

Resultados trimestrais e Revisão de Preço

MRV
3T18: maior diluição de despesas, mas percalços na transferência de vendas

Os resultados do 3T18 da MRV vieram neutros. Por um lado, a companhia manteve um volume positivo de lançamentos visando ao alcance de sua meta. No entanto, enfrentou maiores dificuldades no processo de transferência de vendas no estado de São Paulo, o que ainda pode vir prejudicar as vendas no próximo trimestre. Do lado financeiro, a MRV continua apresentando aumento de receita líquida e manutenção de margens em patamares saudáveis, apesar de uma base de comparação anual ligeiramente prejudicada devido a um evento não recorrente no 3T17.

Destaques operacionais. A MRV apresentou um aumento de 19,6% a/a de unidades lançadas, embora na comparação trimestral tenha caído 4,0%. Apesar da redução, as unidades lançadas nos últimos 12 meses aumentaram 4,8% t/t. Quanto às vendas brutas, o resultado foi menor tanto na comparação anual (-6,1%) quanto na comparação trimestral (-5,0%), devido à instabilidade no processo de transferência de vendas no Estado de São Paulo.

As vendas líquidas, prejudicadas não só pela redução das vendas brutas, mas também pelo aumento dos distratos, vieram em R\$ 1.174 milhões (-8,4% a/a e -8,6% t/t). Vale ressaltar que o aumento dos distratos, os quais atingiram 19,2% das vendas brutas, ante 15,9% no trimestre anterior e 17,1% no 3T17, foi causado pelo esforço da companhia em reduzir o passivo relacionado às unidades não transferidas e sua posterior revenda. Considerando os distratos UDM, houve um decréscimo de 2,4 p.p. a/a em termos de percentual das vendas brutas.

Desempenho econômico-financeiro. O crescimento da receita líquida em 8,6% a/a levou a uma maior diluição das despesas SG&A, que subiram apenas 6,3% a/a. A margem bruta, por sua vez, apresentou leve queda (-1,0 p.p. a/a e -0,3 p.p. t/t), alcançando 33,1%. No 3T17, houve um evento não recorrente (aumento da participação da MRV na Log Commercial Properties), que beneficiou a linha outras receitas operacionais em R\$ 46,5 milhões. Excluindo esse evento não recorrente da base de comparação, o EBITDA aumentou 5,1% a/a, atingindo 17,6% (-0,6 p.p. a/a). Considerando o Ebitda dos últimos 12 meses, este cresceu 33,6% a/a e levou a margem Ebitda para 18,7% (ante 17,6% no ano anterior).

Highlights

R\$ Milhões	3T18	t/t	a/a	9M18	a/a
Lançamentos (VGV)	1,680.0	-1.7%	18.9%	4,193.0	6.0%
Vendas Líquidas	1,174.0	-8.6%	-8.4%	3,694.0	5.5%
Receita Líquida	1,352.0	2.7%	8.6%	3,898.0	15.1%
Lucro Bruto	447.0	1.8%	5.4%	1,300.0	13.0%
Margem Bruta (%)	33.1%	-0.3 p.p	-1.0 p.p	33.4%	-0.6 p.p
EBITDA	238.0	-4.0%	-12.8%	716.0	14.9%
Margem EBITDA (%)	17.6%	-1.2 p.p	-4.3 p.p	18.4%	-0.0 p.p
Lucro Líquido	191.0	6.1%	-12.0%	549.0	9.6%
Margem Líquida (%)	14.1%	0.5 p.p.	-3.3 p.p	14.1%	-0.7 p.p

Endividamento

R\$ Milhão	3T18	t/t	a/a
Dívida Total	3,288.0	5.3%	-5.8%
Dívida Líquida	314.0	-43.5%	-11.0%
Dívida CP / Dívida Total	22.6%	-0.6 p.p.	5.4 p.p.
Dívida Líquida / Patrimônio Líquido	5.2%	-4.3 p.p.	-0.9 p.p.

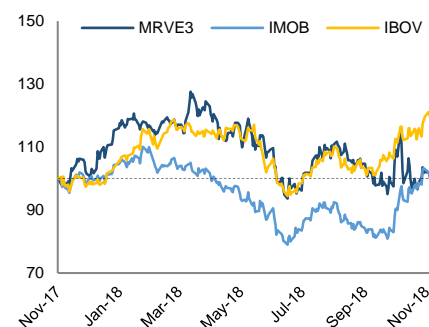
Fonte: MRV e BB Investimentos

MRVE3

Rating	Outperform
Preço-alvo - 2019E	18,60
Preço da ação - 08/11/2018	12,39
Upside	50,1%

Trading data

em 08/11/2018		
Valor de Mercado	R\$ milhões	5,495
Varição 1 mês	%	-6.7%
Varição UDM	%	2.1%
Varição 2018	%	-13.4%
Min. 52 sem.	R\$	11.26
Máx. 52 sem.	R\$	15.86


