

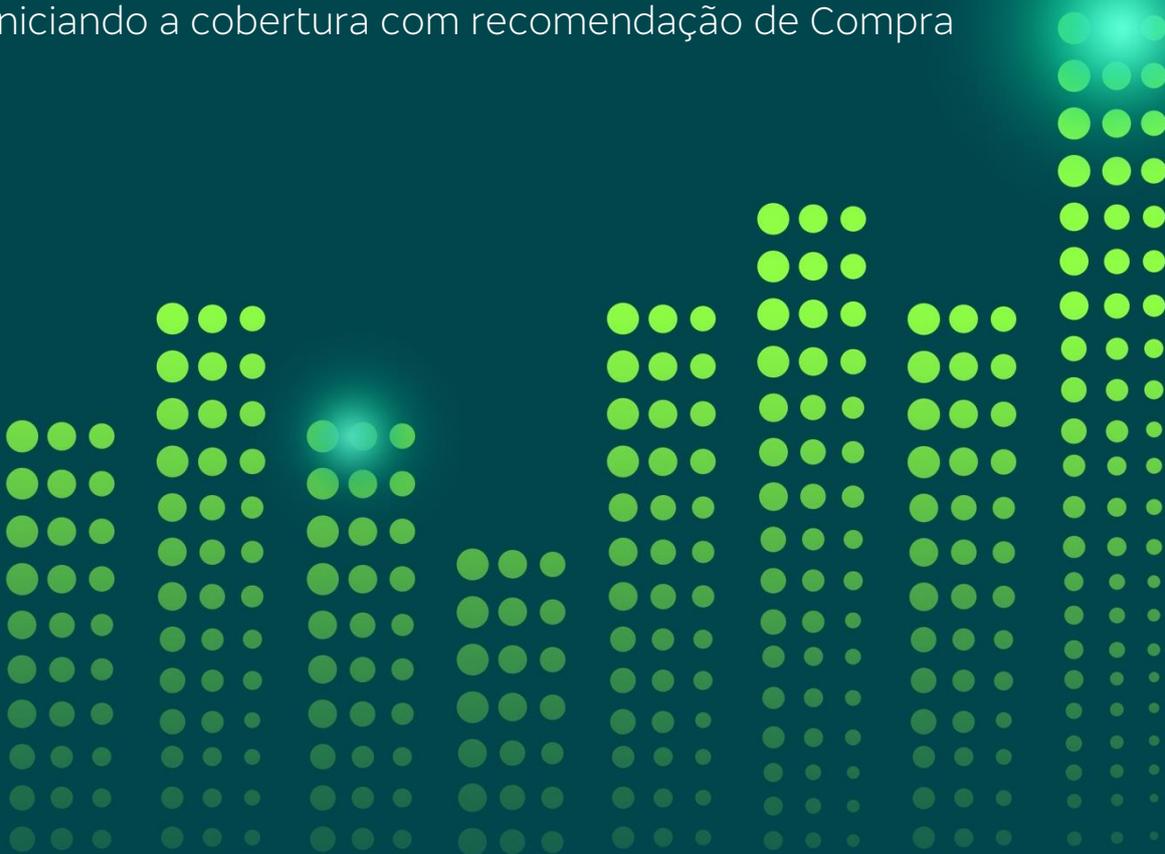
Ágora Insights

# Análise de Empresas

Cury

Dezembro, 2022

Iniciando a cobertura com recomendação de Compra



# Execução de alto nível impulsionando um forte desempenho dos lucros e 11% de rendimento do FCF em 2023; iniciamos a cobertura com recomendação de Compra

