



ÁGORA
INVESTIMENTOS

ÁGORA INSIGHTS

Análise de Empresas

Construção Civil



06/12/2023

Revisitando as preferências de baixa renda à medida que a visibilidade melhora

Overview: Estamos aumentando as nossas estimativas de lucro em 5%, em média, introduzindo preços-alvo para 2024 e colocando uma nova ordem de preferência: (i) Direcional (DIRR3); (ii) Tenda (TEND3); (iii) MRV (MRVE3); (iv) Plano & Plano (PLPL3); e (v) Cury (CURY3). Entre as histórias estáveis (CURY3, DIRR3, PLPL3), temos uma forte preferência por DIRR3 (top pick), devido principalmente a um desconto de valuation imerecido de 22% em relação à média dos pares (6,4x o múltiplo P/L, contra 8,1x dos pares) e 24% de desconto para CURY3 (em 8,4x). Tenda é agora nossa preferida entre os casos de turn around (MRVE3 e TEND3), e nossa segunda no segmento de baixa renda (depois de DIRR3), pois vemos risco-retorno atraente na assimetria do seu múltiplo P/L de 3,8x (diferença de quase 50% em relação à média dos pares).

Companhia	Recomendação	Preço-alvo	Volume médio	Valor de Mercado	P/L		P/VPA	ROE		Dívida Líquida / Patrimônio	Dividend yield	Crescimento médio anual dos lucros (2023 a 2025)
			(3M)		2024	2025		2024	2025			
Segmento de Baixa Renda												
Cury	Compra	24,00	30,00	5.026	8,4x	6,9x	5,1x	70%	69%	-47%	6,5%	18%
Direcional	Compra	30,00	45,00	3.418	6,4x	5,2x	1,5x	19%	26%	4%	1,5%	46%
MRV	Compra	17,00	130,00	5.097	9,8x	4,9x	0,9x	5%	9%	49%	0,0%	101%
Plano & Plano	Compra	16,00	13,00	2.431	7,8x	7,0x	2,8x	40%	42%	28%	1,3%	30%
Tenda	Compra	21,00	41,00	1.533	6,5x	3,8x	1,3x	-4%	22%	27%	0,0%	n.a.
Média segmento baixa renda			52	3.501	7,8x	5,6x	2,3x	26%	34%	12%	1,9%	49%
Segmento de Média-Alta Renda												
Cyrela	Compra	31,00	118,00	8.578	9,1x	7,6x	1,1x	12%	12%	9%	2,2%	16%
Even	Compra	10,00	7,00	1.380	8,8x	5,9x	0,7x	9%	8%	13%	2,7%	17%
EzTec	Neutra	27,00	42,00	3.982	9,1x	7,1x	0,8x	7%	9%	-7%	0,2%	35%
Helbor	Neutra	5,00	1,00	387	4,4x	2,7x	0,3x	1%	6%	72%	3,1%	161%
JHSF	Compra	10,00	14,00	3.098	5,8x	3,4x	0,6x	6%	10%	26%	3,1%	74%
Lavvi	Compra	11,00	4,00	1.483	7,0x	4,6x	1,2x	13%	17%	-9%	3,4%	44%
Mitre	Compra	10,00	5,00	492	2,9x	2,4x	0,4x	8%	16%	27%	0,0%	54%
Moura Dubeux	Compra	16,00	5,00	1.006	4,5x	3,6x	0,7x	12%	16%	7%	0,0%	35%
Tecnisa	Neutra	5,00	0,00	258	4,1x	2,0x	0,4x	2%	10%	102%	0,0%	211%
Trisul	Compra	11,00	5,00	1.017	4,8x	4,1x	0,7x	7%	15%	47%	1,6%	68%
Média segmento média e alta renda			22,00	2.380	6,3x	4,6x	0,7x	8%	12%	21%	1,8%	56%

