
Subtotal Receitas Recorrentes	**499.771**	**462.169**	**8,1%**
Vendas e Incorporação	-	62.400	NA
Total	**499.771**	**524.569**	**-4,7%**

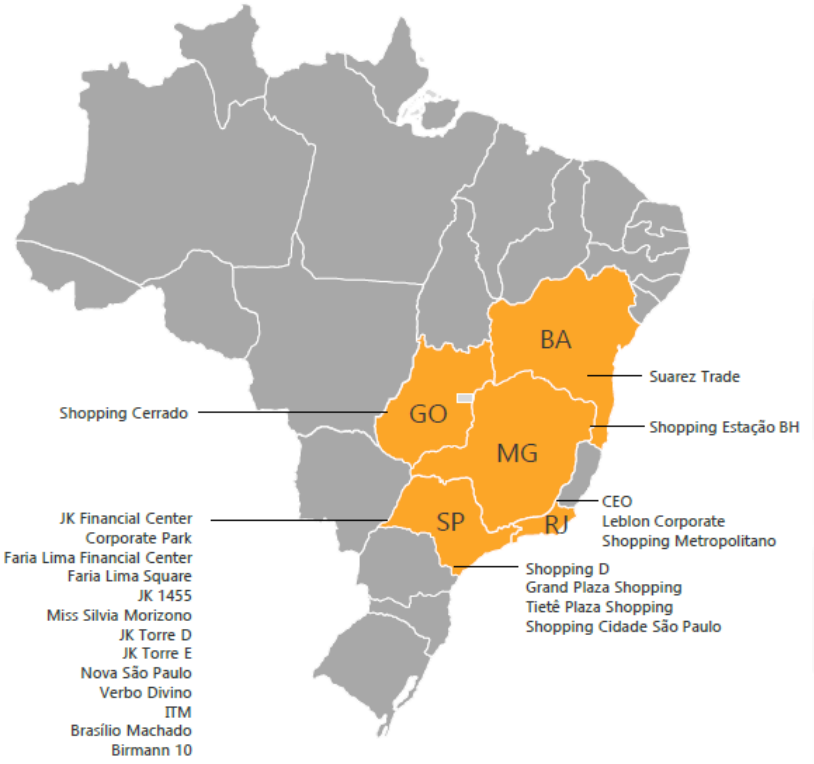
Fonte: ri.ccpsa.com.br

Pode-se perceber, então, que a companhia capta dinheiro por duas fontes:

- Locação de Imóveis + CDU (77,26% de sua Receita Bruta).
- Serviços de Administração (22,74% de sua Receita Bruta).

Dentro do segmento de Locação de Imóveis + CDU, temos uma participação bastante relevante da locação de shoppings centers, de 58,63%, e de 29,78% da locação de edifícios corporativos.

No total, são 23 empreendimentos, sendo 16 edifícios e 7 shoppings, somando uma ABL (Área Bruta Locável) de 246,8 mil m².



Fonte: ri.ccpsa.com.br

É interessante observar que o modelo de negócios que a companhia utiliza para gerir o seu portfólio de imóveis está baseado em adquirir edifícios corporativos já construídos, podendo ser locados ou não e, a partir daí, visa a modernização e a atualização tecnológica deles.

Há mais de 16 anos no mercado, a companhia tem experiência e muita expertise sobre os modernos e atualizados processos de incorporação de edifícios corporativos. Isso resultou em um portifólio de empreendimentos com baixos custos operacionais, atrativos e diversificados.

O portfólio de edifícios da CCP é um dos melhores da região metropolitana de São Paulo no que diz respeito à qualidade construtiva, especificações técnicas e acabamentos. Cerca de 74% desse portfólio é classificado como padrão Triple A, configurando elevados padrões de qualidade e tecnologia.

Ao lado, temos a imagem do Edifício Miss Silvia Morizono, localizado na Avenida Faria Lima, em São Paulo, e classificado como padrão Triple A. O empreendimento tem uma área total de 16,3 mil m², dos quais 13,5 mil m² são de área privativa da CCP.

Fonte: ri.ccpsa.com.br

Vale ressaltar que o portfólio de edifícios é uma das grandes vantagens competitivas da CCP. São edifícios de alto padrão, que oferecem boas margens para a empresa e, dada a sua localização na região metropolitana de São Paulo, formam um portfólio irreplicável.

Além disso, a companhia tem uma gestão ativa do portfólio tanto de edifícios quanto de shoppings, com foco em conforto e tecnologia para seus usuários. Diferentemente do portfólio de edifícios, o de shoppings não tem grande concentração na cidade de São Paulo. Nesse sentido, os shoppings estão mais pulverizados por outras capitais brasileiras.