- > Estamos iniciando a cobertura da Cury (CURY3), uma incorporadora de baixa renda, com recomendação de Compra e um preço-alvo para o final de 2023 de R\$ 20,00 (com atrativo potencial de valorização).
- > Nossa tese se baseia em quatro pilares principais: (1) melhor execução e rentabilidade em um segmento com exposição limitada às incertezas da taxa SELIC, uma vez que as casas de baixa renda são financiadas pelo FGTS e oferecem uma perspectiva melhor para 2023 do que seus pares de média-alta renda; (2) geração de fluxo de caixa sólido que suporta um payout de 60-70%; (3) um player premium com um valuation atrativo de 6,8x o múltiplo P/L estimado para 2023 (em linha com seus pares de baixa renda) e 11% de rendimento do FCF – Fluxo de Caixa Livre - (o rendimento mais alto ante os pares) apoiado por uma taxa de crescimento média ponderada anual (CAGR) dos lucros de 31% entre o período de 2022-24, mesmo após o desempenho positivo no acumulado do ano para as ações CURY3 com avanço de 74%; e (4) recente melhoria na liquidez das ações, com a ADTV (volume médio diário de negociação) crescendo para R\$ 21 milhões (de R\$ 8 milhões) depois que a Cyrela reduziu sua participação entre setembro e outubro de 2022, permitindo a inclusão da CURY3 no índice MSCI Small Cap.
- > Direcionadores: tendência contínua de ganhos positivos, apoiada pelas novas regras do CVA em relação aos limites de preços, subsídios e inflação decrescente dos custos de construção (INCC) em 2023.

| Cury ON (CURY3) |           | Recomendação            |      | Upside                        |     | Vol. Méd. Diário 3 meses (R\$ M) |      |
|-----------------|-----------|-------------------------|------|-------------------------------|-----|----------------------------------|------|
| Preço -Alvo     | R\$ 20,00 | COMPRA                  |      | 59,4%                         |     |                                  |      |
| Preço           | R\$ 12,55 | Valor de Mercado (R\$M) |      | Preço Mín./Máx. 52 sem. (R\$) |     |                                  |      |
|                 |           | 3638                    |      | 7,18 10,26                    |     | 23,00                            |      |
| Projeções       |           |                         |      |                               |     |                                  |      |
| P/L             |           | EV/EBTIDA               |      | P/VPA                         |     | Dividend Yield                   |      |
| 22E             | 10        | 22E                     | 7,48 | 22E                           | 5,5 | 22E                              | 4,2% |
| 23E             | 6,8       | 23E                     | 4,99 | 23E                           | 4,2 | 23E                              | 5,9% |

Bruno Mendonça

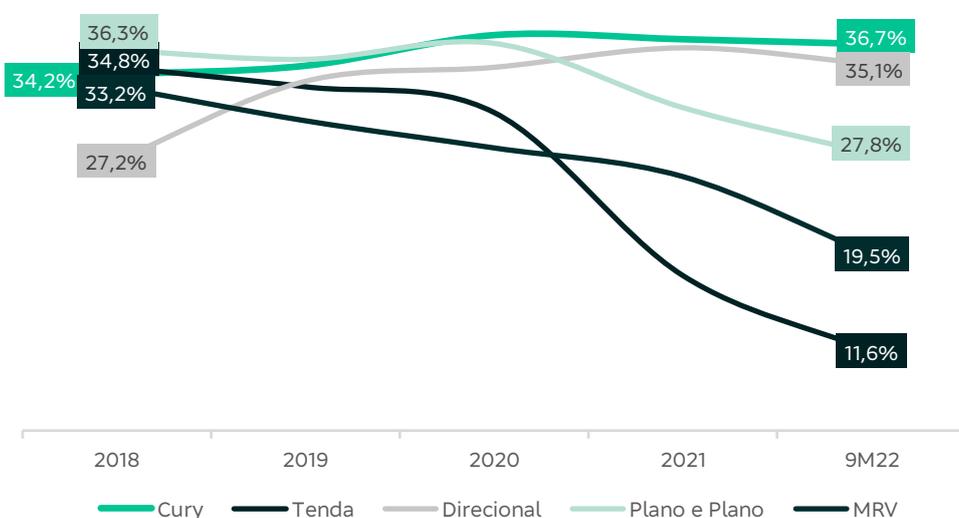
Wellington Lourenço

ÁGORA tem direito exclusivo de distribuição dos relatórios do Bradesco BBI para pessoas físicas.



