



*O NOVO CICLO*

# IMOBILIÁRIO

Relatório de ações do setor de construção civil



# Índice

---

<b>Introdução</b>	<b>03</b>
<b>Setor de Construção Civil</b>	<b>05</b>
<b>Recomendações</b>	<b>21</b>
<b>Bônus: Venda pás!</b>	<b>34</b>
<b>Conclusão</b>	<b>37</b>
<b>Glossário</b>	<b>38</b>

# Introdução

---

## **Aproveitando a janela de oportunidade no setor de Construção Civil**

A economia brasileira está em um momento importante, caracterizado por uma mudança de paradigma na política monetária, com a entrada em um novo ciclo de redução na taxa de juros. Essa transformação oferece uma janela única de oportunidades, especialmente no setor de construção civil e imobiliário que, historicamente, se mostrou sensível a essas mudanças.

O setor de construção civil é um dos pilares da economia brasileira, contribuindo significativamente para o PIB do país. O mercado imobiliário atua como um termômetro da economia, reagindo tanto à políticas governamentais quanto à condições macroeconômicas.

Atualmente, com o arrefecimento da inflação, o Banco Central do Brasil iniciou um novo ciclo de redução na taxa de juros. Essa medida, além de ser uma resposta aos desafios econômicos globais e locais, cria um ambiente favorável para investimentos em setores sensíveis ao crédito, como a construção civil.

Este relatório busca explorar e analisar as oportunidades de investimento que surgem neste contexto. Com uma visão detalhada do setor, da economia brasileira, e uma análise rigorosa das empresas listadas na bolsa de valores, temos como meta identificar aquelas que estão bem posicionadas para aproveitar esse novo cenário.

O propósito é fornecer *insights* valiosos e recomendações de investimento fundamentadas. Acreditamos que, através de uma análise cuidadosa, é possível encontrar empresas que ofereçam crescimento robusto e a possibilidade de retorno atrativo para aproveitar a janela de oportunidade que está aberta dentro do setor.

# Introdução

---

## Por que Construção Civil?

O setor de construção civil é uma parte fundamental da economia do Brasil, sendo responsável por parcela significativa do PIB e da geração de emprego. Além disso, há também um forte componente social que atrai a atenção do governo, que busca lutar pela redução do déficit habitacional e promover o acesso à moradia.

Vamos aprofundar mais na análise do setor em um outro momento ao longo deste relatório, mas já podemos adiantar que, além da sua importância, a conjuntura atual é benéfica para o segmento. O setor de construção civil é cíclico e estamos em uma janela de oportunidades interessante para o investimento em empresas do setor, uma vez que estamos em um ciclo de queda de juros. Vamos selecionar e recomendar algumas empresas que vemos oportunidade para surfar a recuperação do setor, antes que seja tarde demais.

## Recomendações

Vamos aprofundar nosso entendimento sobre o setor e sobre o atual momento, explicando a tese de investimento nos ativos que vemos como destaques para aproveitar esse ponto de virada. Já adiantando as recomendações que serão explicadas mais adiante no relatório, nossas escolhas são:

Ticker	Nome	Recomendação	Preço Alvo	Upside (%)
CURY3	Cury	Compra	R\$24,80	22,5%
LAVV3	Lavvi	Compra	R\$13,10	38,5%
MDNE3	Moura Dubeux	Compra	R\$18,00	38,0%

Valores referentes ao fechamento do dia 01/04/2024.

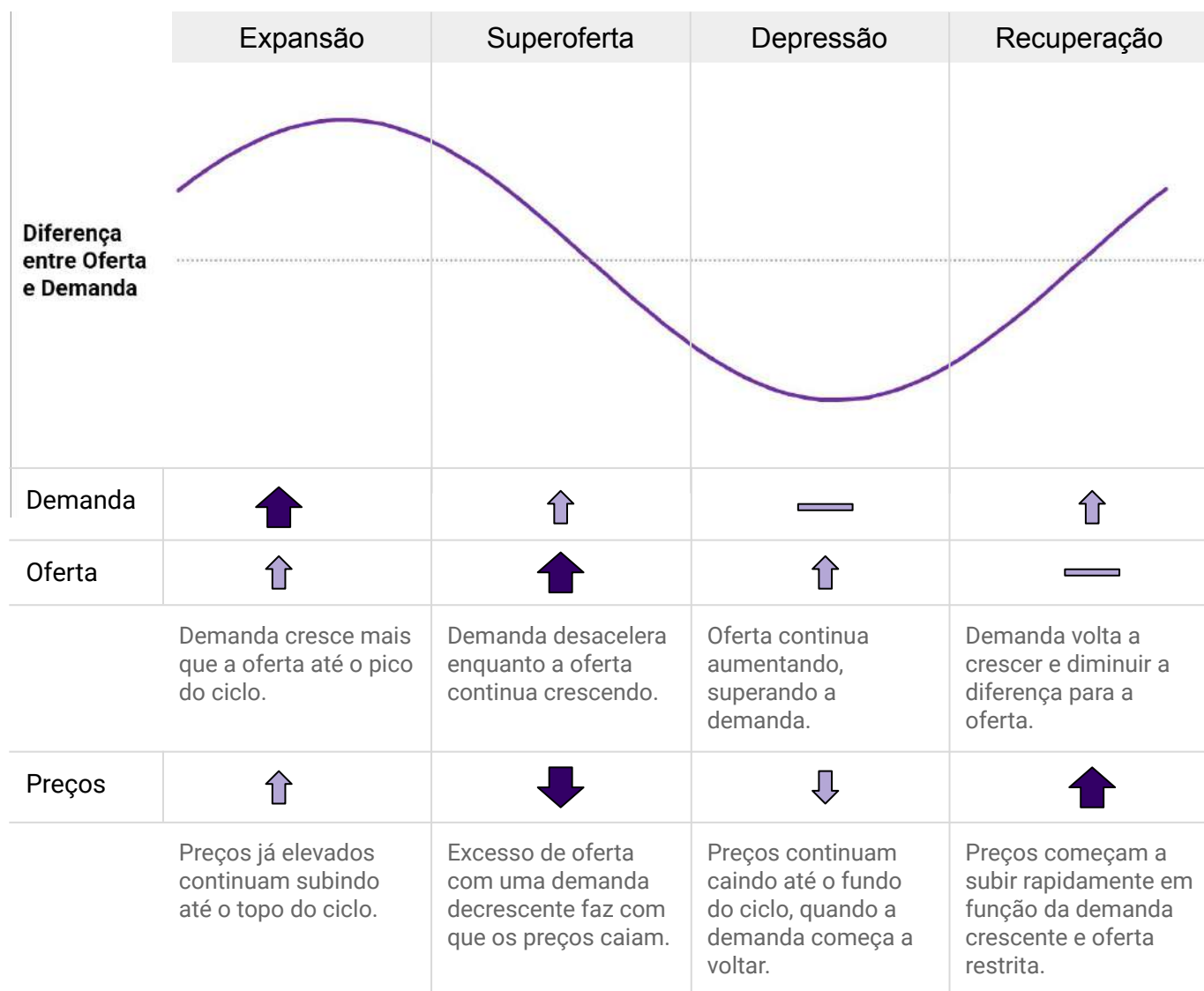
---

# Setor de Construção Civil

## Como funciona o setor de Construção Civil

O funcionamento do setor de construção civil está ligado ao mercado imobiliário como um todo. Primeiramente, vamos começar a entender a ciclicidade do mercado imobiliário.

O ciclo do mercado imobiliário, apesar de conectado ao estado da economia como um todo, não é, necessariamente, totalmente sincronizado com o ciclo econômico no geral. O ciclo imobiliário é composto por 4 fases principais: Expansão, Superoferta, Recessão e Recuperação.



Fonte: Traduzido e adaptado de Booz&Co. Riding the Real Estate Cycle: Building Capabilities for a Sustainable Future

# Setor de Construção Civil

---

Em momentos que o mercado está aquecido, na fase em que chamamos de **expansão**, também conhecida como “*Boom imobiliário*”, temos um mercado animado com os imóveis. Há uma demanda crescente e maior do que a oferta, fazendo com que os preços sejam pressionados para cima. Com preços maiores, mais projetos passam a se tornar atrativos em análises de viabilidade econômico-financeira. Os projetos levam algum tempo para serem entregues, conforme vamos detalhar mais adiante ao abordar o ciclo da incorporação imobiliária.

A atratividade aos projetos que os preços altos acarretaram, começa a ter como consequência um aumento relevante na oferta conforme novos imóveis são entregues. Com a demanda começando a desacelerar em função dos preços elevados e a nova oferta crescendo de maneira acelerada, entramos na fase de **superoferta**. Nessa fase, os preços começam a cair de forma acelerada em função do descasamento entre oferta e demanda. Dadas essas condições, menos projetos passam nos estudos de viabilidade.

Os projetos iniciados anteriormente continuam sendo entregues, mas como há menos projetos sendo aprovados, gradualmente o crescimento de oferta desacelera, apesar de continuar evoluindo. Com isso, entramos na fase de **depressão**. Os preços continuam caindo, de maneira mais branda, até que isso desperte uma volta gradual da demanda, que marca o fundo do ciclo.

Em função dos preços baixos nas últimas fases, da menor quantidade de novos projetos aprovados e da entrega dos últimos que foram iniciados há mais tempo, a oferta reduz drasticamente. Com o início da retomada da demanda, os preços começam a subir de maneira acelerada, em um movimento de **recuperação**.

---

# Setor de Construção Civil

---

Pelo tempo que a oferta demora para responder, em função do ciclo de incorporação, os preços continuam subindo e a demanda continua se elevando, nos levando de volta à primeira fase que comentamos, a fase de **expansão** ou “boom”. A partir daí, o ciclo se repete em um “loop infinito” ao longo dos anos, com algumas variações de intensidade, duração, consequências, etc.

O ambiente macroeconômico e o momento no ciclo imobiliário têm diversas implicações no desempenho e comportamento das empresas do setor. Agora que já entendemos o ciclo do mercado imobiliário, vamos compreender o que é e como funciona a incorporação imobiliária.