São sete unidades: três na cidade de São Paulo, uma em Santo André/SP, uma no Rio de Janeiro, uma em Goiânia/GO e uma em Belo Horizonte/MG. Na imagem a seguir, temos o Grand Plaza, em Santo André, o shopping com maior área total do portfólio da CCP.

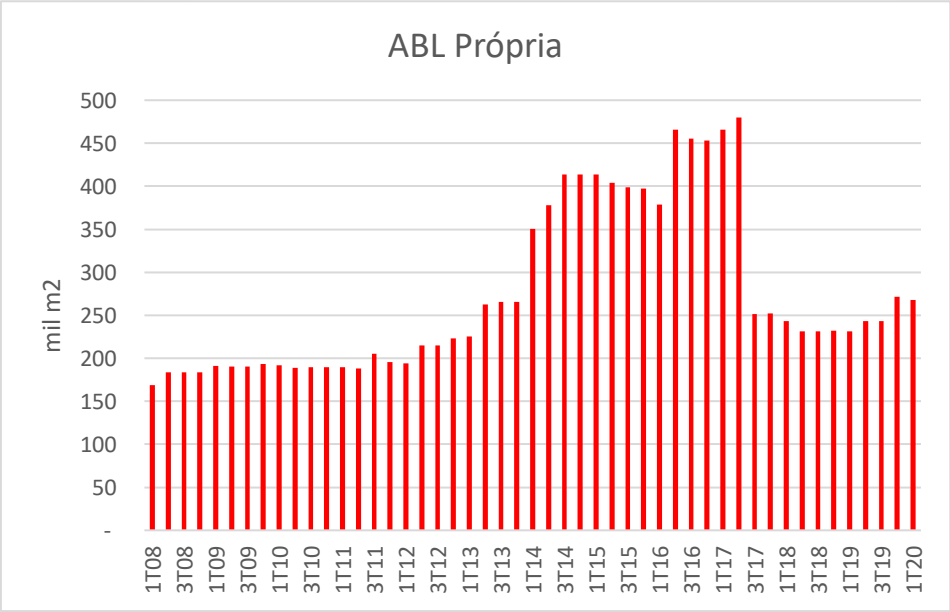
Fonte: grandplazashopping.com.br

Ainda nessa linha de receita, há uma participação menor, de 3,8%, advinda da Cessão de Direito de Uso. A CDU é devida pelos lojistas em contrapartida à infraestrutura técnica oferecida pelos shoppings centers. Os valores são negociados com base no valor de mercado dos pontos: os que possuem maior visibilidade e fluxo de consumidores são mais caros.

Por fim, ao vermos a linha das receitas com serviços de administração, percebemos uma participação de 66,5% das receitas vindas de estacionamento. A prestação de serviço perfaz uma participação de 33,5%.

Indicadores financeiros

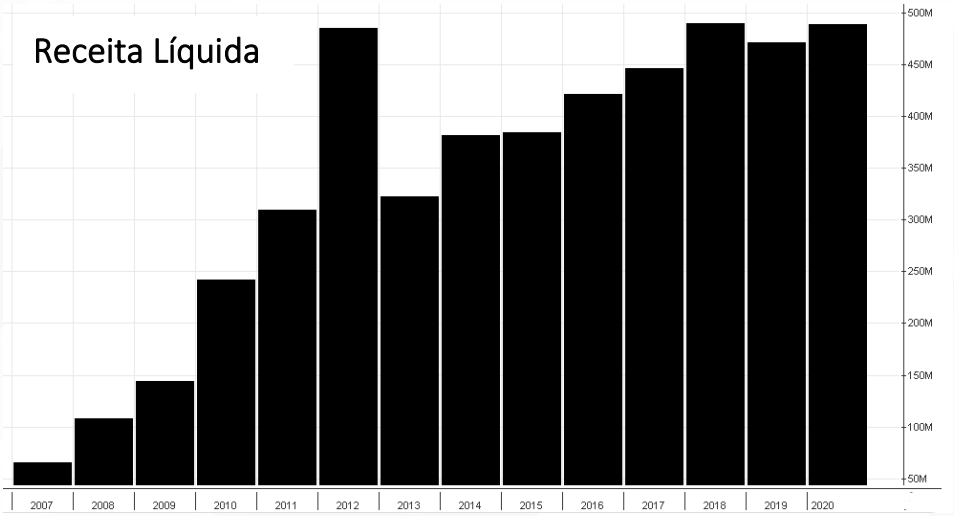
O primeiro resultado importante que devemos avaliar na companhia é o histórico de sua ABL (Área Bruta Locável). Uma vez que se trata de uma empresa ligada ao setor imobiliário, é interessante analisar como tem sido o crescimento do seu portfólio ao longo dos anos.



Podemos perceber que, entre 2008 e 2016, a ABL Própria da CCP apresentou um crescimento considerável, saindo de cerca de 150 mil m², no início de 2008, e chegando a quase 500 mil m² no primeiro trimestre de 2017, quando, então, anotou uma queda de quase 50%.