Fonte: Bloomberg, Companhias e Bradesco BBI

Revisitando as preferências. Embora os impactos de longo prazo das prováveis mudanças na remuneração do fundo FGTS eventualmente tenham que ser discutidos em profundidade, a maior visibilidade de curto/médio prazo sobre o financiamento do programa Minha Casa, Minha Vida (MCMV) nos leva a ficar mais otimistas em relação ao segmento de baixa renda. Estamos atualizando nossas preferências para o segmento de baixa renda após: (i) o recente capítulo da votação do STF sobre alteração da remuneração do FGTS e do custo de captação do MCMV - julgamento ainda não concluído, mas com ajustes anunciados que sugerem um longo período de transição, permitindo que o programa permaneça relevante pelo menos durante os próximos 5 a 7 anos; e (ii) o recente anúncio do orçamento plurianual do FGTS, com R\$ 96 bilhões/ano para habitação do MCMV, sustentando o nível orçamentário de 2023.

FGTS: um dia de cada vez. O FGTS tem sido o tema principal no setor de baixa renda em 2023, e a visibilidade está aumentando, pois houve passos importantes recentemente, como: (i) Avanço da votação no STF e definição de um cenário base (pagamento de 100% do lucro em 2024 e remuneração da poupança para novos depósitos a partir de 2025); e (ii) definido o orçamento plurianual do FGTS (2024 a 2027), com R\$ 97 bilhões para o programa MCMV e R\$ 10 bilhões para novos subsídios. Com isso, esperamos que a pressão vendedora sobre as ações de construtoras voltadas ao público de baixa renda diminua gradualmente.

Bruno Mendonça 

José Cataldo 

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

Atualização sobre as alterações do Pode Entrar e do MCMV. Depois de uma longa espera, o programa Podemos Entrar parece estar (finalmente) na terceira e última fase, em que as construtoras poderão lançar os projetos selecionados. Não temos uma regra clara sobre o reconhecimento de receita e caixa dos empreendimentos, embora a visão inicial seja que a prefeitura de São Paulo deveria pagar 15% do VGV às construtoras no início da construção e os outros 85% durante a construção (algo perto de 2 anos). A notícia é positiva, mas, por outro lado, não temos uma visão clara sobre a implementação das alterações finais do MCMV — FGTS Futuro e RET1 —, que deverão beneficiar principalmente Tenda, Direcional e MRV, respectivamente, devido ao mix de produtos. A expectativa é que ambas as mudanças comecem no 1T24, mas o Governo ainda não divulgou comunicado oficial.

Direcional (DIRR3): execução superior + valuation relativamente mais barato = top pick! A Direcional é nossa principal recomendação entre as ações de construtoras voltadas ao público de baixa renda (e no setor de construção residencial), combinando: (i) execução superior (46% de crescimento anual médio dos lucros nos próximos anos, com suporte adicional da expansão da margem de backlog de 3,00 pp, para 43%, reportado no 3T23); (ii) valuation atraente, de 6,4x o múltiplo P/L para 2024, um desconto de 22% para os pares e de 24% para CURY3; e (iii) melhor liquidez das ações após o follow-on em julho (R\$ 45 milhões em média por dia, o terceiro nome mais líquido em nossa cobertura). Estamos aumentando a nossa estimativa de lucros para 2024 em 9%, colocando a nossa previsão 8% acima do consenso. Entre outras histórias estáveis, vemos Plano & Plano e Cury também com execuções sólidas e margens estáveis, embora com valuations relativamente mais caros (7,8x e 8,4x o múltiplo P/L para 2024, respectivamente), com PLPL3 ainda tendo vantagem do programa habitacional Pode Entrar, o que poderá adicionar R\$ 1,00 (7%) ao nosso preço-alvo.