A incorporação imobiliária é, em essência, o processo pelo qual uma empresa transforma um terreno em um empreendimento, seja ele um conjunto de casas, um edifício de apartamentos, um galpão logístico, etc. Esse processo é composto por diversas etapas, cada uma com suas particularidades, riscos e prazos.

Podemos definir, de forma simples, o incorporador como o agente que atua para construir e vender imóveis, ou seja, o processo de desenvolvimento de imóveis. A incorporação engloba desde a prospecção de terrenos até a venda das unidades. A atividade pode ser exercida tanto por pessoas físicas quanto jurídicas.

A incorporadora é, então, a responsável geral pelo empreendimento, desde sua concepção até as vendas das unidades. No meio do caminho, há também a figura da construtora, que pode ou não ser ligada diretamente à incorporadora. Muitas vezes, a incorporadora também atua como construtora, mas é preciso entender que existe essa diferença. A construtora é a responsável pela execução da obra em si.

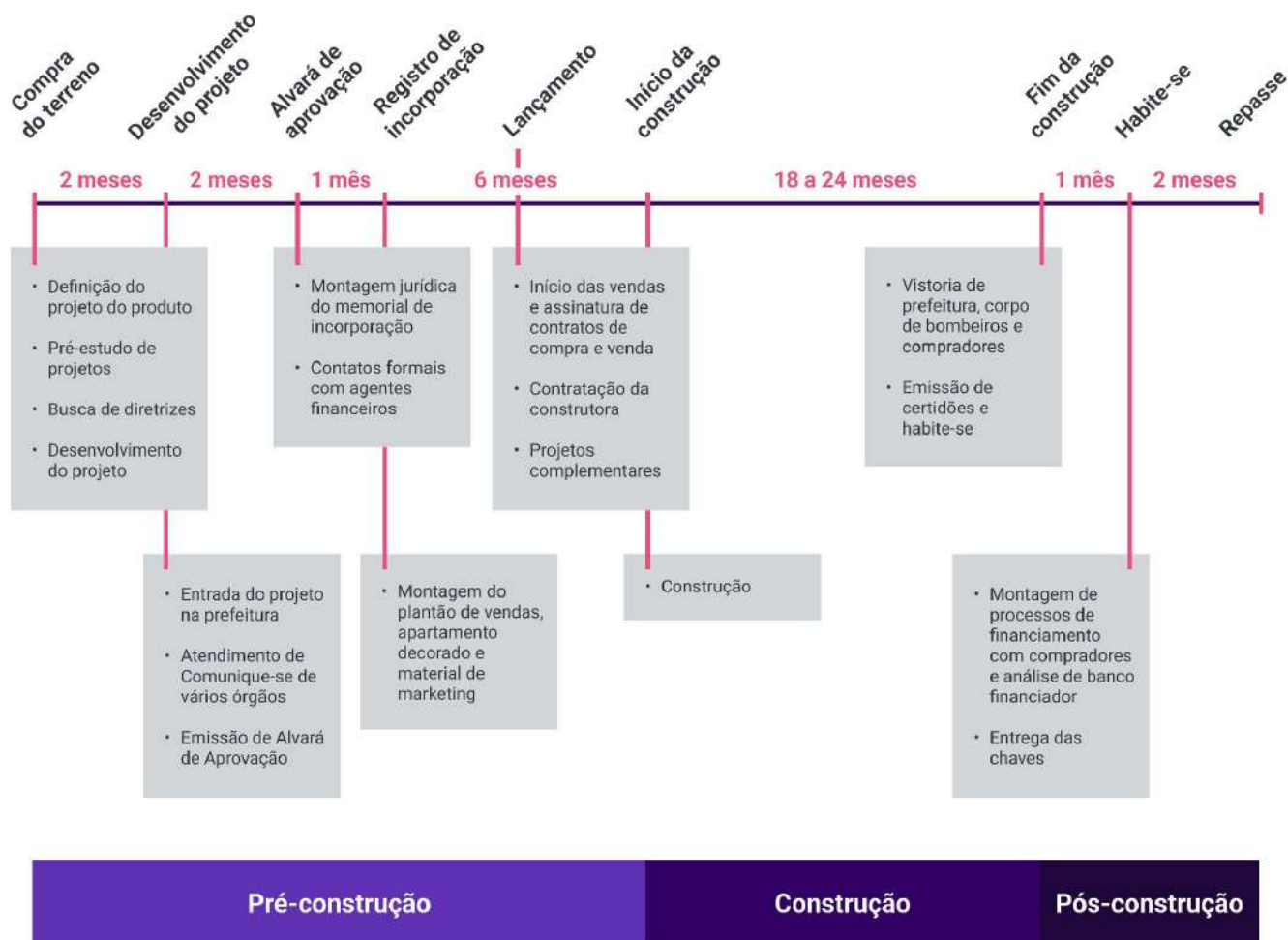
---

# Setor de Construção Civil

Um projeto imobiliário completo pode levar mais de 3 anos, o que ajuda a entender também a velocidade em que a oferta de novos imóveis leva para reagir aos momentos do ciclo imobiliário explicados anteriormente.

Após o contínuo processo de pesquisa de mercado, prospecção de terrenos e análises de viabilidade econômico-financeira, é realizada a compra do terreno.

## Principais marcos dos projetos imobiliários



Fonte: ABRAINC, "Guia - O ciclo da incorporação imobiliária".



# Setor de Construção Civil

---

Após a aquisição do terreno, as incorporadoras precisam definir o produto, elaborar os projetos, obter as autorizações e alvarás necessários até a realização do Registro de Incorporação do Empreendimento, que possibilita que a empresa comece a fase de lançamento.

Até aqui, a empresa já vem desembolsando com as atividades de prospecção e estudos, obtenção de autorizações, aprovações legais, registros e alvarás, estudos de viabilidade, além da compra do terreno. Sobre esta última, a incorporadora pode optar por comprá-lo com dinheiro, gerando um desembolso de caixa relevante, ou através de permutas.

A aquisição de terrenos por permuta exige a Empresa de desembolsar volumes de caixa mais significativos, ao oferecer para o proprietário do terreno o pagamento em unidades prontas (no caso de permuta física) ou um percentual das vendas (no caso da permuta financeira).

É no lançamento em que a incorporadora começa a realizar as vendas das unidades. Nessa fase é que a empresa inicia um plantão de vendas, monta um apartamento decorado e inicia os gastos com marketing para realizar as primeiras vendas.

Após a realização do lançamento e dos primeiros recebimentos, a empresa inicia as obras, que demoram em média entre 18 e 24 meses, a depender de cada projeto. Após a finalização da obra, a incorporadora precisa passar por vistorias para checagem de conformidade do empreendimento visando obter as certidões necessárias e o Habite-se.

Após o Habite-se, é realizada a entrega das chaves para os compradores, bem como o repasse dos recursos dos financiamentos e é quando, na prática, a incorporadora recebe os recursos.

---

# Setor de Construção Civil

---

## Como funciona o resultado das incorporadoras

O modelo de negócio de uma incorporadora está intrinsecamente ligado ao ciclo da incorporação imobiliária que acabamos de explorar. Entender como uma incorporadora gera receita nos ajudará a aprofundar nossa análise e identificar pontos-chave para avaliação. Basicamente, o negócio da incorporadora é comprar um terreno, desenvolver um projeto imobiliário e vendê-lo. Para ganhar dinheiro, a empresa precisa escolher bons terrenos, executar a obra no prazo, controlar os custos de obra que estão sujeitos à inflação, regular as despesas com vendas, certificar-se de toda a conformidade regulatória e ambiental daquele empreendimento para conseguir lucro na venda das unidades.

Enquanto o efetivo recebimento da maior parte do caixa geralmente acontece após o Habite-se, o reconhecimento contábil do resultado é um pouco diferente do padrão. No setor, é utilizado o método de PoC (Percentage of Completion, percentagem de conclusão, em português).

A metodologia PoC é baseada na evolução física e financeira dos projetos. As receitas das unidades vendidas são contabilizadas proporcionalmente de acordo com a evolução da obra. Os custos, por sua vez, são contabilizados dentro de “Estoque” nas demonstrações financeiras enquanto a construção acontece e serão contabilizados como custos de acordo com as vendas das unidades e evolução da obra. Dessa forma, os resultados são reconhecidos gradualmente, ao longo do ciclo da incorporação, ao invés de ficarem totalmente concentrados no lançamento ou na entrega das chaves, por exemplo.

# Setor de Construção Civil

---

## O setor no Brasil

A compreensão profunda do setor de construção civil não pode ser alcançada sem um olhar retrospectivo sobre sua história e os fatores que influenciaram seu desempenho ao longo dos anos. O setor tem sido impactado tanto por elementos macroeconômicos como por eventos políticos e legislativos específicos, e isso tem implicações diretas na avaliação de empresas como MRV, Cyrela, Eztec, Lavvi, Tenda, etc.

Se retrocedermos algumas décadas, vemos um setor extremamente dependente dos ciclos econômicos e das políticas de crédito. A demanda sempre foi impulsionada pela acessibilidade ao crédito e pelas taxas de juros. No entanto, diante do elevado déficit habitacional no Brasil, a demanda sempre se manteve persistente, tornando o setor relativamente resiliente, apesar de ainda sensível, durante períodos de desaceleração econômica.

O nível da taxa de juros é um dos principais fatores que influenciam o desempenho do setor de construção civil. Quando as taxas de juros estão baixas, o custo do crédito imobiliário para o consumidor também se reduz, tornando mais acessível o financiamento para a aquisição de imóveis. Este cenário estimula a demanda, favorecendo as vendas e, por conseguinte, o fluxo de caixa das empresas. Além disso, as incorporadoras também se beneficiam diretamente, pois os custos de financiamento para novos projetos diminuem, melhorando as margens e o retorno sobre o investimento. Em contrapartida, um aumento nas taxas de juros tem o efeito oposto: restringe a demanda ao encarecer o crédito, aumenta o custo de capital das empresas e exerce pressão sobre os estoques de imóveis, tornando o ambiente de negócios mais desafiador e pressionando as margens de lucro.