**Iniciamos a cobertura da Cury (CURY3) com uma recomendação de Compra e preço-alvo para o final de 2023 de R\$ 20 (com potencial de valorização atrativo).** A Cury é uma incorporadora de baixa renda de 59 anos que se tornou uma JV com a Cyrela em 2007 e abriu o capital (IPO) em setembro de 2020 (precificada a R\$ 9,35/ação). A Cury opera nos Grupos 2 e 3 do programa CVA, bem como logo acima da faixa de renda mais alta do programa (no chamado "Grupo 4"), com compradores de casas com renda mensal de R\$ 3,5 mil a R\$ 13 mil (R\$ 220 mil a R\$ 340 mil de ticket médio). A Cury opera com em uma geografia limitada, exclusivamente nos estados de São Paulo e Rio de Janeiro, o que permite uma execução de alto nível utilizando um método de construção em alvenaria (alvenaria de tijolos) que é mais flexível e faz melhor uso dos lotes de terreno do que o método de formas escaláveis de alumínio adotado pela grande maioria dos concorrentes de baixa renda listados que operam em muitas cidades. O rigoroso controle de custos da Cury e sua estratégia de preços diferenciados (preços médios subiram 31% vs. 3T20) levou-a a sustentar as margens brutas mais altas em nossa cobertura de baixa renda (37% de margem bruta em 9M22, contra uma média de 23,5% para seus pares), sem apresentar nenhuma margem decepcionante desde seu IPO, mesmo em meio à pressão inflacionária do segmento em 2021-22.

### Margem Bruta da Cury vs. Pares:

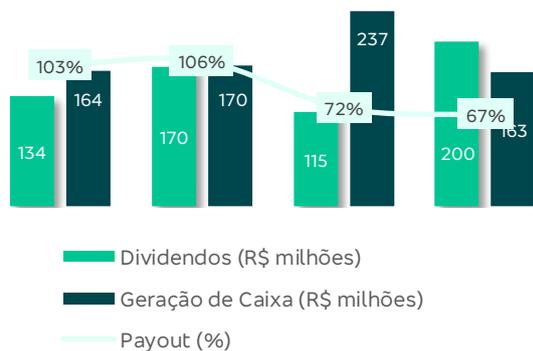


Fonte: Cury e Bradesco BBI

**Os três principais pilares operacionais da Cury levam a um uso limitado do capital próprio e a uma forte geração de caixa, sustentando Rentabilidade (ROE) acima de 50% e um payout de 60-70%.** A estratégia financeira de retorno rápido da Cury visa minimizar o uso do capital próprio e manter a dívida baixa. No setor de construção, não há uma justificativa clara para a lucratividade diferenciada, mas os processos e a gestão da Cury têm sustentado repetidamente desempenhos operacionais premium ao longo dos anos (com um ROE médio de 58% desde 2017). Para sustentar isso, a Cury tem 3 "regras de ouro" para projetos: (i) aquisição de terrenos preferencialmente via trocas, ou, se pago em dinheiro, desembolsos somente após todas as aprovações e lançamentos; (ii) lançamento somente com crédito de construção totalmente contratado; (iii) venda rápida (100% das unidades devem ser vendidas em 6 meses) e transferência de compradores de imóveis para a Caixa o mais rápido possível via crédito associativo.



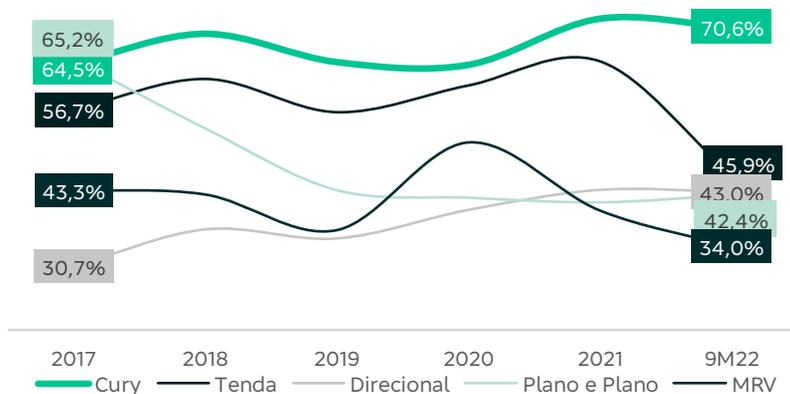
## Geração de Caixa e Dividendos da Cury:



Fonte: Cury e Bradesco BBI

**O mix de velocidade média de vendas recorrente da Cury (VSO) em cerca de 70% com a transferência imediata de compradores para os bancos permite um ciclo de caixa reduzido em relação aos players de média-alta renda e até mesmo aos seus pares de baixa renda.** Isto o permite: 1) ter exposição limitada de dívida (caixa líquido), exigindo uma fração das linhas de crédito para construção pré-aprovadas da Caixa; 2) ter exposição limitada do patrimônio líquido, com de longe a maior relação lançamentos/capitais próprios em nossa cobertura (5,2x, vs. 2,9x a média dos pares) e ROE médio de 58% desde 2017; e 3) ser um forte gerador de caixa, convertendo 60-70% dos lucros em dinheiro a cada ano (significando um rendimento de 11% do FCF estimado para 2023), permitindo um payout de 60-70%, tornando a Cury uma das principais alternativas de dividendos em nossa cobertura (5,9% de DY, contra a média dos pares de 2,9% em 2023).

## Velocidade de Vendas da Cury vs. Pares:



Fonte: Cury e Bradesco BBI

**Múltiplo P/L estimado para 2023 de 6,8x e 11% de rendimento do FCF parece atraente para um player premium, apoiado por um CAGR dos lucros de 31% no período de 2022 a 2024.** Apesar da turbulência do segmento em 2021-22, a Cury implantou com sucesso suas metas do IPO para 2020, e acelerou os lançamentos e vendas no período, construindo uma grande carteira de receitas (backlog) para 2023 e um pipeline de projetos ainda forte (esperamos que os lançamentos atinjam R\$ 3,7 bilhões em 2023, avanço de 14% em base anual), o que deverá suportar um sólido crescimento dos lucros (31% de taxa de crescimento média ponderada anual – CAGR – entre o período de 2022 a 2024). Apesar do desempenho expressivo das ações no acumulado do ano (cerca de 73% contra recentes 2% do Ibov), ainda vemos as ações CURY3 negociando a um múltiplo P/L de 6,8x estimado para 2023 e 5,9x para 2024 (em linha com os pares, enquanto a melhor execução da Cury deve suportar algum prêmio), não refletindo as perspectivas de crescimento da empresa.

**A Cury oferece uma proposta mais equilibrada de risco-retorno em relação à maioria dos pares de baixa renda.** Mudanças recentes nas regras do programa CVA tendem a beneficiar todos os nomes de baixa renda em nossa cobertura, permitindo preços unitários e margens mais altas em meio ao ambiente atual de custos de construção mais altos. Para a Cury e Direcional - atualmente, os players premium do segmento que foram capazes de sustentar as margens mais saudáveis da categoria -, as mudanças contribuem para uma rentabilidade e um desempenho operacional já satisfatórios. Se, por um lado, MRV (MRVE3; Compra e preço-alvo de R\$ 17,00) e Tenda (TEND3; Neutra e preço-alvo de R\$ 7,00) podem proporcionar maior potencial de valorização, estas viradas dependem de um processo de recuperação (Plano e Plano pode ser incluído neste grupo de recuperação de margens, mas em uma extensão muito menor e menos arriscada). Neste sentido, em um setor com valuations deprimidos em todo o setor (a CURY3 a um P/L para 2023 a 6,8x está em linha com a média dos pares), a Cury se destaca como uma proposta atrativa risco-retorno, combinando os maiores rendimentos de curto prazo entre os pares (11% de rendimento do FCF estimado para 2023 destaca a menor duration dos fluxos de caixa da Cury) com um retorno adequado que depende totalmente da continuidade, sem depender de qualquer tese de recuperação.