Valuation

		2019e
Valor Total para a Firma	R\$ milhão	8,667
Dívida Líquida	R\$ milhão	-427
Valor de Mercado	R\$ milhão	8,240
Número de Ações	# milhão	443.4
WACC	%	11.9%
Crescimento Perpetuidade (g)	%	3.8%

Múltiplos

		2018e	2019e	2020e
P/BV		0.89	0.82	0.78
P/E		8.1	6.9	5.1
LPA	R\$	1.5	1.8	2.4
Dividend Yield		5.7%	6.9%	13.9%

Georgia Jorge
 Analista Sênior
georgiadaj@bb.com.br

Quanto ao lucro líquido, este veio 12% a/a inferior, levando a uma margem líquida de 14,1% devido à redução da margem Ebitda e do resultado financeiro líquido (a receita financeira caiu 19,2% a/a em razão de uma menor disponibilidade de caixa). Considerando os dados UDM, a margem líquida caiu 0,9 p.p. a/a e alcançou 13,5%.

Conclusões. A MRV continua mostrando números robustos, apesar dos percalços envolvendo o segmento de baixa renda, como instabilidades no processo de transferência de vendas e a falta de disponibilidade de crédito na linha de apoio à produção. Em nossa opinião, esse risco vem sendo superestimado pelos investidores, uma vez que o MRVE3 tem sido negociado a um P/BV bem abaixo do patamar que consideramos adequado para a companhia. Dito isso, mantemos o rating *Outperform* e nosso preço-alvo para 2019 em R\$ 18,60.

Valuation. Nosso preço alvo deriva de um método de fluxo de caixa descontado em termos nominais, com uma taxa de crescimento na perpetuidade (g) de 3,8% e um WACC de 11,9%.

Fizemos alguns ajustes em nossas premissas de lançamento e vendas para incorporar os resultados mais recentes. As principais alterações consistem em uma visão mais otimista sobre as unidades lançadas para 2018 e 2019 (44,6 e 51,3 mil unidades, respectivamente), mas uma expectativa menor em relação às vendas brutas em 2018 devido à transferência de parte dessas vendas para o início de 2019 (esperamos uma falta de disponibilidade de crédito para transferência aos bancos de unidades pendentes no 4T18).

Em relação à receita líquida, esperamos que atinja a R\$ 5,1 bilhões em 2018 e R\$ 5,6 bilhões em 2019, com a manutenção das margens em linha com as atualmente apresentadas pela companhia.

Riscos à nossa tese de investimento. Os riscos para a tese de investimentos da MRV incluem (i) falta de disponibilidade de crédito para seus clientes através das faixas 2 e 3 do programa MCMV e (ii) custos de construção mais altos do que o esperado.

Estimativas		Premissas	
Valor total para Firma (R\$ milhões)	8,667	Beta	0.81
VP do FCFE	4,853	WACC	11.9%
VP da Perpetuidade	3,814	D/(D+E)	10%
Número de Ações (mi)	443	Taxa Livre de Risco	4.9%
Dívida Líquida	-427	Prêmio de Mercado	4.6%
Valor de Mercado	8,240	Crescimento Perpetuidade	3.8%
Preço-alvo (R\$)	18.60		

Indicadores Operacionais					
R\$ milhões	2016a	2017a	2018e	2019e	2020e
Unidades Lançadas (mil)	26.4	37.2	44.6	51.3	60.0
VGv Lançado	3,987.0	5,627.3	6,890.8	8,036.7	9,528
Vendas Brutas	5,259.0	6,054.5	7,288.0	8,537.5	10,584.8
Distratos	1,232.6	1,103.7	1,272.5	1,402.4	1,611.6
Vendas Líquidas	4,026.4	4,950.8	6,015.5	7,135.1	8,973.1

Destaques Financeiros					
R\$ milhões	2016a	2017a	2018e	2019e	2020e
Margem Bruta (%)	32.6%	33.9%	33.5%	33.5%	33.5%
Margem EBITDA (%)	11.8%	15.0%	13.9%	14.0%	14.1%
Margem Líquida (%)	13.2%	13.7%	12.2%	12.1%	12.2%
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (%)	10.8%	11.6%	11.3%	12.4%	15.6%
EBITDA	501.8	715.7	770.1	923.1	1,235.1
Dívida Bruta	2,313.6	3,472.3	3,388.2	3,309.0	3,207.4
Dívida Líquida	292.6	378.1	286.1	427.0	158.3

Dívida Líquida/ Patrimônio Líquido (%)	5.4%	6.5%	4.6%	6.4%	2.2%
LPA (R\$)	1.27	1.48	1.52	1.80	2.41
P/E (x)	9.8	8.4	8.1	6.9	5.1
P/BV (x)	1.01	0.95	0.89	0.82	0.78
Dividend Yield (%)	2.9%	5.2%	5.7%	6.9%	13.9%