# Setor de Construção Civil

---

No Brasil, o déficit habitacional não só reflete uma carência em termos de quantidade de moradias, mas também a inadequação das habitações existentes, que muitas vezes não possuem infraestrutura básica ou são localizadas em áreas de risco. Este cenário é um problema social, mas também uma oportunidade para as empresas do setor de construção civil. O déficit habitacional gera uma demanda reprimida relevante por novas habitações, especialmente nos segmentos de baixa e média renda, além de atrair a atenção do governo, que busca atuar ativamente no setor. Por outro lado, o déficit também representa um conjunto de desafios que vão além da mera construção de novas unidades. São necessárias estratégias de urbanização e planejamento, bem como financiamento acessível para viabilizar projetos que atendam a essa demanda.

Entender essa dinâmica é crucial para a compreensão da dinâmica do setor de construção civil no país. As empresas que souberem alinhar suas estratégias para abordar esse déficit de maneira eficiente e eficaz não só estarão contribuindo para amenizar um grave problema social, mas também estarão posicionadas para capturar um mercado significativo e resiliente que, como já discutimos anteriormente, é muitas vezes incentivado por programas governamentais.

Para se ter uma ideia mais clara do déficit habitacional no Brasil, vale observar alguns números. Segundo os últimos estudos da Fundação João Pinheiro, o déficit habitacional brasileiro é estimado em aproximadamente 6 milhões de domicílios. Este número engloba não apenas a falta de casas, mas também domicílios inadequados e o comprometimento excessivo da renda com aluguel.

# Setor de Construção Civil

---

Em termos regionais, o déficit habitacional é bem presente nas regiões Nordeste e Sudeste, mas se faz presente ao longo de todo território nacional.



Fonte: Fundação João Pinheiro e Toro Investimentos

O desemprego também exerce um papel crucial neste cenário. Altas taxas de desemprego tendem a inibir a aquisição de novas casas e costumam aumentar o número de famílias em habitações inadequadas. Fatores como estes devem ser minuciosamente analisados, pois têm um impacto direto sobre as empresas do setor de construção civil, afetando tanto a demanda quanto a capacidade de pagamento dos potenciais compradores.

Não se pode falar sobre o setor de construção civil no Brasil sem mencionar o impacto substancial dos programas governamentais de habitação. Tais programas possuem grande importância e influência na dinâmica do setor, sendo importantes social e politicamente.

---

# Setor de Construção Civil

---

Ao longo dos últimos anos, os programas de habitação já passaram por diversas mudanças (inclusive de nome), mas continuam desempenhando um papel fundamental.

Fundado em 2009, no governo Lula, o programa Minha Casa Minha Vida (MCMV) foi criado visando combater o déficit habitacional, subsidiando e facilitando o acesso à moradia. Em 2021, o programa foi renomeado de Casa Verde e Amarela (CVA), sob o governo Bolsonaro, e em 2023, no mandato Lula 3, o programa voltou a ser chamado de MCMV. A essência do programa continua a mesma.

O MCMV foi um marco, visando reduzir o déficit habitacional no Brasil através de um amplo espectro de medidas, incluindo subsídios para famílias de baixa renda e facilidades de financiamento. A implementação deste programa não só tornou a habitação mais acessível, como também criou um ambiente de negócios mais favorável para as construtoras de baixa renda. Empresas como MRV e Tenda, por exemplo, se especializaram em atender os segmentos mais baixos de renda, obtendo crescimento significativo e maior estabilidade de demanda, haja visto os juros subsidiados do programa.

A existência desses programas e sua perpetuação através de diferentes governos atestam a sua importância não apenas social, mas também econômica. Eles afetam diretamente os ciclos de investimento e construção, criando uma demanda constante que pode ser uma excelente proteção contra as incertezas do cenário macroeconômico, além de servirem para incentivar um setor que gera muitos empregos no país. Ao analisar o setor, é imprescindível entender como essas políticas influenciam as dinâmicas de mercado e, por extensão, o desempenho das empresas que atuam nesse espaço.

# Setor de Construção Civil

---

A lei dos distratos de 2018 foi um outro marco relevante para o setor. Antes desta lei, o ambiente para as incorporadoras era mais incerto, visto que inexistiam regras claras e punitivas o suficiente para a opção por distratos (desistir da compra de um imóvel realizada na planta). Com a regra de 2018, as condições para distratar uma compra ficaram mais restritivas, reduzindo o “incentivo” para cancelar as compras, aumentando a segurança para as empresas.

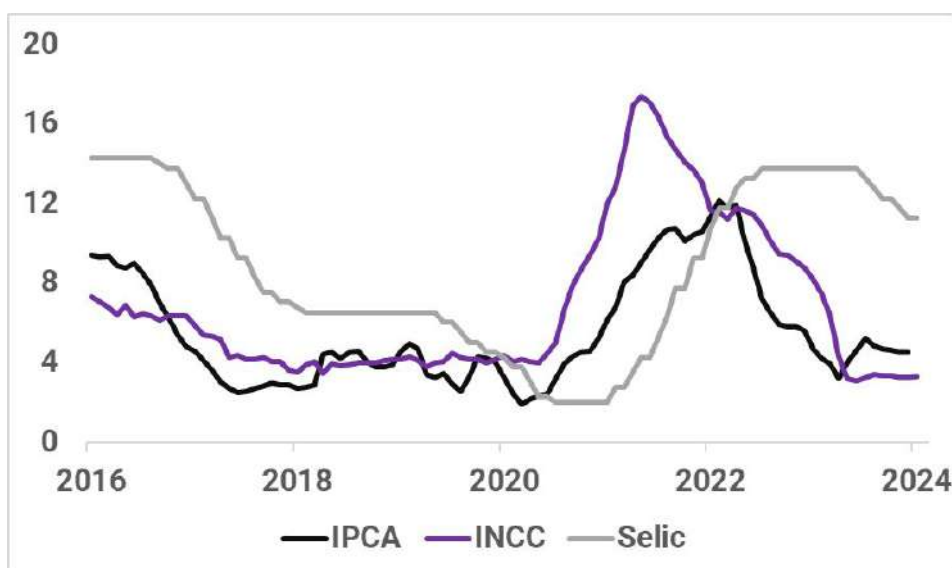
Tais mudanças tiveram um impacto direto no segmento, que agora consegue se proteger melhor contra desistências que, antes da lei, poderiam resultar em prejuízos significativos. Além disso, a nova regulamentação incentivou uma postura mais responsável por parte dos compradores, que agora estão mais cientes das implicações financeiras de um distrato.

# Setor de Construção Civil

## Panorama atual

Os últimos anos foram difíceis para o setor de construção civil. O ambiente macroeconômico desafiador, com inflação elevada e sentindo os impactos da pandemia, foi extremamente desafiador para as incorporadoras no passado recente. Observamos altas expressivas no INCC (inflação da construção civil), que pressionou de forma muito forte as margens nos últimos períodos. Além disso, a baixa confiança dos consumidores também diminuiu consideravelmente a propensão das pessoas para contrair financiamentos longos, assumindo dívidas elevadas por períodos estendidos.

Buscando combater a inflação, o Banco Central reagiu rapidamente, realizando um ciclo acelerado e intenso de alta na taxa de juros, que saiu de 2% para 13,75%, no pico. O ambiente de política monetária mais restritiva é um complicador para as empresas do setor, pois impacta o apetite e a demanda por financiamento imobiliário, pressiona os preços dos imóveis para baixo, aumenta as taxas de desconto e, no caso das incorporadoras mais alavancadas, tem um efeito negativo relevante no resultado financeiro.



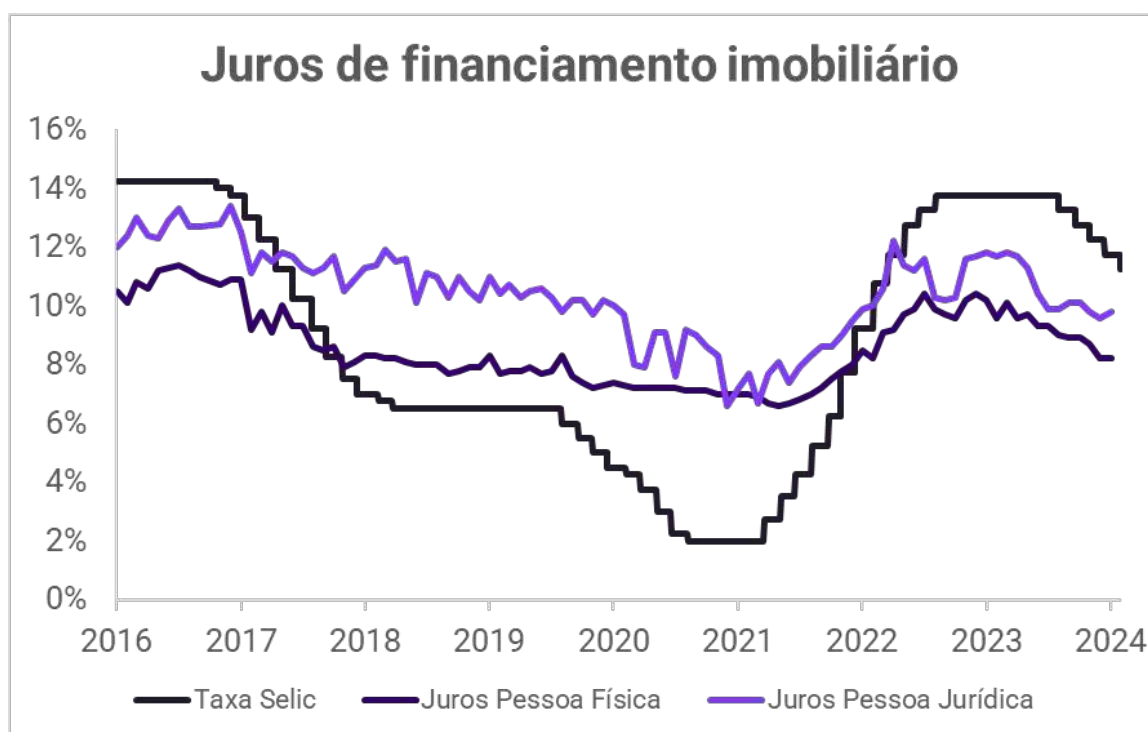
Fonte: Refinitiv e Toro Investimentos



# Setor de Construção Civil

---

A taxa de juros mais elevada impacta diretamente no custo de um financiamento imobiliário e na capacidade do pagamento de parcelas (*affordability*), de uma população já fragilizada pelo cenário econômico e, com isso, tem um efeito negativo sobre a demanda por imóveis e financiamentos imobiliários.