#### Valuation da Cury vs. Pares:

| Companhia            | P/L 2023    | P/L 2024    | CAGR dos Lucros 2022-2024 | FCF Yield estimado 2023 |
|----------------------|-------------|-------------|---------------------------|-------------------------|
| <b>Cury</b>          | <b>6,8x</b> | <b>5,9x</b> | <b>31%</b>                | <b>10%</b>              |
| Direcional           | 7,1x        | 6,2x        | 26%                       | 7%                      |
| MRV                  | 7,9x        | 4,0x        | 41%                       | -30%                    |
| Plano & Plano        | 5,7x        | 4,7x        | 44%                       | 9%                      |
| Tenda                | -           | 4,1x        | -                         | -15%                    |
| <b>Cury vs Pares</b> | <b>-1%</b>  | <b>25%</b>  | <b>-7,0pp</b>             | <b>14,2pp</b>           |
| Média de Baixa Renda | 6,9x        | 5,0x        | 36%                       | -4%                     |

Fonte: Bloomberg e Bradesco BBI

**A inclusão no índice MSCI Small Cap após a melhoria da liquidez torna o case mais atraente.** Acreditamos que o recente aumento da liquidez é uma das razões por trás do impressionante desempenho positivo da CURY3. Em setembro de 2022, a Cyrela reduziu sua participação na Cury para 24%, de 32% (pós-IPO), parcialmente adquirida pelos acionistas controladores da Cury (principalmente o CEO/fundador Fabio Cury - um sinal positivo), e parcialmente vendida no mercado. Desde então, a ADTV da Cury melhorou de R\$ 8 milhões (do IPO até setembro de 2022) para R\$ 21 milhões, permitindo a inclusão das ações no índice MSCI Small Cap em novembro de 2022. A Cyrela manteve seus dois lugares no conselho (CEO e CFO da Cyrela), já que o acordo de acionistas da Cury afirma que a Cyrela pode manter esses representantes enquanto sua participação permanecer acima de 14%.

**Nossa estimativa de lucros é de 4% acima do consenso para 2023.** As mudanças do programa CVA relacionadas aos subsídios "pró-cotista" e do Grupo 2 foram recentemente estendidas até meados de 2023, o que ainda não está nos números do consenso. Embora o programa provavelmente mudará seu nome de volta para Minha Casa Minha Vida sob o novo governo, não esperamos nenhuma mudança significativa na dinâmica dos grupos de renda onde os players listados atualmente operam. Se o novo governo eventualmente apresentar uma estrutura sustentável para as faixas de renda mais baixas do programa (Grupo 1, atualmente inexistente), vemos espaço para a Cury se tornar potencialmente uma operadora, embora esta possibilidade ainda não seja considerada em nossas estimativas.

**Riscos para a tese:** aumento dos custos de construção, reformas fiscais que impactam os dividendos, deteriorando a acessibilidade no segmento de renda média e enfraquecendo ainda mais as condições macro.