Tenda agora é Compra (de neutra), com preço-alvo de R\$ 21,00 ao final de 2024 (de R\$ 15 anteriormente); Múltiplo P/L de 3,8x para 2025 sugere uma vantagem significativa. Se a Tenda conseguir avançar em direção ao resultado final que o Bradesco BBI projetada, de R\$ 407 milhões em 2025 (o que significa 3,8x o múltiplo P/L), acreditamos que não haverá mais discussões sobre sua recuperação de execução, abrindo caminho para uma convergência para o P/L médio dos pares (atualmente em 6,0x), o que pode levar a uma valorização de aproximadamente 50% das ações em relação aos pares. Com isso, classificamos TEND3 no topo de nossa lista de preferências. Com a oferta de ações de R\$ 234 milhões em agosto, a Tenda abordou nossas preocupações sobre sua estrutura de capital (lançamentos/valor patrimonial agora em 2,5x, abaixo dos 5x em nossas estimativas anteriores) e eliminou o risco de violação de compromissos (Dívida/Patrimônio perto de 23%, bem abaixo dos 90% anteriormente), então está agora em uma posição privilegiada para se beneficiar do ambiente melhorado nas faixas inferiores do programa MCMV, fornecendo um caminho para reacelerar os lançamentos, ao mesmo tempo em que recupera suas margens (com fortes indícios positivos no 3T23). Além disso, ainda há potenciais vantagens adicionais em nossas estimativas decorrentes das alterações do Podemos Entrar e do MCMV (RET1 e FGTS Futuro) — ainda não totalmente refletidas em nossos números.

MRV: Maior assimetria do setor, mas Resia perde impulso. Nossa redução de 44% no resultado final de 2024 é totalmente explicada pela deterioração do ambiente para vendas de ativos da Resia, com as condições atuais no mercado americano, provavelmente, levando a margens mais baixas do que esperávamos anteriormente nos ativos para venda da divisão, o que também é a principal explicação para a redução do nosso preço-alvo de R\$ 20,00 para R\$ 17,00. Combinando as atuais taxas do mercado americano, com a orientação da Resia de pelo menos equilibrar sua geração de caixa em 2024 (o que pode levar a margens brutas de um dígito nas vendas de projetos se as taxas permanecerem estáveis por lá), nosso modelo aponta prejuízo de R\$ 12 milhões na subsidiária norte-americana em 2024, contra lucro líquido de R\$ 300 milhões anteriormente. Por outro lado, a recuperação da operação brasileira da MRV segue no caminho certo, em nossa opinião, com nossas estimativas de lucro líquido mantidas em R\$ 500 milhões e R\$ 1,0 bilhão em 2024 e 2025, respectivamente. Em suma, o fraco ímpeto da Resia deverá conduzir a uma descida das estimativas consolidadas do consenso e, portanto, constituir um risco negativo para a ação no curto prazo. No entanto, uma vez que o impulso negativo da Resia eventualmente

cesse, vemos espaço para que um valor significativo seja desbloqueado em MRVE3 (Resia representa R\$ 3,00/ação em nosso preço-alvo, por exemplo) e materialize o que vemos como o maior potencial de valorização no segmento. MRVE3 está sendo negociado a 9,8x o múltiplo P/L para 2024 e 4,9x para 2025, enquanto projetamos um crescimento anual médio de 67% nos lucros até 2026.

Estimativas Novas x Antigas. Estamos rolando nossos preços-alvo para o final de 2024, após incorporar: (i) os resultados do 3T23; e (ii) o cenário econômico mais recente (por exemplo, Selic média de 11,75% para 2023 e 8,75% para 2024).

Principais números		Cury	Direcional	MRV	Plano & Plano	Tenda
Lançamentos						
2023E	Novo	4.133	4.077	8.391	2.318	3.073
	Novo vs Anterior (%)	4%	0%	-2%	10%	10%
2024E	Novo	4.453	4.451	9.578	2.632	3.947
	Novo vs Anterior (%)	6%	0%	-1%	15%	34%
2025E	Novo	4.618	4.941	10.120	2.939	4.487
	Novo vs Anterior (%)	6%	9%	-1%	24%	42%
Receita Líquida						
2023E	Novo	3.000	2.237	7.295	1.996	2.728
	Novo vs Anterior (%)	8%	-17%	8%	14%	3%
2024E	Novo	3.773	3.627	7.530	2.368	3.363
	Novo vs Anterior (%)	4%	9%	-3%	11%	10%
2025E	Novo	4.254	4.269	9.030	2.566	3.669
	Novo vs Anterior (%)	2%	16%	-3%	14%	15%
Margem Bruta						
2023E	Novo	38%	35%	24%	34%	22%
	Novo vs Anterior (%)	1,1 p.p.	-0,5 p.p.	0,7 p.p.	-0,7 p.p.	-2,6 p.p.
2024E	Novo	38%	36%	27%	35%	29%
	Novo vs Anterior (%)	0,3 p.p.	0,9 p.p.	0,0 p.p.	-1,0 p.p.	0,1 p.p.
2025E	Novo	38%	36%	31%	36%	31%
	Novo vs Anterior (%)	0,3 p.p.	1,0 pp	0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Lucro Líquido						
2023E	Novo	526	300	256	207	-94
	Novo vs Anterior (%)	11%	-2%	-15%	-5%	-22%
2024E	Novo	599	536	521	313	236
	Novo vs Anterior (%)	-4%	7%	-44%	10%	56%
2025E	Novo	731	652	1.032	348	407
	Novo vs Anterior (%)	2%	16%	-28%	16%	42%