Fonte: Refinitiv, BCB e Toro Investimentos

A pressão de custos, como observada pelo INCC, foi especialmente sentida pelas incorporadoras voltadas ao segmento de baixa renda, que dependem das regras do programa MCMV, que limita o preço de venda dos imóveis. Com os custos de obras em alta e os preços dos imóveis com um teto estabelecido pelo programa, algumas empresas chegaram a apresentar margem bruta negativa. E esse "prejuízo bruto" é sem levar em consideração todas as outras despesas, como as comerciais, gerais, administrativas e especialmente as financeiras, que ficaram maiores em função da taxa de juros mais elevada.

# Setor de Construção Civil

---

Os outros segmentos, especialmente o de média-renda, também sentiram os impactos de uma elevada pressão de custos e, apesar de não contarem com a limitação de preço de venda imposto pelo MCMV, tinham a capacidade de repasse limitada em função do ambiente desafiador e taxa de juros elevada, que impactam diretamente a demanda. O segmento de alta-renda não saiu impune, apesar de mais resiliente, também sentiu pressão nos custos, capacidade limitada de repassar preços e o aumento do custo de oportunidade, que reduziu a atratividade dos imóveis como opção de investimento.

Atualmente, com um cenário mais benéfico em termos de pressões inflacionárias, especialmente no custo de obras, e com o ciclo de cortes de juros, o panorama para o setor começa a mudar. A pressão nas margens brutas começa a ser aliviada em função da acomodação no INCC e a perspectiva de juros mais baixos já anima o setor, que espera uma recuperação mais forte da demanda, conforme o preço do financiamento imobiliário se torne mais acessível.

No segmento da incorporação voltada para os níveis menores de renda, a modificação no programa MCMV também ajuda a recuperar os ânimos das incorporadoras com esse foco. Em 2023, o governo anunciou uma reformulação no MCMV, que reajustou os intervalos de renda das faixas, aumentou o desconto na entrada, reduziu a taxa de juros e aumentou o valor máximo do imóvel para a faixa 3 do programa para R\$350 mil. Com os ajustes, o programa melhora a acessibilidade para aquisição de imóveis do MCMV, o que deve favorecer a demanda. Além disso, o aumento de preço para até R\$350 mil (antes de R\$264 mil) possibilita que as incorporadoras repassem os aumentos de custos acumulados observados nos últimos anos, conseguindo recuperar suas margens.

---

# Setor de Construção Civil

---

O segmento deve se beneficiar também da revisão do plano diretor de São Paulo, que representa uma parcela significativa da atuação de diversas das incorporadoras listadas. O novo plano trouxe algumas mudanças positivas, como o aumento do raio para permissão para construções mais altas nas regiões próximas às estações de transporte público e a readequação nas regras para vagas de garagem, facilitando a construção de imóveis com mais vagas dependendo do tamanho da unidade, que deve beneficiar principalmente as incorporadoras de alta renda.

Em resumo, a fase atual de queda nas taxas de juros deve continuar como um vento favorável para o setor nos próximos anos. Após um período árduo, já vemos as incorporadoras apresentando melhorias significativas nos resultados nos últimos trimestres. O ambiente de taxa de juros mais baixos, associado à acomodação nos custos de construção, devem continuar provendo melhoria na demanda e recuperação/expansão de margens para o setor. Além disso, as recentes mudanças no MCMV e no plano diretor de São Paulo, também devem trazer benefícios para as empresas de construção civil.

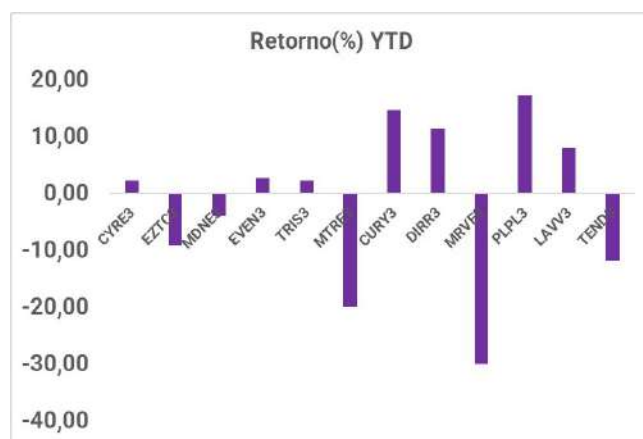
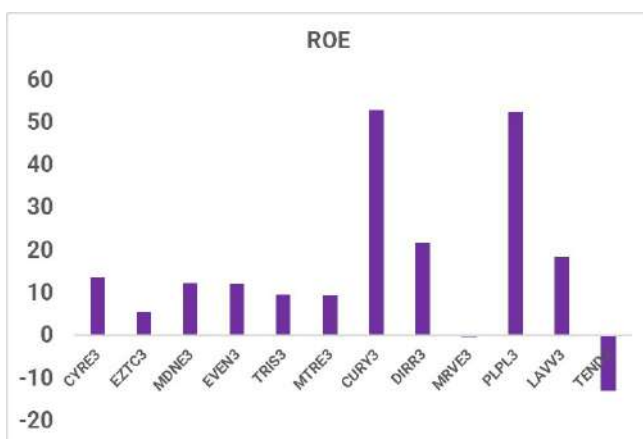
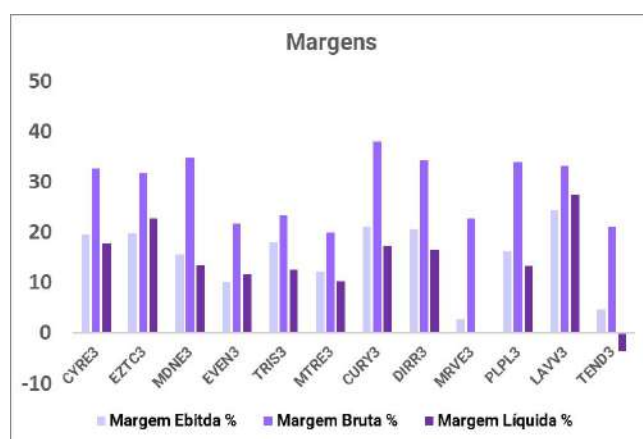
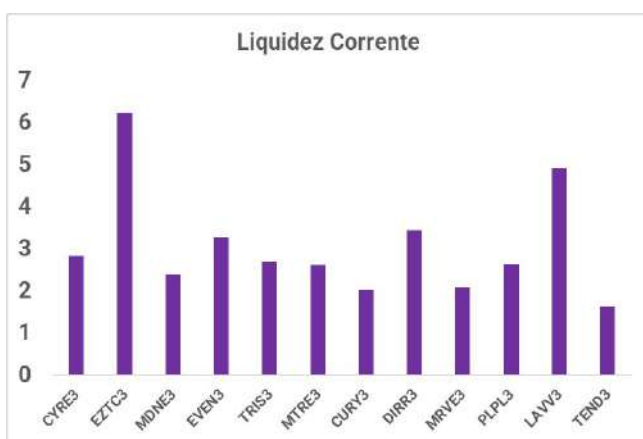
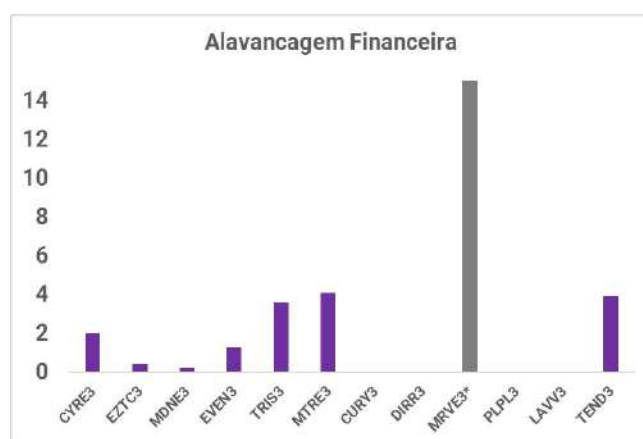
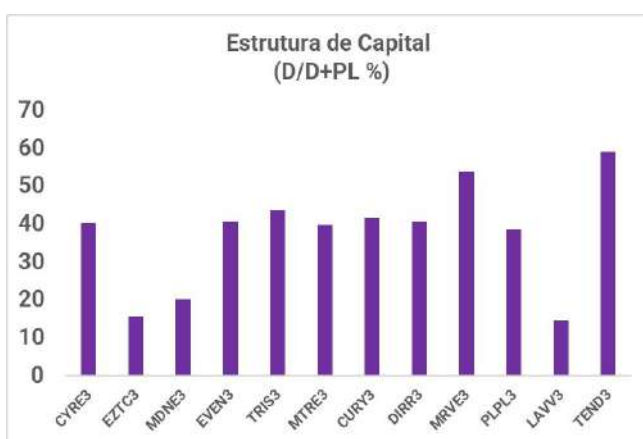
Concluimos essa seção com uma matriz SWOT (Forças, Fraquezas, Oportunidades e Ameaças, do inglês, Strengths, Weaknesses, Opportunities e Threats) do setor e, a seguir, passaremos pela nossa seleção de melhores empresas para ganhar exposição a esse novo ciclo positivo para a construção civil.