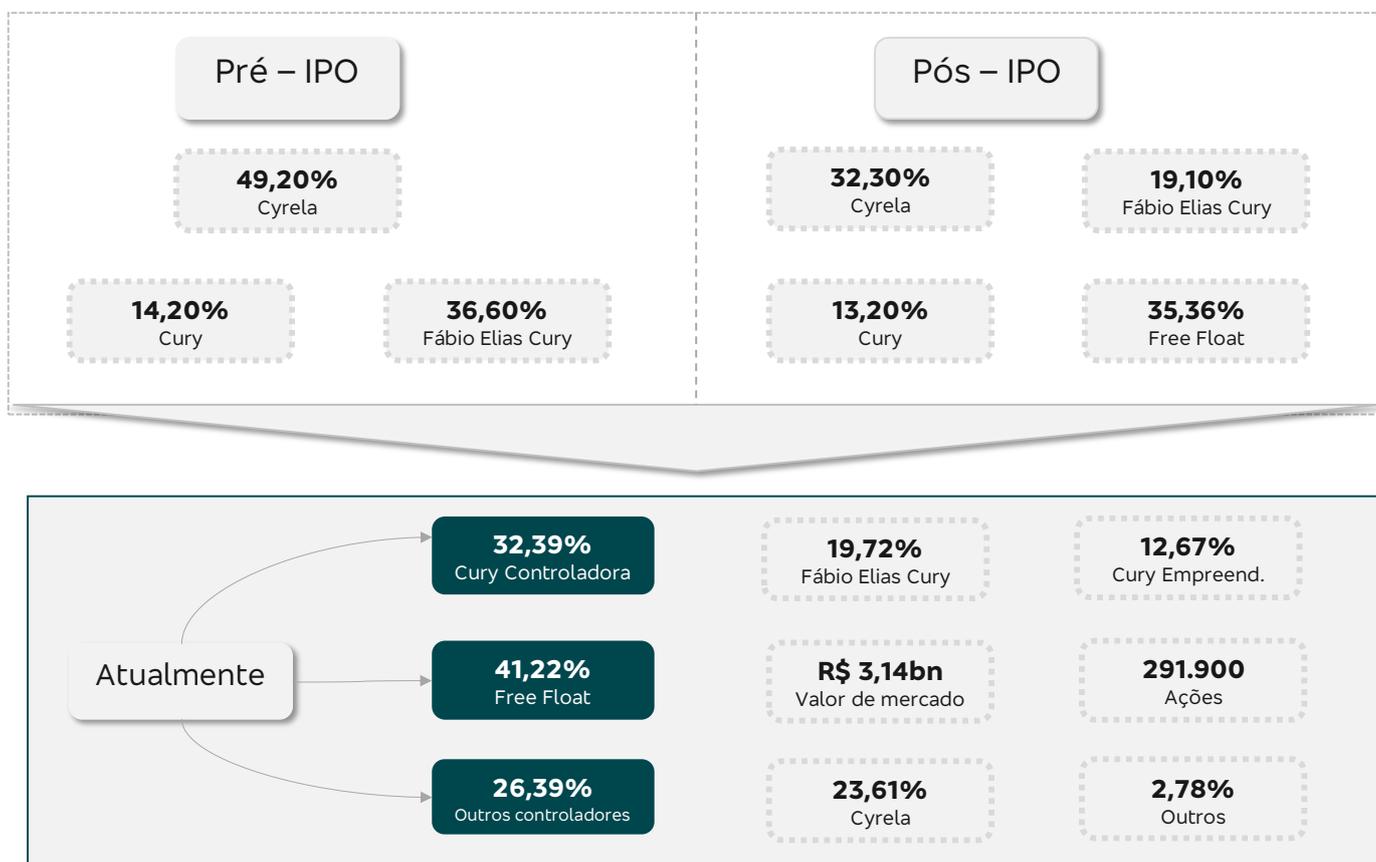


## Conhecendo a Cury

**Cinquenta e nove anos de história e crescimento impulsionados pela JV com a Cyrela em 2007...** a Cury iniciou suas operações em 1963 como operador de crédito do Banco Nacional de Habitação do governo brasileiro (BNH), tornando-se construtora na década de 1980. Em 2007, a Cury fez uma joint venture de 50-50% com a Cyrela que agregou expertise e alimentou o crescimento da empresa, impulsionado também pela criação do programa Casa Verde Amarela (CVA) em 2009. A Cury realizou sua abertura de capital (IPO) em 2020 e tem 4% de participação de mercado em São Paulo e 9,5% do Rio de Janeiro, seus principais mercados.

**Recentemente a Cyrela reduziu sua participação para 23,6% (-6,9pp vs. IPO)**, aumentando o float da CURY3 para 41% (ante 35% pós IPO) e o ADTV para R\$ 21 milhões (vs. R\$ 8 milhões pós IPO), levando à inclusão da ação no índice MSCI Small Cap em novembro de 2022. Acreditamos que este movimento foi positivo para a Cury, pois reduz os problemas de liquidez e deve impulsionar os fluxos. O acordo de acionistas entre os acionistas controladores da Cury e a Cyrela permite que a Cyrela mantenha seus dois assentos no conselho enquanto eles mantiverem uma participação acima de 14%.