Fonte: Bloomberg e Bradesco BBI



ÁGORA
INVESTIMENTOS



Região Metropolitana (RJ e SP)
4004 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282

ECONOMIA

Dalton Gardimam

Economista – Chefe

Maria Clara W. F. Negrão

Economista, CNPI

RESEARCH ÁGORA

José Francisco Cataldo Ferreira

CNPI – Superintendente de Research

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Ricardo Faria França

CNPI - Analista de Investimentos

Flávia Andrade Meireles

CNPI - Analista de Investimentos

Wellington Antonio Lourenço

CNPI - Analista de Investimentos

Renato Cesar Chanes

CNPI - Analista de Investimentos

José Ricardo Rosalen

CNPI-P - Analista de Investimentos

Larissa Fidelis Monte

Analista Assistente de Investimentos

ANÁLISE GRÁFICA

Ernani T. Reis

CNPI-T - Analista Gráfico

Henrique Procopio Colla

CNPI-P - Analista de Investimentos

DIRETOR GERAL

Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade



Acompanhe nossas redes sociais



agorainvestimentos.com.br

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 fornecer 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:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A., uma empresa gerenciada pela Cosan S.A. O Banco Bradesco S.A. detentor do Bradesco BBI e da Bradesco Corretora, tem participação acionária indireta em Livetech da Bahia (WDC), Log Commercial Properties, Semantix Tecnologia em Sistema da Informação, Vitru e Zamp S.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.

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: Ambipar Participações e Empreendimentos S.A., Alpargatas S.A., Assai Atacadista S.A., BRF S.A., B3 S.A. - Brasil Bolsa Balcão, C&A Modas, Cogna Educacao S.A., Companhia Paranesa de Energia - Copel, Construtora Tenda S.A., CPFL Energia S.A, Diagnóstico da América S.A., Direcional S.A, Eletrobras S.A., Energisa S.A., Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Hypera S.A., Inter S.A., JHSF Participacoes S.A., Localiza Rent A Car S.A., MRV S.A., Movida Participações S.A, Movida S.A, Empreendimentos Pague Menos S.A, Oceanpact S.A., Positivo Tecnologia S.A., Rede D'or São Luiz, Sanepar S.A, Telefônica Brasil S.A., Unidas S.A, Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A, Via S.A. e Viveo 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: Ambipar Participações e Empreendimentos S.A., Alpargatas S.A., Assai Atacadista S.A., BRF S.A., B3 S.A. - Brasil Bolsa Balcão, C&A Modas, Cogna Educacao S.A., Companhia Siderurgica Nacional (CSN), Companhia Paranesa de Energia - Copel, Construtora Tenda S.A., CPFL Energia S.A, Diagnóstico da América S.A., Direcional S.A, Eletrobras S.A., Energisa S.A., Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Hypera S.A. Inter S.A., JHSF Participacoes S.A., Localiza Rent A Car S.A., MRV S.A., Movida Participações S.A, Movida S.A, Empreendimentos Pague Menos S.A, Oceanpact S.A., Positivo Tecnologia S.A., Rede D'or São Luiz, Sanepar S.A, Telefônica Brasil S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. - TAESA, Unidas S.A, Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A, Via S.A. e Viveo S.A.

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