Essa queda ocorreu devido à mudança na estratégia da companhia, que decidiu vender seu portfólio de galpões para operar apenas com edifícios e shoppings. Essa operação movimentou cerca de R$ 1,13 bilhão e fez parte de sua estratégia na medida em que esse ganho de capital contribuiu para a redução da sua alavancagem.

É interessante observar que, apesar da mudança na estratégia da empresa em operar apenas com seu portifólio de edifícios e shoppings, a sua Receita Líquida se manteve crescente de maneira consistente.

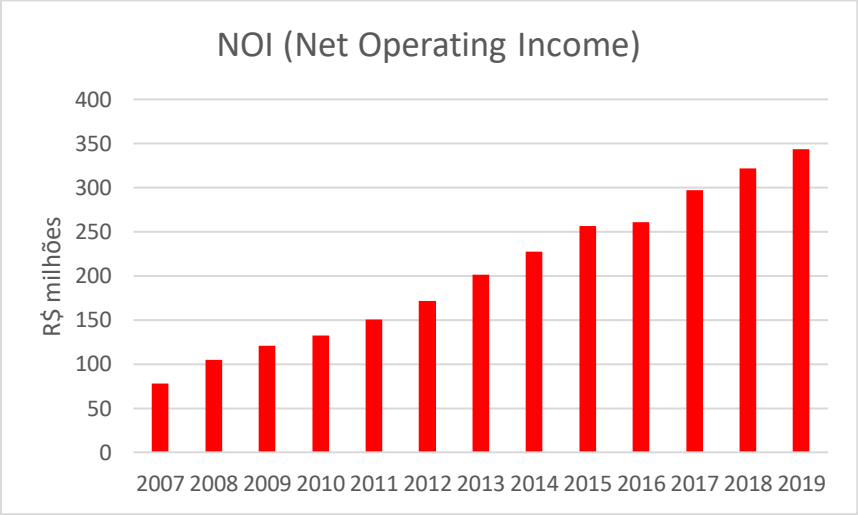


Fonte: Economatica/Suno Research

Em 2007, quando a empresa fez o seu IPO, a Receita Líquida foi de R$ 65,5 milhões. Em 2019, alcançou um total de R$ 470,8 milhões. Com isso, o crescimento desse indicador foi de cerca de 7,2 x em 13 anos, o que representa um CAGR (taxa de crescimento anual composta) de 16,4%.

Outro indicador que é importante de se analisar em empresas do setor é o NOI (*Net Operating Income*).

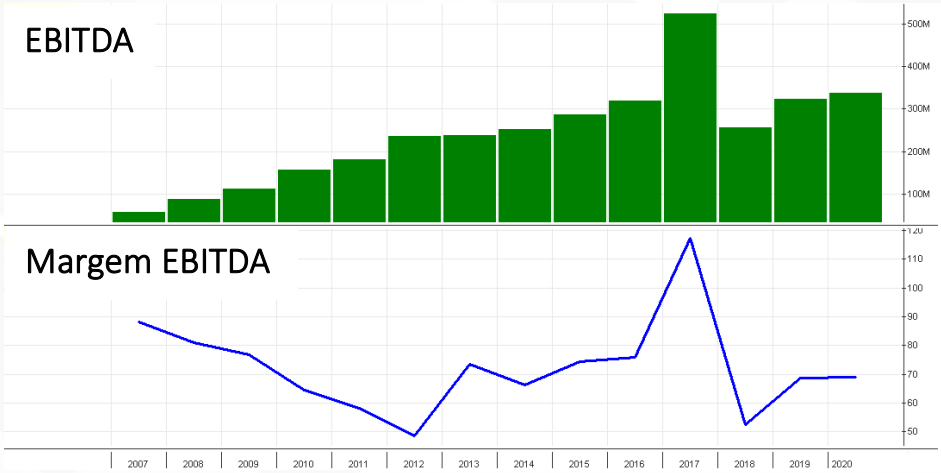
Esse indicador representa o Lucro Operacional da companhia, sendo o resultado da soma das receitas geradas pela operação descontadas as despesas necessárias para mantê-la.



Podemos notar que a companhia foi capaz de manter o seu NOI crescendo de maneira forte e consistente mesmo com a mudança de estratégia em 2017, quando se desfez de seu portfólio de galpões, revelando a boa gestão de portfólio e alocação de capital da CCP.