# Matriz SWOT

FORÇAS	FRAQUEZAS
<ul style="list-style-type: none"><li>• Demanda estrutural gerada pelo déficit habitacional.</li><li>• Acesso à variedade de fontes de financiamento, como a poupança e FGTS.</li><li>• O setor é significativo para o PIB e para o Emprego do país.</li><li>• Dada sua importância, o governo tem buscado atuar positivamente no setor através de programas governamentais.</li><li>• Uma parcela significativa da população brasileira vê valor em possuir um imóvel próprio, seja para morar ou para investimento, como forma de complemento de renda.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Alta sensibilidade à taxa de juros, que pode impactar negativamente a demanda e os custos de financiamento.</li><li>• Setor cíclico, sujeito às oscilações no ambiente macroeconômico e ao momento do ciclo imobiliário.</li><li>• Burocracia e complexidade regulatória que acarretam em dilatação de prazos para aprovações de projetos e obtenção de licenças e alvarás.</li><li>• Os financiamentos imobiliários, por serem geralmente longos, demandam elevada confiança dos consumidores para a sua assunção.</li></ul>
AMEAÇAS	OPORTUNIDADES
<ul style="list-style-type: none"><li>• Flutuações nos preços de materiais básicos e mão de obra podem pressionar de forma relevante as margens das empresas.</li><li>• O setor possui poucas barreiras de entrada, é fragmentado e possui uma competição intensa.</li><li>• Uma deterioração no ambiente macroeconômico pode impactar negativamente a demanda no setor.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Empresas podem aproveitar das diferentes fases do ciclo imobiliário para construir landbanks (banco de terrenos) e realizar lançamentos de forma oportuna.</li><li>• A atenção que o governo dá para os programas no setor deve continuar sendo fonte de crescimento.</li><li>• Ainda há espaço para o crescimento imobiliário em regiões e bairros mais afastados dos grandes centros urbanos.</li></ul>

# Recomendações

O resultado das empresas vem, em geral, passando por melhorias ao longo dos últimos trimestres, mas ainda encontramos diferenças significativas entre elas. Vemos aqui um panorama geral de como foi o desempenho das mesmas e de como estão seus balanços nos últimos resultados.



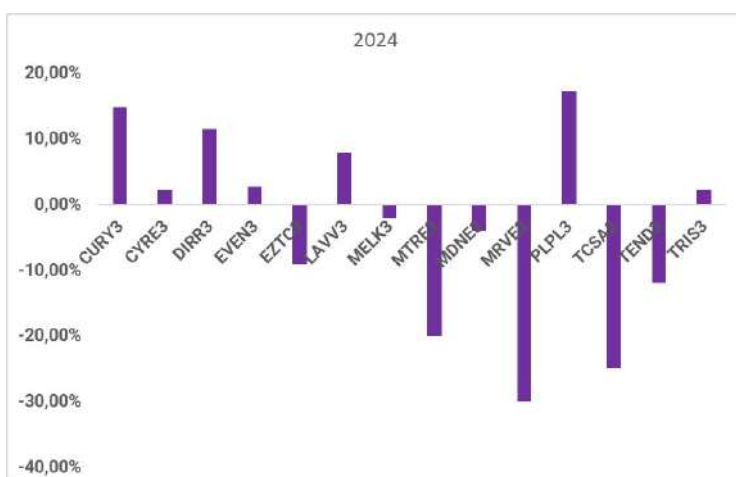
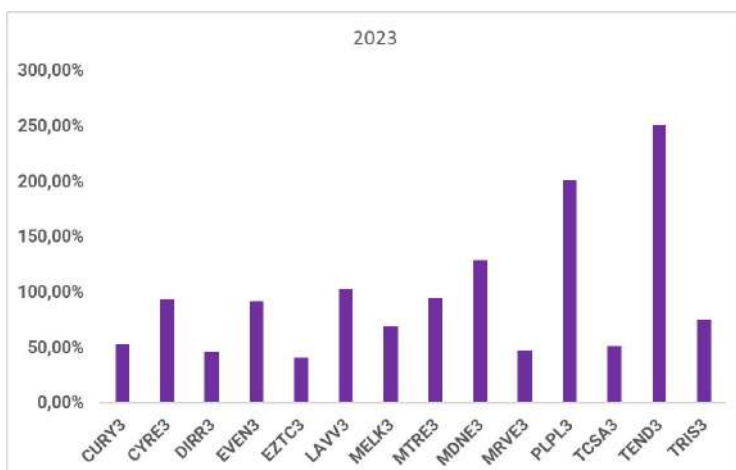
Fonte: Economática

\*Alavancagem de MRVE3 fora de escala

# Recomendações

Estamos em um momento com perspectivas favoráveis para o setor. O mercado já antecipou a melhoria de cenário em diversas das empresas, que subiram de forma relevante no ano passado e, por isso, precisamos selecionar bem as empresas para comprar.

Ticker	Nome	Performance em 2023	Performance em 2024
<b>CURY3</b>	<b>Cury</b>	<b>52,98%</b>	<b>14,79%</b>
CYRE3	Cyrela	93,51%	2,24%
DIRR3	Direcional	46,62%	11,43%
EVEN3	Even	91,88%	2,68%
EZTC3	EzTec	40,85%	-9,09%
<b>LAVV3</b>	<b>Lavvi</b>	<b>102,99%</b>	<b>7,94%</b>
MELK3	Melnick	69,17%	-2,08%
MTRE3	Mitre	94,95%	-19,97%
<b>MDNE3</b>	<b>Moura Dubeux</b>	<b>129,43%</b>	<b>-3,98%</b>
MRVE3	MRV	47,76%	-30,01%
PLPL3	Plano & Plano	201,35%	17,27%
TCSA3	Tecnisa	51,70%	-24,88%
TEND3	Tenda	251,42%	-11,87%
TRIS3	Trisul	75,74%	2,24%



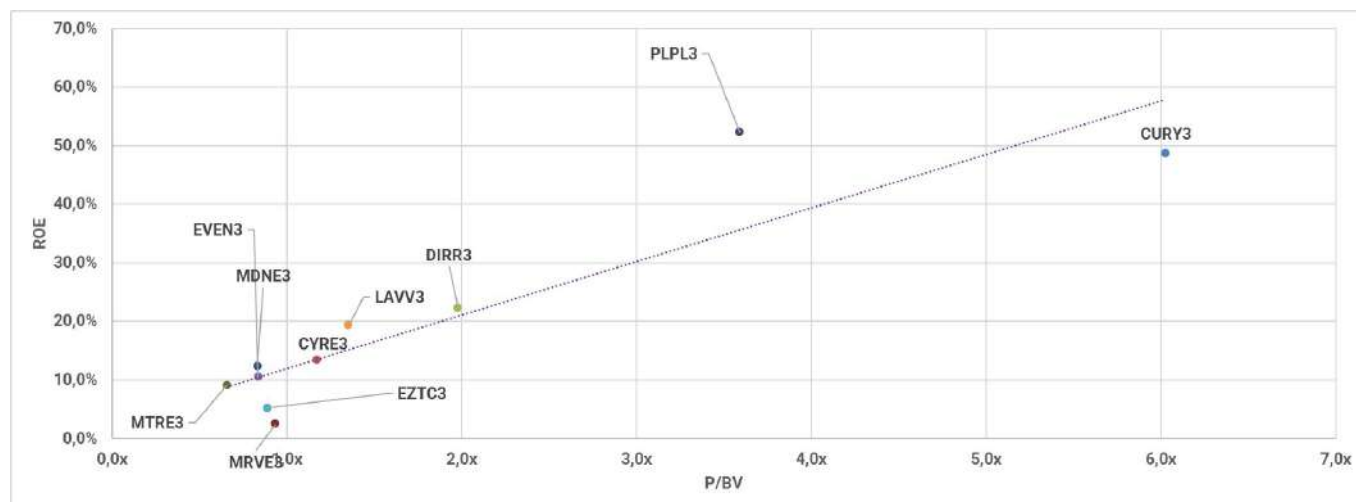
Fonte: Economática, até fechamento de 21/03/2024

Por isso, vamos explicar a seguir o porquê de nossas escolhas no segmento. Há grandes diferenças entre a situação das diferentes opções de empresas de construção listadas na bolsa. Em função disso, visando aproveitar o momento favorável, selecionamos boas empresas com diferentes tipos de atuação, que se encontram em posição favorável e com uma boa relação entre o risco e o retorno. A seguir, apresentamos uma tabela com uma visão ampla da situação e do valuation do setor, com as nossas recomendações destacadas em negrito.

# Recomendações

## Tabela de Comparáveis

Ticker	Nome	P/E		EV/EBITDA		P/BV	ROE	Mg. Bruta	Mg. EBITDA	Mg. EBIT	Mg. Líquida
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024	TTM	TTM	TTM	TTM	TTM
CURY3	Cury	9.4x	8.0x	7.1x	5.8x	6.0x	48.7%	38.7%	24.3%	23.4%	20.3%
CYRE3	Cyrela	8.0x	6.5x	9.0x	7.7x	1.2x	13.4%	33.7%	16.3%	15.1%	17.7%
DIRR	Direcional	8.0x	6.6x	5.9x	4.9x	2.0x	22.3%	33.1%	12.6%	10.5%	17.9%
EVEN3	Even	6.7x	5.0x	8.1x	5.8x	0.8x	10.5%	23.8%	13.1%	12.9%	13.8%
EZTC3	EzTec	11.4x	7.5x	12.3x	9.7x	0.9x	5.2%	33.3%	15.2%	14.6%	25.5%
LAVV3	Lavvi	5.9x	4.3x	5.4x	3.9x	1.4x	19.3%	34.2%	24.9%	24.7%	35.7%
MDNE3	Moura Dubeaux	4.9x	4.4x	3.9x	3.5x	0.8x	12.3%	35.7%	13.5%	12.7%	11.9%
MRVE3	MRV	13.3x	6.6x	10.0x	7.3x	0.9x	2.5%	24.1%	4.0%	1.9%	-5.8%
MTRE3	Mitre	6.0x	2.9x	5.8x	4.7x	0.7x	9.1%	19.5%	3.4%	2.6%	6.3%
PLPL3	Plano & Plano	6.9x	5.8x	6.0x	4.9x	3.6x	52.3%	32.8%	18.4%	17.4%	13.4%
TEND3	Tenda	11.6x	4.5x	6.4x	4.3x	2.1x	-20.4%	22.2%	8.0%	5.9%	-2.9%
Média		8.4x	5.6x	7.3x	5.7x	1.9x	15.9%	30.1%	14.0%	12.9%	14.0%
Mediana		8.0x	5.8x	6.4x	4.9x	1.2x	12.3%	33.1%	13.5%	12.9%	13.8%



Fonte: Refinitiv, excluindo tenda pelo ROE outlier

# Recomendações

---

## Cury - Melhorando o que estava bom

### Quem é a Cury?

A primeira recomendação do relatório é na construtora Cury (CURY3). A Empresa é uma das principais construtoras do segmento residencial no Brasil. Com mais de 60 anos de experiência em engenharia de baixo custo de construção, a Cury atua nos mercados de São Paulo e do Rio de Janeiro, com foco nas faixas do programa MCMV.