### Evolução da estrutura acionária:



Fonte: Cury

**As operações da Cury são focadas nos Grupos 2 e 3 do programa Casa Verde e Amarela (CVA)**, com renda mensal máxima das famílias de R\$ 8 mil, e com um ticket médio de R\$ 222 mil no 3T22. Desde sua fundação, a empresa utiliza o método de construção em alvenaria (alvenaria de tijolos), que é diferente da maioria de seus concorrentes listados que utilizam moldes de alumínio. Enquanto a construção de paredes de concreto utilizando moldes de alumínio permite uma expansão geográfica eficiente (pois exige um número relativamente menor de fornecedores e mão de obra), o método de alvenaria da Cury oferece outras vantagens, tais como maior flexibilidade para projetos em termos de altura de construção e uso otimizado do terreno, além de uma menor exposição aos custos de concreto (uma das principais fontes de inflação nos últimos meses). Como a Cury concentra suas operações em apenas duas cidades, ela é capaz de assegurar ganhos de eficiência e ter relações diferenciadas com fornecedores locais, o que foi fundamental para manter suas margens acima de seus pares durante os períodos mais críticos de custos desenfreados em 2020-21, dado seu mix de matéria-prima.



**ÁGORA**  
INVESTIMENTOS

## Região Metropolitana (RJ e SP)

4004 8282

## Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

## RESEARCH ÁGORA

**Dalton Gardimam**  
Economista-Chefe

**José Francisco Cataldo Ferreira**  
CNPI - Estrategista de Análise

**Ricardo Faria França**  
CNPI - Analista de Investimentos

**Maurício A. Camargo**  
CNPI-T - Analista Gráfico

**Ernani Teixeira R. Júnior**  
CNPI-T - Analista Gráfico

**Maria Clara W. F. Negrão**  
CNPI - Analista de Investimentos

**Flávia Andrade Meireles**  
CNPI - Analista de Investimentos

**Wellington Antonio Lourenço**  
CNPI - Analista de Investimentos

**Henrique Procopio Colla**  
CNPI-T - Analista Gráfico

**Renato Cesar Chanes**  
CNPI - Analista de Investimentos

**Larissa Fidelis Monte**  
Analista Assistente de Investimentos

**DIRETOR GERAL**  
Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

**DIRETOR**  
Ricardo Barbieri de Andrade

### Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de prover informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

A Ágora esclarece que reproduziu no presente relatório análises realizadas pela Bradesco Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, sendo ambas sociedades integrantes do grupo econômico do Banco Bradesco S.A. Os analistas de investimentos declaram que pactuam com as opiniões expressadas nas referidas análises ora reproduzidas.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora e Bradesco Corretora:

A Ágora, Bradesco Corretora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

O Bradesco BBI está participando como coordenador na oferta pública de distribuição de Centrais Elétricas Brasileiras S.A., Cogna Educação S.A. e JHSF Participações S.A.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: AES Brasil Energia S.A., Alpargatas S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Pan S.A., BRF S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A., Companhia Brasileira de Alumínio, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Diagnósticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Guararapes Confeções S.A., Hypera S.A., Iguatemi S.A., Jochpe Maxiom S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Kora Saúde Participações S.A., Localiza Rent A Car S.A., MPM Corporeos S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Positivo Tecnologia S.A., Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações, Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. e Yduqs Participações S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: AES Brasil Energia S.A., Allied Tecnologia S.A., Alpargatas S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Pan S.A., BRF S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A., Companhia Brasileira de Alumínio, CSHG Logística - FIJ, CSHG Recebeíveis Imobiliários - FIJ, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A., Diagnósticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Guararapes Confeções S.A., Hypera S.A., Iguatemi S.A., Jochpe Maxiom S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Kora Saúde Participações S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comércio S.A., Localiza Rent A Car S.A., MPM Corporeos S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Positivo Tecnologia S.A., Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações, Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Três Tentos Agroindustrial S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. e Yduqs Participações S.A.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).