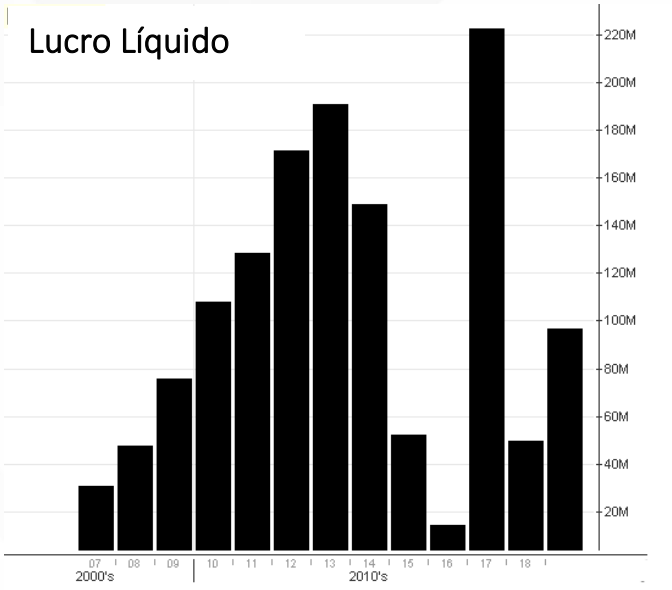
Uma vez que o NOI está ligado o Lucro Operacional, por outro lado, é importante observar o EBITDA da empresa, com o intuito de considerar os Lucros antes dos Juros, Depreciações e Amortizações da Receita Total, ou seja, das Receitas Operacionais e Não Operacionais.

Em 2007, a empresa teve um EBITDA de R$ 57,8 milhões e, em 2019, esse valor foi de R$ 337 milhões. Com isso, o crescimento anual médio do EBITDA foi de 14,5%.



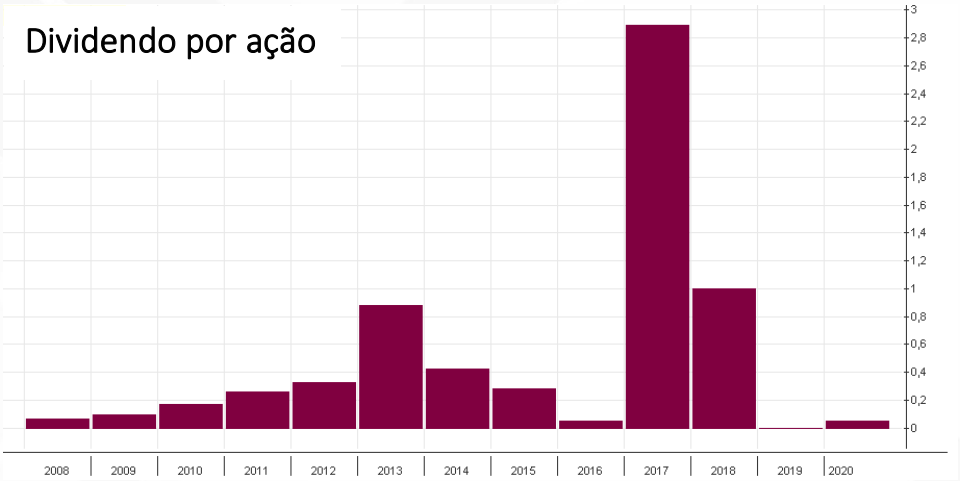
Fonte: Economatica/Suno Research

Como podemos perceber, apesar de o EBITDA ter apresentado constância no crescimento, ele não acompanhou a progressão da receita. Portanto, a margem EBITDA apresentou bastante volatilidade desde a abertura do capital da empresa. Quando analisamos o Lucro Líquido, vemos que ele foi crescente desde 2007 e atingiu o seu ápice em 2013. A partir daí, foi sendo reduzindo e chegou ao seu mínimo em 2016. No entanto, podemos ainda notar uma tendência de crescimento do Lucro Líquido iniciado 2016.