Apesar de sua história ter começado na década de 60, em 2007 a Cury Construtora se tornou Cury Construtora e Incorporadora, através de uma joint-venture com a Cyrela, que continua sendo acionista relevante da Empresa após o IPO da mesma em 2020. A Empresa demonstra ter um sólido expertise na construção voltada para o segmento de baixa renda, além de uma capacidade de adaptação ao transitar bem o foco entre as diferentes faixas do programa MCMV e acima dele, de acordo com as condições de mercado.

### Por que Cury?

A realização do IPO da Cury é relativamente recente (2020), entretanto, a Companhia possui uma ampla bagagem e história, que se traduzem em um poder de execução muito sólido. Ao longo do relatório destacamos alguns dos pontos relevantes a respeito do programa MCMV, bem como da sua importância para as empresas do setor. Nesse contexto, nossa opção dentro do segmento de baixa renda é a Cury, que é referência.

Da última onda de IPOs, de 2020 em diante, a Cury está entre o seleto grupo de Companhias que “deram certo” na bolsa, tendo subido mais de 100% desde o primeiro dia de negociação. Isso se deve à entrega de resultados de qualidade

---



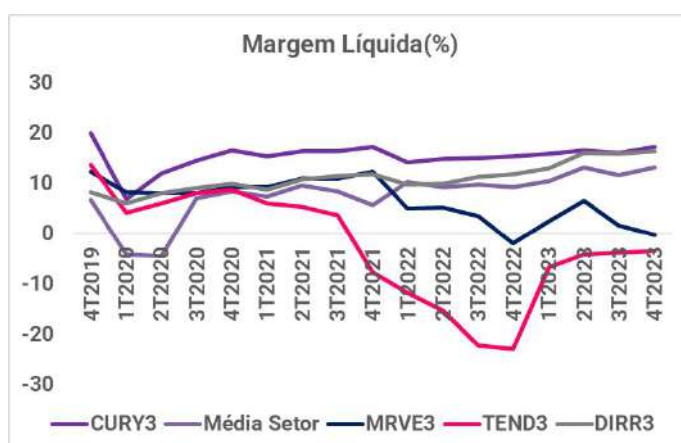
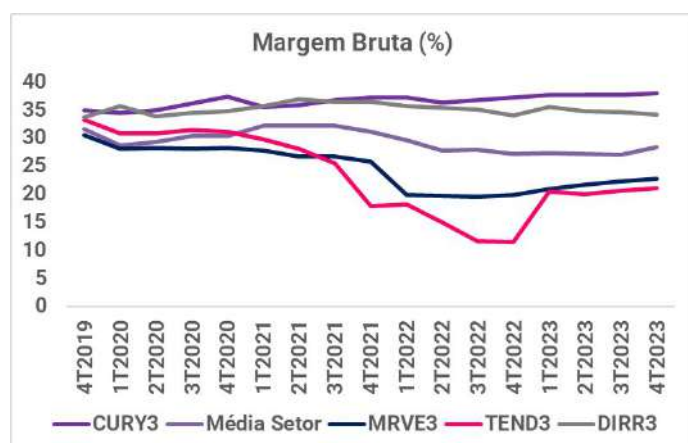
# Recomendações

## Cury - Melhorando o que estava bom

que a Empresa apresentou, mesmo no ambiente mais inóspito que foi instaurado para as incorporadoras nos meses subsequentes.

A alta e rápida capacidade de adaptação da Companhia foi fundamental para a apresentação de resultados resilientes, que serviram para provar a capacidade de execução do *management* da Cury. Enquanto a maior parte do setor sentiu uma pressão muito forte dos custos da construção civil, a Empresa se mostrou resiliente e apresentou margens estáveis no período. Um exemplo de adaptação acertada da Companhia foi a saída da faixa 1 do MCMV, que se tornou pouco viável em função da pressão inflacionária.

O impacto da pressão de custos foi devastador em grande parte do segmento de baixa renda, em função da incapacidade de repassar os custos ao consumidor, dadas as limitações e limites do programa governamental. A Cury, junto com a Direcional, conseguiram trabalhar muito bem no ambiente desafiador dos últimos anos e operar com margens estáveis.



Fonte: Economática

# Recomendações

---

## Cury - Melhorando o que estava bom

Acreditamos que a Cury apresenta resultados muito positivos, tendo superado recordes em diversas métricas ao longo dos últimos trimestres. A empresa se provou extremamente eficiente e bem posicionada dentro de seu segmento de atuação. Com os novos ventos favoráveis no setor, com os reajustes no programa MCMV, a Empresa tem potencial para continuar apresentando resultados ainda melhores. Além disso, com o ciclo de queda juros, o aquecimento do segmento logo acima do topo do faixa 3 do MCMV, pode impulsionar a performance da empresa em sua atuação no mercado voltada para uma faixa de renda ligeiramente superior.

A qualidade operacional, solidez do balanço, resiliência da Empresa e de seus resultados nos levam a acreditar que a Empresa merece um prêmio em relação ao segmento e que há potencial de valorização enquanto ela negocia por cerca de 9,4x lucro projetado de 2024, contra uma mediana ligeiramente inferior, de 8,4x, do setor. Com a maior margem bruta do setor e um ROE que ronda na faixa dos 50%, nossa recomendação é de compra, baseada na perspectiva favorável e histórico exemplar da Companhia com um preço alvo de R\$24,80.

Métrica	Cury	Setor
P/E 24E	9,4x	8,4x
P/BV	6,0x	1,9x
ROE	48,7%	15,9%
Margem Líquida	20,3%	14,0%

# Recomendações

---

## Lavvi - Excelência no Alta Renda e entrando no MCMV

### Quem é a Lavvi?

Nossa próxima recomendação é a construtora Lavvi (LAVV3). A Empresa, fundada em 2016, já conseguiu consolidar sua presença na indústria de construção, operando sob o renomado guarda-chuva do grupo Cyrela. A empresa concentra suas operações exclusivamente em São Paulo, onde se destaca por sua competência em incorporação e seu compromisso de entregar empreendimentos que se destacam na região, seja pela localização privilegiada ou pelo design inovador.

A Incorporadora é conhecida por seus empreendimentos imobiliários diferenciados, com ênfase marcante nos segmentos de médio, médio-alto e alto padrão. A empresa planeja expandir sua presença no segmento de luxo, acreditando firmemente no potencial deste mercado, e também, com a marca Novvo, no MCMV (Minha Casa Minha Vida), buscando atuar nos dois extremos de público alvo do segmento, que possuem demanda menos elástica, visto a resiliência do segmento alta renda e a força do programa MCMV, no baixa renda.

### Por que Lavvi?

Apesar de constituída apenas em 2016, a Lavvi já nasceu carregando anos de experiência de seus executivos e conselheiros, alguns inclusive do Grupo Cyrela, que é o controlador da Companhia. Tendo um mercado de atuação bem definido (São Paulo Capital), a Empresa foca em uma região que conhece muito bem e evita os riscos de expandir para outras áreas buscando crescer a qualquer custo.

# Recomendações

---

## **Lavvi - Excelência no Alta Renda e entrando no MCMV**

A atuação da Lavvi se dá de maneira enxuta, focada, eficiente e diferenciada, dentro da incorporação de empreendimentos mais voltados para o público alta renda/luxo, que é um mercado mais resiliente, apesar de ainda ser afetado pelo nível elevado de taxa de juros.

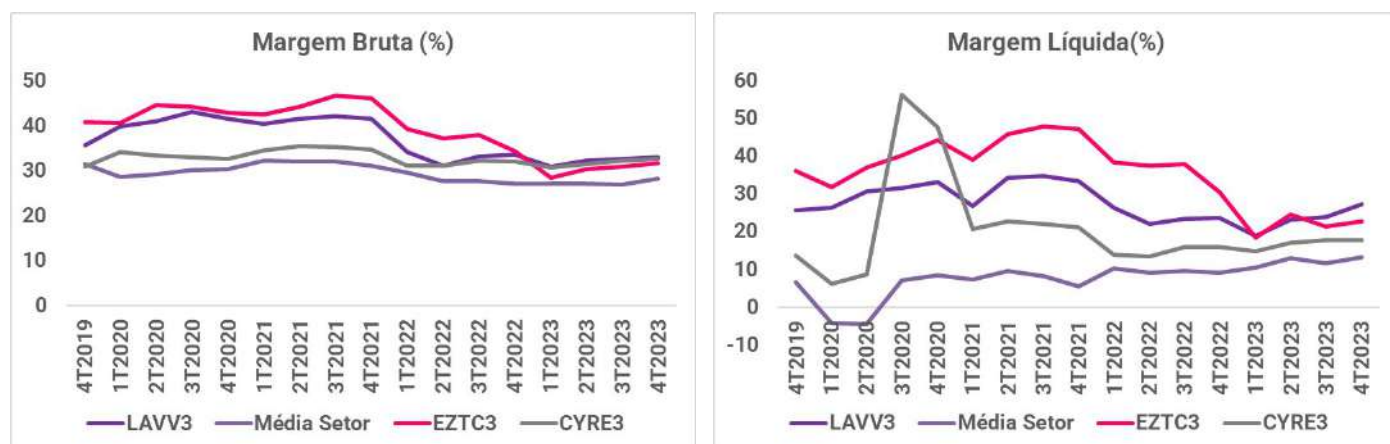
A Empresa está entrando no mercado de menor nível de renda, com a “Novvo”, diversificando sua atuação de maneira estratégica, ao executar projetos do programa Minha Casa Minha Vida (MCMV). O programa governamental proporciona juros subsidiados para aquisição de habitação e serve como um importante motor para as incorporadoras que atuam nesse nicho. O *management* da Empresa se mostra comprometido em atuar no MCMV de maneira ordenada e planejada, monitorando de perto e mitigando os riscos de execução da nova empreitada, buscando manter elevados os critérios para seleção/adequação de terrenos e projetos à serem direcionados ao programa.