DRE sintético

R\$ milhões	2016a	2017a	2018e	2019e	2020e
Receita Líquida	4,249.0	4,759.9	5,540.3	6,594.0	8,760.0
Lucro Bruto	1,386.8	1,612.1	1,856.0	2,209.0	2,934.6
Despesas operacionais	-926.6	-945.6	-1,151.3	-1,370.1	-1,806.2
Comerciais	-498.7	-550.3	-615.6	-732.7	-973.3
Gerais e administrativas	-287.5	-319.7	-370.5	-441.0	-585.9
Outras despesas (receitas) operacionais	-83.0	-42.6	-94.3	-112.2	-149.1
Equivalência Patrimonial	-57.3	-33.0	-5.5	0.0	8.8
= LAJIR*	460.2	666.5	704.7	838.9	1,128.5
(+/-) Resultado Financeiro	213.6	138.7	153.5	175.2	230.7
= LAIR*	673.9	805.2	858.2	1,014.0	1,359.2
(-) Impostos	-94.1	-105.2	-116.8	-138.0	-185.0
Lucro Líquido	562.5	653.4	675.4	798.1	1,069.8

Balanco Patrimonial

R\$ milhões	2016a	2017a	2018e	2019e	2020e
Ativo Total	12,327	14,559	15,806	17,174	18,879
Ativo Circulante	7,120	8,331	8,643	9,160	10,080
Ativo Não-Circulante	4,197	4,884	5,706	6,434	7,080
Investimentos	1,010	1,344	1,457	1,580	1,720
Passivo Total	12,327	14,559	15,806	17,174	18,879
Passivo Circulante	2,924	3,250	3,370	3,702	4,244
Passivo Não Circulante	3,965	5,511	6,268	6,807	7,559
Patrimônio Líquido	5,437	5,797	6,168	6,665	7,077

Análise de Sensibilidade

g/WACC	Preço-Alvo 2019				
	10.9%	11.4%	11.9%	12.4%	12.9%
2.8%	19.8	18.6	17.6	16.6	15.8
3.3%	20.4	19.2	18.0	17.0	16.2
3.8%	21.2	19.8	18.6	17.5	16.6
4.3%	22.0	20.5	19.2	18.0	17.0
4.8%	23.1	21.4	19.9	18.6	17.5

Fonte: MRV e BB Investimentos.

INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da ICVM 598, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 - O Banco do Brasil S.A. detem indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, participação acionária no capital da Cielo S.A. (cuja participação é detida pelo BB – Banco de Investimento S.A.) e do IRB Brasil Re, companhias brasileiras listadas na bolsa de valores que podem deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB – Banco de Investimento S.A.

Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Itens		
	3	4	5
Georgia Jorge	-	-	-

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

6 - As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.

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

Av. Paulista, 1.230 - 9º andar

São Paulo (SP) - Brasil

+55 (11) 4298-7000

Diretor	Gerente Executivo	BB Securities - London
Fernando Campos	Denísio Augusto Liberato	4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St. London EC2N 1ER - UK +44 (207) 3675800
Gerentes da Equipe de Pesquisa		
Estratégia - Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Análise de Empresas - Victor Penna victor.penna@bb.com.br	Managing Director Admilson Monteiro Garcia +44 (207) 3675801 Director of Sales Trading Boris Skulczuk +44 (207) 3675831 Head of Sales Nick Demopoulos +44 (207) 3675832 Institutional Sales Annabela Garcia +44 (207) 3675853 Melton Plummer +44 (207) 3675843 Trading Bruno Fantasia +44 (207) 3675852 Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842
Renda Variável		
Agronegócios Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br	Siderurgia e Mineração Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	
Bancos e Serviços Financeiros Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	Óleo e Gás Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br Papel e Celulose Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	
Bens de Capital Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	Imobiliário Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br	Banco do Brasil Securities LLC - New York 535 Madison Avenue 33th Floor New York City, NY 10022 - USA (Member: FINRA/SIPC/NFA)
Utilities Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br	Varejo Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br	Managing Director Carla Sarkis Teixeira +1 (646) 845-3710 Institutional Sales - Equity Charles Langalis +1 (646) 845-3714 Institutional Sales - Fixed Income Fabio Frazão +1 (646) 845-3716 Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715
Alimentos e Bebidas Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Transporte e Logística Renato Hallgren renatoh@bb.com.br	DCM Richard Dubbs +1 (646) 845-3719 Syndicate Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717
Macroeconomia e Estratégia de Mercado Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	Renda Fixa Renato Odo renato.odo@bb.com.br José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br	BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore 6 Battery Road #11-02 Singapore, 049909
Equipe de Vendas		
Investidor Institucional bb.distribuicao@bb.com.br	Varejo aco@bb.com.br	Managing Director Marcelo Sobreira +65 6420-6577 Director, Head of Sales José Carlos Reis +65 6420-6570 Institutional Sales Zhao Hao +65 6420-6582
Gerente - Antonio Emilio Ruiz Bianca Onuki Nakazato Bruno Finotello Daniel Frazatti Gallina Denise Rédua de Oliveira Edger Euber Rodrigues Fábio Caponi Bertoluci Henrique Reis Marcela Andressa Pereira	Gerente - Mario D'Amico Fabiana Regina de Oliveira Sandra Regina Saran	