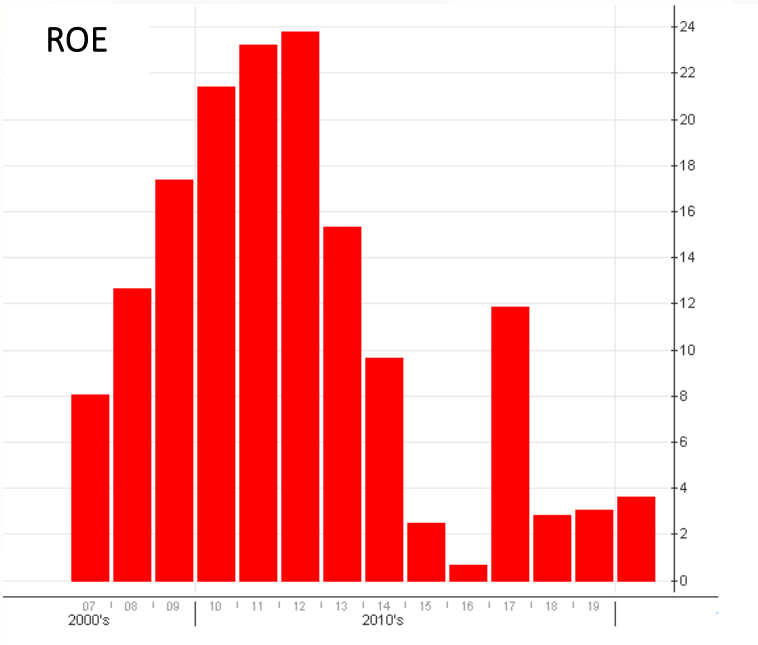
Fonte: Economatica/Suno Research

Dado o seu modelo de negócios, a CCP também paga dividendos aos seus acionistas. No entanto, os pagamentos não têm tido constância ao longo dos anos e apresentam bastante correlação com os lucros da empresa.



Fonte: Economatica/Suno Research

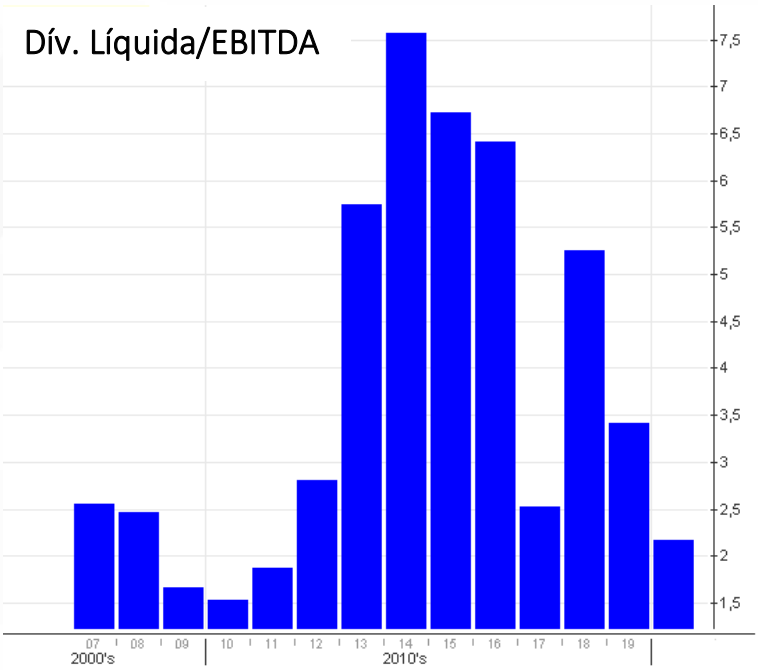
O ROE (relação entre o Lucro Líquido e o Patrimônio Líquido) também segue a mesma tendência verificada no Lucro Líquido da empresa.



Fonte: Economatica/Suno Research

É interessante notar que, apesar de 2019 ter apresentado quase o dobro do Lucro Líquido de 2018, o ROE quase não sofreu alteração. Isso ocorreu porque a empresa fez uma oferta subsequente de ações, elevando o seu Patrimônio Líquido de R$ 1,044 bilhão (2018) para R$ 1,904 bilhão (2019).

A companhia tem reduzido seus níveis de endividamento nos últimos anos, apesar de ele ainda estar em patamares elevados. Quando olhamos para o indicador Dívida Líquida/Ebitda, percebemos que, em 2019, ele estava a 3,5x e, em 2014, chegou a 7,5x.



Fonte: Economatica/Suno Research

Portanto, dos indicadores apresentados, é possível notar que a empresa, desde o seu IPO, até 2013, vinha apresentando bons resultados e crescentes. A partir disso, até meados de 2016, houve uma deterioração dos indicadores.

No entanto, a partir de 2016, a empresa tem apresentado uma redução em seus níveis de endividamento, crescimento de lucros e de rentabilidade, além de ter feito uma oferta subsequente de ações que quase dobrou o seu Patrimônio Líquido.

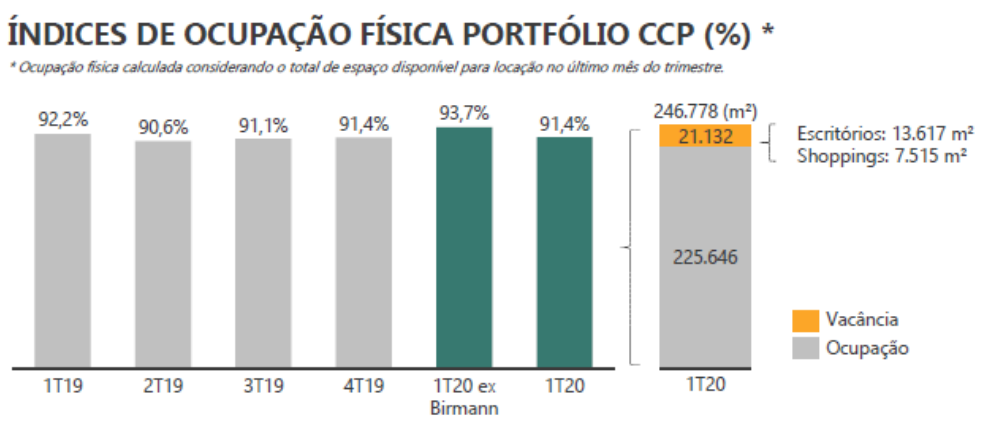
Opinião do analista

Assim, a empresa parece dar indícios de uma tendência de melhora em seus resultados, mas ainda é cedo para afirmar se tal tendência se confirmará ao longo dos próximos anos.