A Lavvi, ao longo dos últimos anos, apresentou resultados consistentes. Operacionalmente falando, a Empresa acertou os lançamentos realizados, com produtos bem planejados e que desempenharam de forma positiva. A Empresa provou a resiliência e capacidade de execução do seu modelo de negócio focado para o mercado de alta renda.

Mesmo ao longo dos últimos períodos, que foram desafiadores para o setor, a diferenciação da Lavvi foi demonstrada, com a Companhia conseguindo segurar as margens e operando de maneira semelhante às duas empresas que são consideradas as referências de construtoras alta renda, Cyrela (CYRE3) e EZ Tec (EZTC3).

# Recomendações

## Lavvi - Excelência no Alta Renda e entrando no MCMV



Fonte: Economática

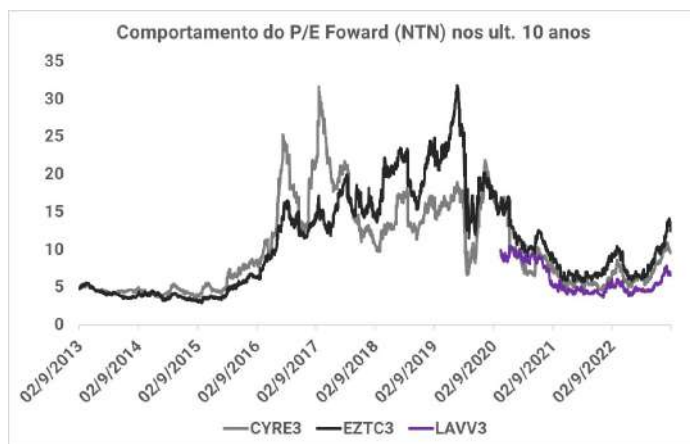
A Lavvi possui um balanço sólido, com caixa líquido (caixa superior ao montante total das dívidas), um landbank significativo e uma estrutura enxuta, que possibilita um bom nível de diluição de SG&A (despesas comerciais, gerais e administrativas). A capacidade de execução no alta renda já comprovada, qualidade operacional da Companhia e a potencial nova alavanca de crescimento através da entrada no segmento MCMV colocam a Empresa como uma boa alternativa de alocação para aproveitar o bom momento do setor.

Combinado com tudo isso, entendemos que a Lavvi negocia em um patamar atrativo de valuation, de 5,9x o lucro projetado para 2024. Acreditamos que o ambiente favorável abre espaço para que todo o setor passe por uma expansão de múltiplos e que a Lavvi, especificamente, apresenta resultados e qualidade operacional para ser precificada com múltiplos com um desconto menor em relação à Cyrela e à EZ Tec, que no último ciclo positivo na bolsa chegaram a negociar entre 15x e 30x lucro para os próximos 12 meses. Nosso preço alvo de Lavvi é R\$13,10.

# Recomendações

## Lavvi - Excelência no Alta Renda e entrando no MCMV

Métrica	Lavvi	Setor
P/E 24E	5,9x	8,4x
P/BV	1,4x	1,9x
ROE	19,3%	15,9%
Margem Líquida	35,7%	14,0%



Fonte: Refinitiv

# Recomendações

---

## **Moura Dubeux - Fora da caixa**

### **Quem é a Moura Dubeux?**

A Moura Dubeux é uma incorporadora que atua desde 1983 focada na região nordeste, tendo realizado seu IPO em 2020. A Empresa atua em diferentes segmentos de mercado como a incorporação de edifícios de luxo, alto e médio padrão, empreendimentos econômicos e segunda residência (hotéis, flats e resorts), além de atuar também como prestadora de serviços de construção para empreendimentos (condomínios). A Empresa já entregou mais de 3,5 milhões de m<sup>2</sup>, divididos em mais de 230 empreendimentos e mais de 20 mil unidades.

A Empresa lidera o segmento na região nordeste, possuindo grande expertise em diversos segmentos do mercado imobiliário regional. Seu modelo de negócios, dominância e atuação focados no nordeste tornam a Moura Dubeux uma alternativa diferenciada em relação às outras empresas do setor listadas na bolsa.

### **Por que Moura Dubeux?**

A tese de investimento em Moura Dubeux complementa as nossas recomendações anteriores. Com um modelo de negócios e área de atuação diferenciadas, MDNE3 complementa a exposição no setor de construção civil através de 3 empresas que operam de maneiras diferentes.

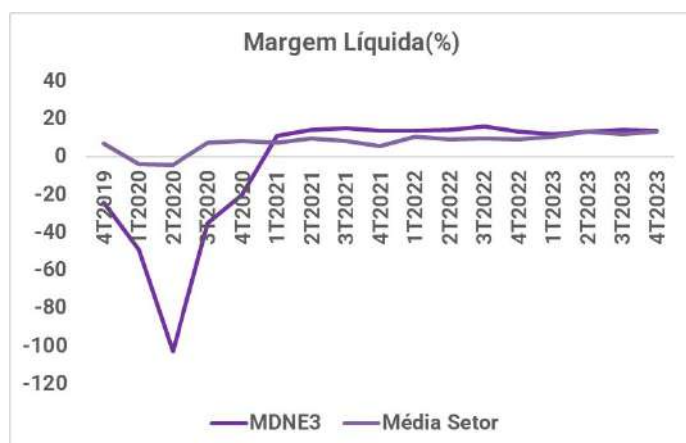
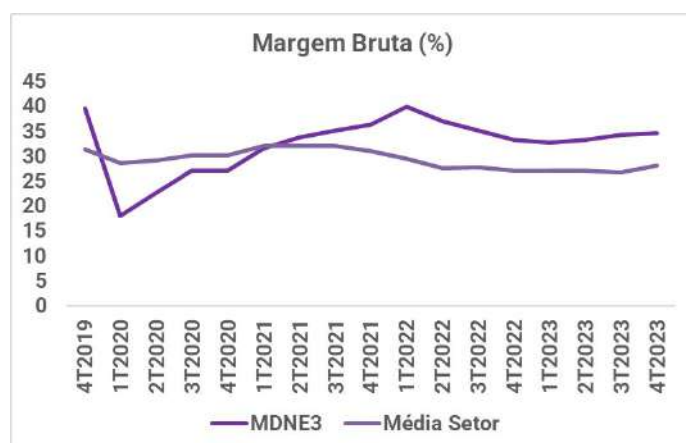
Operando em um ambiente sem a grande concorrência presente em estados como São Paulo e Rio de Janeiro, a Empresa é a única construtora com atuação na região que lança mais de R\$500 milhões de VGV por ano. A ausência de competidores grandes, faz com que a Companhia possua um grande diferencial competitivo, o da escala, na região.

# Recomendações

## Moura Dubeux - Fora da caixa

A Moura Dubeux possui exposição principalmente à região nordeste e opera com foco nos segmentos de média e alta renda. A nova divisão da Empresa, a “Mood”, focada na faixa de média renda, acima do MCMV, pode suprir um mercado com pouca oferta na região nordeste e se tornar uma grande avenida de crescimento para a Companhia nos próximos anos. Além disso, seu modelo de negócio de condomínio (desenvolvendo e construindo projetos para terceiros), é uma linha de receita relevante para a Empresa e não possui exposição de caixa como a incorporação em si.

No seu IPO, realizado em 2020, a Empresa se capitalizou e passou a operar desalavancada desde então. Com um balanço sólido e uma boa posição estratégica para construção de *landbank*, a Empresa se mostrou resiliente e provou sua capacidade de execução nos últimos anos. Excluindo impactos diretos não recorrentes durante a pandemia em função da mudança na política de contabilização dos distratos da Empresa, vemos que, pós-IPO, os resultados da Empresa melhoraram significativamente.



Fonte: Economática



# Recomendações

---

## Moura Dubeux - Fora da caixa

A Moura Dubeux se encontra em uma posição muito favorável para uma melhora do *affordability* na região conforme o momento positivo do setor ganhe tração. Sua liderança e expertise na região devem continuar favorecendo os resultados da Empresa para os próximos anos, que devem ser de crescimento. A posição de endividamento controlado permite que a Empresa tenha um grande poder de fogo para investir em crescimento e consolidar ainda mais a sua posição no nordeste.

Na nossa visão, a qualidade da Empresa e o contexto em que se encontra não condizem com seu *valuation* atual. Negociando a cerca de 0,8x book value e 4,9x P/E 2024, entendemos que a Empresa segue tendo espaço para valorização. Nossa recomendação é de compra, com preço alvo de R\$18,00.

Métrica	Moura Dubeux	Setor
P/E 24E	4,9x	8,4x
P/BV	0,8x	1,9x
ROE	12,3%	15,9%
Margem Líquida	11,9%	14,0%

Fonte: Refinitiv

# Bônus

---

## Venda pás!

Agora, vamos explorar uma oportunidade que reside fora do setor de construção civil, mas que também deve se beneficiar do seu crescimento. A expressão "Na corrida do ouro, fica rico quem vende pás" se dá pelo fato de que durante uma corrida pelo ouro, enquanto muitos buscam enriquecer perseguindo o material, os que mais se beneficiam são, na verdade, aqueles vendendo pás e picaretas para os exploradores e mineiros.

O mesmo princípio pode ser aplicado ao atual ciclo favorável que citamos no relatório. Enquanto a atenção pode estar voltada majoritariamente para as empresas que se beneficiam de uma maneira mais óbvia de um ciclo de corte de juros, há também outras oportunidades menos óbvias e com muito potencial no mercado.

Este é um exemplo clássico de pensamento de segundo nível (second level thinking), uma abordagem articulada pelo famoso investidor Howard Marks, da Oaktree Capital, que sugere que, para alcançar resultados superiores, um investidor precisa ir além do consenso e pensar de forma diferente, não apenas nos efeitos mais óbvios de primeira ordem, mas em efeitos secundários, terciários, etc.