Resultados recentes

Uma questão que nos chama muito a atenção é sobre o futuro da companhia em meio ao cenário atual de pandemia do coronavírus. A empresa destacou que aguarda um maior impacto no 2T20, visto que a quarentena começou efetivamente no fim de março.

No 1T20, a companhia manteve seus níveis de ocupação acima dos 90%, em linha com os demais trimestres de 2019.



Fonte: ri.ccpsa.com.br

No 2T19, a companhia adquiriu o edifício Birmann 10 completamente vazio. Assim, os resultados apresentados no 1T20 foram inferiores ao 1T19. De acordo com a empresa, o segmento de edifícios corporativos foi o menos afetado, pois houve poucas negociações, seja de descontos ou de postergação de locações.

O setor manteve os níveis de vacância do momento pré-crise, além de ter realizado as negociações de revisionais até meados de março e aguarda um momento mais adequado para retomá-las. A companhia considera o impacto no segmento de serviços como moderado, ocorrendo em duas frentes: na receita de serviço como % do NOI e de estacionamentos.

O maior impacto aguardado é para sua linha de negócios de shoppings centers, seja pelas receitas com estacionamento, pela cessão das vendas ou pelos aluguéis (que foram postergados). Até o final do 1T20, a inadimplência estava de acordo com as previsões da companhia e houve poucas rescisões contratuais.

Por outro lado, a empresa apresentou um resultado bastante positivo no 1T20, com crescimento considerável em alguns indicadores se comparado com o 1T19. Tal situação corrobora para a possível tendência de bons resultados iniciada em 2016.

INDICADORES FINANCEIROS – IFRS (R$ MILHÕES)			
	1T20	1T19	1T20 X 1T19
Receita Líquida	**129,9**	**112,3**	**15,7%**
EBITDA Ajustado	**90,9**	**77,2**	**17,7%**
Margem EBITDA Ajustado (ex Park Place)	*79,9%*	*78,6%*	*1,3 pp.*
NOI – Receita Operacional Líquida	**100,7**	**83,7**	**20,4%**
Margem NOI	*89,9%*	*89,2%*	*0,8 pp.*
FFO Ajustado - Funds From Operations	**54,4**	**30,9**	**75,9%**
Margem FFO Ajustado	*41,9%*	*27,5%*	*14,4 pp.*
Lucro/Prejuízo do Período	**35,8**	**17,8**	**101,3%**
Margem Líquida	*27,5%*	*15,8%*	*11,7 pp.*

Fonte: ri.ccpsa.com.br

Em relação ao caixa, a CCP finalizou o 1T20 com uma robusta posição de caixa, com um capital disponível através de caixa, investimento e valores mobiliários de R$ 828 milhões.

Além disso, os compromissos da companhia somam R$ 198 milhões até o fim de 2021. Com isso, ela deve conseguir atravessar esse momento de instabilidade e volatilidade com maior liquidez e segurança.

Por fim, a companhia iniciou, em março, o seu programa de recompra de ações, com a expectativa de recomprar até 5 milhões de ações, o que representa aproximadamente 3% do seu total. Tal movimento demonstra que a gestão acredita na companhia e na sua capacidade de gerar valor.

Opinião do analista

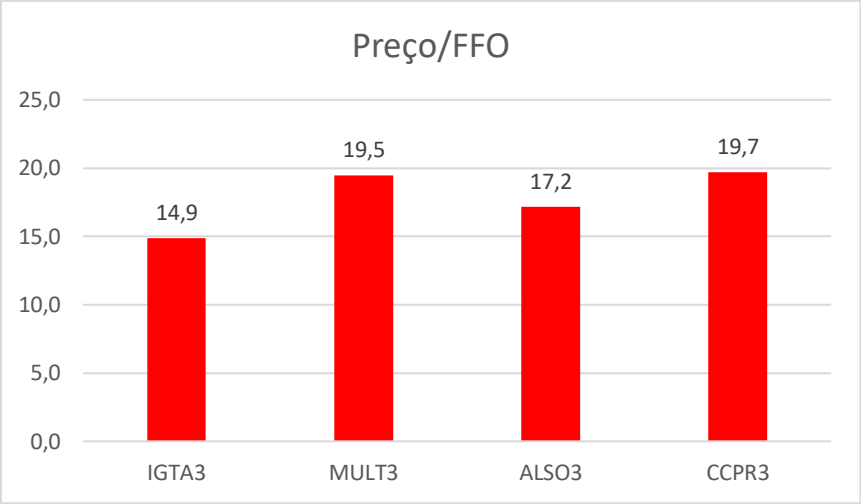
Apesar de acreditarmos que os setores de shoppings e escritórios corporativos continuarão apresentando perspectivas positivas no longo prazo, temos pouca visibilidade dos impactos da pandemia no curto prazo. Assim, não conseguimos mensurar de que forma a companhia terá os seus resultados impactados.