Então, enquanto primeiro buscamos selecionar boas oportunidades entre as incorporadoras, agora chegou a hora da recomendação de uma oportunidade em uma das "vendedoras de pás". **A Empresa que selecionamos sob esta ótica é a Mills(MILS3).**

# Bônus

---

## Venda pás!

A Mills é um dos maiores players que atuam no segmento de locação de máquinas e equipamentos no Brasil. A empresa oferece soluções de locação para diferentes indústrias, entre elas, a construção civil. Sob o contexto da corrida do ouro que introduzimos, a Mills seria a locadora de pás.

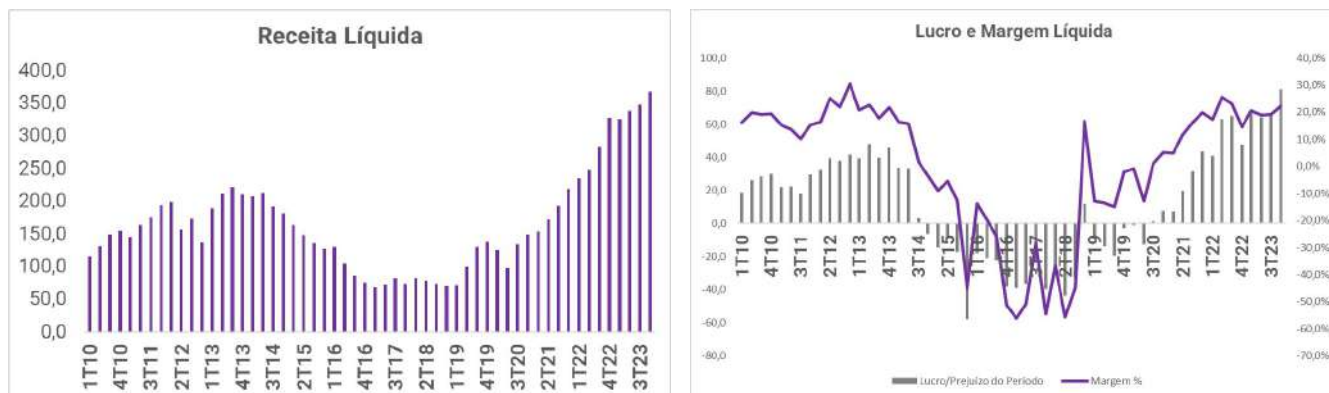
Nos últimos resultados divulgados, o setor de construção civil foi responsável por cerca de 26% da receita da Empresa. Outros setores importantes para a Companhia são os setores de siderurgia e metalurgia, comércio, transporte e o agronegócio, que vem ganhando cada vez mais relevância.

A empresa, que possui mais de 10 anos de listagem na B3, sofreu no passado com o cenário complicado para o setor de construção civil e desaceleração de investimentos e de obras de infraestrutura após 2013. Hoje, a Empresa se encontra com uma base de clientes mais diversificada e já vêm apresentando melhorias significativas nos seus resultados.

Entre 2018 e 2022, a Empresa viu sua receita saltar de R\$304,2 milhões para R\$1,1 bilhão, ao mesmo tempo em que observou sua margem líquida sair do campo negativo e retomar os patamares da melhor época da Empresa desde sua entrada na bolsa, atingindo 19,8% em 2022.

# Bônus

## Venda pás!



Fonte: RI da Empresa

Entendemos que a Empresa está bem posicionada para aproveitar os ventos a favor, a queda de juros e a retomada da construção civil. Além disso, o PAC (Programa de Aceleração do Crescimento), programa governamental que destina investimentos a setores como construção, infraestrutura, etc, pode também favorecer a aceleração do crescimento da Mills.

Dado o contexto e o desconto frente ao seu múltiplo P/L (projetado) que hoje negocia em cerca de 8x, enquanto no último ciclo favorável negociou mais próximo da região de 20x, recomendamos compra de MILS3 com preço alvo de R\$20,70.

# Conclusão

---

Ao longo deste relatório, exploramos as dinâmicas que compõem o setor de construção civil no Brasil, um setor que não apenas impacta a economia em termos macroeconômicos, mas também serve como um termômetro da saúde financeira da nação. Com as análises e insights, investigamos os mecanismos que impulsionam este setor, desde o seu financiamento até o equilíbrio de oferta e demanda exacerbado pelo déficit habitacional do país.

Além disso, adotamos uma perspectiva de segundo nível, alinhada com o pensamento do investidor Howard Marks, para identificar uma oportunidade tangencial e menos óbvia que surge como um "efeito colateral" do crescimento do setor.

As dinâmicas do setor estão mudando, o cenário voltou a ficar favorável para as empresas do segmento e selecionamos as melhores opções para montagem de posição e ganho de exposição a esse novo momento.

Vale sempre lembrar a importância da diversificação setorial e entre classes de ativos, por isso, contate seu assessor de investimentos e conheça o nosso [relatório estratégico de alocação](#).

# Glossário

---

## Siglas, abreviações e principais termos

**Affordability:** capacidade de pagamento de parcelas de um financiamento.

**Déficit habitacional:** deficiência nas habitações em uma determinada região.

**Demanda elástica:** demanda sensível às alterações nos preços.

**Habite-se:** autorização para a utilização de uma edificação destinada à habitação.

**Incorporação imobiliária:** processo pelo qual uma empresa transforma um terreno em um empreendimento.

**Incorporador:** agente que atua no processo de desenvolvimento de imóveis.

**IPO:** oferta pública inicial; quando uma empresa passa a ser de capital aberto.

**Landbank:** prática de comprar terra para venda e desenvolvimento no futuro.

**ROE:** retorno sobre o patrimônio.

**SG&A:** despesas comerciais, gerais e administrativas

**PAC:** programa de aceleração do crescimento.

**P/L:** preço/lucro; serve para avaliar a atratividade de uma empresa como investimento e retorno aos acionistas.

**P/B:** preço/book; avalia a relação entre o preço de uma empresa e seu valor patrimonial.

**Valuation:** processo de avaliação do valor de um determinado ativo

**VGv:** valor geral de vendas; soma do valor potencial de venda de todas as unidades de um empreendimento.

## João Vítor Freitas

Analista de Investimentos | CNPI-P

joao.freitas@toroinvestimentos.com.br

## Lucas Carvalho

Head de Análise de Investimentos

lucas.lima@toroinvestimentos.com.br

## Belo Horizonte

Rua Bernardo Guimarães, 166, 8o.  
Andar - Funcionários, Belo Horizonte -  
MG, 30140-080

## São Paulo

Rua João Brícola, 24, 17o. Andar -  
Centro Histórico de São Paulo, São  
Paulo - SP, 01014-900

Os instrumentos financeiros negociados em Bolsa de Valores podem não ser adequados para todos os investidores. Os relatórios disponibilizados pela Toro CTVM Ltda. ("Toro") não levam em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de um determinado investidor. A decisão final em relação aos investimentos deve ser tomada por cada investidor, levando em consideração os vários riscos, tarifas e comissões.

A rentabilidade de instrumentos financeiros pode apresentar variações, e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir, podendo, dependendo das características da operação, implicar em perdas de valor até superior ao capital investido. Os desempenhos anteriores não são indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita em relação a desempenhos futuros. O investimento em renda variável é considerado de alto risco, podendo ocasionar perdas, inclusive, superiores ao montante de capital alocado.

O prejuízo potencial apresentado é meramente indicativo e o prejuízo efetivamente decorrente das operações realizadas pode ser substancialmente distinto da estimativa. Os preços e disponibilidades dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. O investidor que realiza operações de renda variável é o único responsável pelas decisões de investimento ou de abstenção de investimento que tomar. Os relatórios de análise disponibilizados pela Toro foram elaborados pela Toro Investimentos S.A., analista de valores mobiliários devidamente credenciada na forma da legislação em vigor. O Contrato de Intermediação da Toro, indispensável à abertura de conta, prevê a disponibilização deste conteúdo na forma de sua cláusula 4.4.1.

Todo o conteúdo de análise disponibilizado pela Toro reflete única e exclusivamente as opiniões pessoais dos analistas responsáveis por sua elaboração e foi elaborado de forma independente, inclusive em relação à Toro Investimentos S.A. e à Toro, sendo certo que não houve qualquer imposição quanto às conclusões nele manifestadas. Para fins do disposto no Art. 20 da Resolução CVM nº 20/2021, o analista credenciado responsável pelos relatórios de análise disponibilizados é o Sr. Lucas Matheus Carvalho de Lima. Não há situações de conflito de interesses que possam impactar na imparcialidade deste relatório e a Toro Investimentos S.A. e a Toro adotarão todas as medidas cabíveis para coibir qualquer potencial conflito de interesses que possa impactar a imparcialidade deste relatório bem como para comunicá-lo de forma clara e expressa, nos termos de sua Política e Procedimentos para a Atividade de Análise de Valores Mobiliários disponibilizada na rede mundial de computadores e conforme previsto pela legislação vigente.

A Toro é sociedade corretora autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil e, nesta condição, nos termos da Resolução CVM nº 20/2021, declara que está envolvida na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários objeto de relatórios de análise elaborados pela Toro Investimentos S.A., Sociedade Ligada, e disponibilizados pela corretora.

A remuneração dos analistas envolvidos na elaboração dos relatórios oferecidos pela Toro não está nem esteve vinculada de qualquer forma aos pontos de vista emitidos e nem se subordina a outras áreas comerciais da Toro Investimentos S.A. ou de sociedades ligadas. Conforme disposto no Art. 9º, §2º do Código de Conduta da APIMEC, as análises que fundamentam as recomendações enviadas através das plataformas oferecidas pela Toro podem ser acessados clicando em [www.toroinvestimentos.com.br](http://www.toroinvestimentos.com.br) ou mediante solicitação direta. Caso um instrumento financeiro seja expresso em uma moeda que não a do investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode impactar adversamente seu preço, valor ou rentabilidade