Valuation

É importante lembrar que a operação da empresa está intimamente ligada aos setores de shoppings e escritórios corporativos. Grande parte das receitas da CCP vem dos shoppings e da operação com estacionamentos, de modo que é possível compará-la com empresas brasileiras desse setor.

Quando discutimos sobre os indicadores de preço de empresas do setor imobiliário, é muito importante entender o conceito de FFO (*Funds From Operation*), ou seja, o fluxo de caixa proveniente das operações. Esse indicador é bastante utilizado na avaliação de fundos de imobiliários como forma de monitorar a renda dos aluguéis.

Assim, vamos avaliar o indicador Preço/FFO da CCP em comparação com seus pares nacionais. Foram considerados o FFO das companhias de 2019 e o preço da ação no fechamento em 10/06/2020.



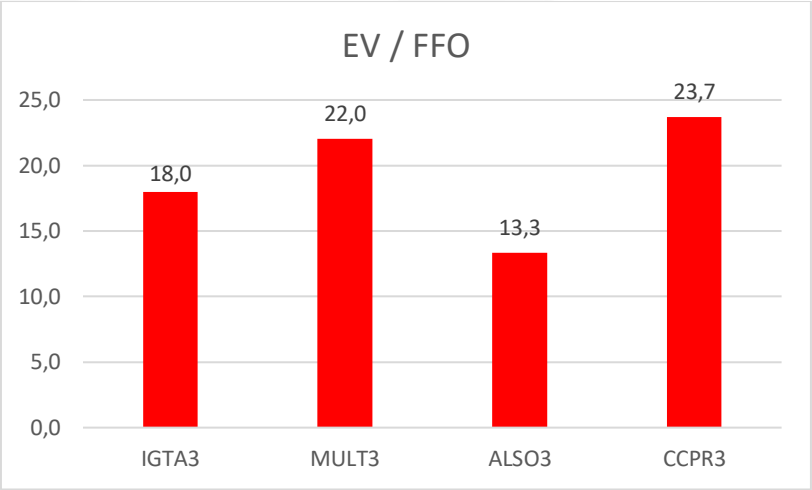
Fonte: Suno Research

A relação Preço/FFO representa quantas vezes mais o investidor estaria pagando, ao adquirir uma ação, pela geração de caixa operacional da empresa. Portanto, o investidor pagaria um pouco a mais pela geração de caixa operacional da CCP do que se investisse em qualquer outro par nacional dos considerados.

No entanto, quando fazemos a análise com base apenas no preço da empresa, não levamos em consideração a sua posição de caixa e Dívida Líquida. Assim, devemos utilizar as relações que contém o EV (*Enterprise Value*). O EV (valor da firma) é calculado com o valor de mercado da empresa, somado a todas as suas dívidas e descontada a posição de caixa.

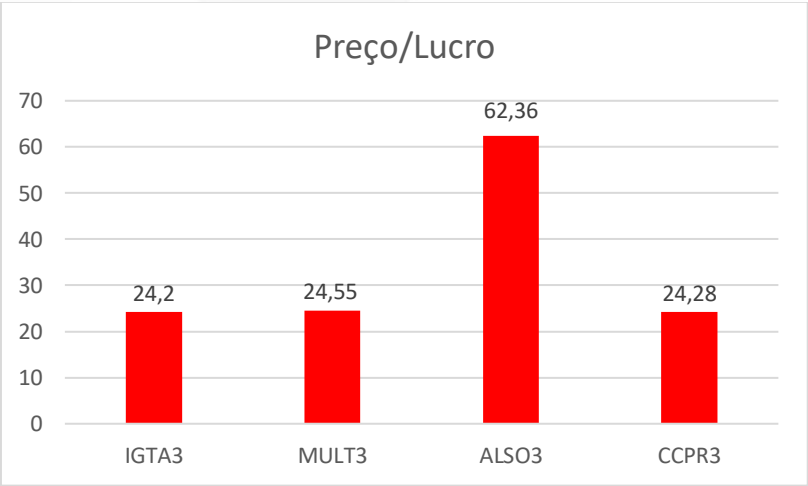
O EV é um indicador é importante, principalmente no atual cenário, pois muitas companhias buscaram reforçar a sua posição de caixa e tomaram empréstimos para assegurar a sua liquidez.

Dessa forma, podemos destacar a relação EV/FFO da CCP em comparação com seus pares nacionais.



Fonte: Suno Research

Enquanto a relação Preço/FFO é bem parecida com os demais pares nacionais (levemente maior), a relação EV/FFO mostra que a CCP negocia a níveis mais elevados em relação à geração de caixa operacional. Também é interessante analisar a relação Preço/Lucro da ação (indicador que relaciona o preço da ação com o lucro por ação da empresa).



Fonte: Suno Research

Podemos perceber que a Aliansce Sonae (ALSO3) negocia com o P/L mais alto entre as empresas comparadas. Isso se deve a efeitos não recorrentes em 2019, que impactaram diretamente o seu lucro. As demais empresas negociam em um múltiplo bastante parecido, em torno de 24x.

Com isso, apesar de a CCP apresentar um P/L razoável em comparação com outras empresas do setor, os indicadores de preço relacionados à geração operacional de caixa a colocam em posição desfavorável em relação aos seus pares nacionais.

Conclusão

Para concluir a análise da CCP é importante retomar alguns aspectos que já foram discutidos. A empresa tem cerca de 16 anos de mercado e apresenta bastante experiência no setor em que atua. Tal fato levou a companhia a apresentar ótimos resultados desde o seu IPO, em 2007, até meados de 2013. A partir daí, ela teve os resultados deteriorados e começou a dar indícios de uma tendência de retomada dos bons resultados em 2016.

Não há dúvidas de que o portfólio da empresa é bastante qualificado e que a companhia tem uma gestão e um quadro acionário muito bons.

No que tange ao preço, se comparada com algumas empresas brasileiras ligadas ao setor de shoppings, a CCP negocia a preços levemente elevados em relação a sua capacidade de geração de caixa operacional, enquanto o preço em relação ao seu lucro está de acordo com seus pares.

Devemos considerar ainda a questão da pandemia do coronavírus, que tem efeito direto em empresas de shoppings e escritórios. Acreditamos que, no longo prazo, esses setores têm uma perspectiva positiva, mas no curto prazo temos pouca visibilidade dos impactos que a pandemia acarretará e, com isso, na capacidade de a empresa alcançar bons níveis de resultado.

Portanto, neste momento, preferimos aguardar para ter uma maior previsibilidade dos impactos da pandemia no setor e observar a maneira com que os resultados da companhia serão atingidos, bem como a capacidade de a gestão lidar com a situação.

Desta forma, continuaremos monitorando a empresa e, caso futuramente as boas expectativas se materializem, poderemos avaliar uma possível recomendação do case.

Tiago Reis
Analista CNPI

Quer ver toda a análise e entender a decisão dos especialistas da Suno sobre este ativo? Clique no botão abaixo e garanta agora o seu acesso Suno Premium por apenas 1 real* (por quinze dias)

Clique aqui para acessar esta oferta

**Plano atrelado a renovação automática para o plano Suno Premium Mensal (R$ 62.90) após 15 dias. Cancelamento possível em até 14 dias após a renovação.*

Disclaimer

As informações constantes deste material podem auxiliar o investidor em suas decisões de investimento; porém o investidor será responsável, de forma exclusiva, pela verificação da conveniência e oportunidade da movimentação de sua carteira de investimentos e pela tomada de decisão quanto à efetivação de operações de compra e/ou venda de títulos e/ou valores mobiliários.

Este material apresenta informações para diversos perfis de investimento e o investidor deverá verificar e atentar para as informações próprias ao seu perfil de investimento, uma vez que as informações constantes deste material não são adequadas para todos os investidores. Quaisquer projeções de risco ou retorno potenciais são meramente ilustrativas e, portanto, não são e não devem ser interpretadas pelo investidor como previsão de eventos futuros e/ou garantia de resultados.

Além disso, não garantimos a exatidão das informações aqui contidas e recomendamos ao investidor que não utilize este relatório como única fonte para embasar suas decisões de investimento. Os investimentos realizados pelo investidor para sua carteira estão sujeitos a diversos riscos inerentes aos mercados e aos ativos integrantes da carteira, incluindo, sem limitação, risco de mercado, risco de crédito, risco de liquidez, risco cambial, risco de concentração, risco de perda do capital investido e de disponibilização de recursos adicionais, entre outros.

Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Instrução CVM nº 598/18, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente.

Este material destina-se única e exclusivamente aos assinantes da Suno Research. Sua cópia ou distribuição, integral ou parcial, sem a expressa autorização, acarretará multa de até 2.000 vezes o valor deste relatório, apreensão das cópias ilegais, além de responsabilização em processo civil.