

Eztec

21 de março de 2017

Resultado 4T16 e atualização de preço: melhora no trimestre; longo caminho para recuperar rentabilidade

A Eztec apresentou números moderadamente fortes no 4T16, com elevação da margem bruta, vendas líquidas robustas e redução nas despesas gerais e administrativas t/t. Por outro lado, a companhia apresentou redução na linha de equivalência patrimonial e uma queima de caixa de R\$ 8 milhões neste trimestre, após uma geração de caixa de R\$ 48 milhões no 3T16, totalizando R\$ 200 milhões em 2016. No contexto de um ambiente mais difícil para vendas, a Eztec reduziu os lançamentos em 2015 e 2016, com foco nas vendas de estoques, preservando sua sólida posição de caixa diante de uma recuperação esperada a partir do 2S17.

Destaques operacionais. As vendas líquidas atingiram R\$ 39 milhões no 4T16 e R\$ 74 milhões em 2016, o que representa um declínio de 82% em relação a 2015. O volume de vendas brutas tem diminuído desde o 2T15, enquanto os distratos aumentaram. No entanto, após seis trimestres consecutivos de elevação dos distratos últimos doze meses (UDM), estes diminuíram no 4T16. A velocidade de vendas atingiu 2,9% no trimestre, após uma velocidade de vendas negativa de -1,4% no 3T16. O volume de lançamentos atingiu R\$ 87 milhões no 4T16 (+201% a/a, considerando uma aquisição de participação) e R\$ 230 milhões em 2016 (+2% a/a). Os indicadores operacionais, a nosso ver, apontam que o pior pode ter ficado para trás para a companhia, embora esperemos uma recuperação mais modesta quando comparada com os períodos mais prósperos do segmento.

Desempenho econômico e financeiro. A receita líquida atingiu R\$ 151 milhões no 4T16 (+30% t/t) e R\$ 572 milhões em 2016 (-30% a/a), afetada pela redução nas vendas e no volume de projetos em construção. Neste trimestre, a margem bruta aumentou 950 pb t/t para 53,6%, positivamente influenciada pela venda de um terreno. No ano, no entanto, a margem bruta diminuiu 400 pb para 47,2%, influenciada principalmente pelo maior nível de descontos concedidos. A Eztec conseguiu manter as despesas gerais e administrativas sob controle em 2016, reduzidas em 9% a/a. No entanto, o ambiente mais difícil para as vendas, juntamente com o maior custo de manutenção do estoque concluído, levou a um aumento de 20% a/a nas despesas comerciais. A linha de equivalência patrimonial também trouxe números fracos, com queda de 66% no ano, afetada pelo maior volume de cancelamentos em projetos não controlados. Em resumo, o lucro líquido atingiu R\$ 71 milhões no 4T16 (+45% t/t) e R\$ 232 milhões em 2016 (-48% a/a), com margem líquida de 47,7% e 40,6%, respectivamente. Esses números estão abaixo da média da empresa, mas ainda permanecem como os mais altos do segmento.

R\$ Milhões	2Q16	A/A	T/T	1S16	A/A
VGv Lançado	86.8	201.4%	-	230.1	1.9%
Vendas Contratadas	39.2	-51.8%	-320.5%	74.3	-82.0%
Receita Líquida	151.4	-32.5%	31.1%	572.2	-29.7%
Lucro Bruto	81.2	-23.2%	59.4%	270.1	-35.2%
Margem Bruta (%)	53.6%	6.5 p.p.	9.5 p.p.	47.2%	-4.0 p.p.
EBITDA	57.5	-37.3%	82.3%	169.3	-57.1%
Margem EBITDA (%)	38.0%	-2.9 p.p.	10.7 p.p.	29.6%	-18.8 p.p.
Lucro Líquido	70.7	-32.2%	45.0%	232.0	-47.8%
Margem Líquida (%)	46.7%	0 p.p.	4 p.p.	40.6%	-14.0 p.p.

Endividamento (R\$ Milhões)	2Q16	A/A	T/T
Dívida Bruta	353.5	+55.2%	+12.2%
Dívida Líquida	(210.4)	+27.0%	-3.9%
Dívida Líquida / EBITDA	-1.2x	-82.3%	-50.1%
Dívida CP / Dívida Bruta	63.6%	+38.7 p.p.	-3.3 p.p.

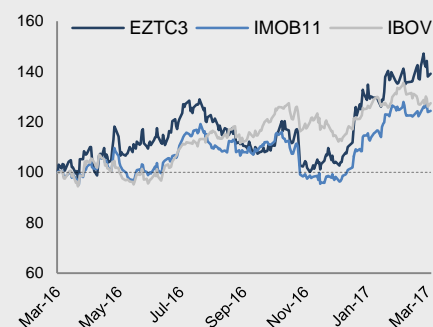
Fonte: Eztec e BB Investimentos

Construção Civil

Daniel Cobucci, CNPI
Analista Sênior
cobucci@bb.com.br

Georgia Jorge
Analista Sênior
georgiadaj@bb.com.br

EZTC3	Market Perform
Preço em 20/03/2017 (R\$)	19,71
Preço para 12/2017 (R\$)	19,80
Upside	0,5%
Market Cap (R\$ milhões)	3.252
Varição 1 mês	-0.7%
Varição 12 meses	35%
Varição 2017	25,9%
Mín. 52 sem.	13,73
Máx. 52 sem.	21,00



Fonte: Economica e BB Investimentos

Conclusão. Em face de um ainda fraco desempenho operacional, embora em recuperação, e melhoria na situação econômico-financeira, a Eztec apresentou resultados melhores do que o esperado no 4T16. Acreditamos que o histórico de margens elevadas, o sólido balanço patrimonial e as melhores perspectivas de geração de caixa ao longo de 2017 devem atenuar alguns dos impactos negativos causados pelos recentes eventos macroeconômicos, suportando o rally recente observado em EZTC3 (+37% nos últimos doze meses). No entanto, o menor volume de receitas a reconhecer e as despesas comerciais e administrativas mais altas/estáveis devem continuar pressionando a capacidade da empresa de diluir os custos, prejudicando a lucratividade. O cenário de vendas líquidas menores tem impactado o giro do ativo, o principal motivo da forte queda no ROE (8,3%, -850 bps a/a). Tudo isto considerado, revisamos nosso modelo e estabelecemos como novo preço-alvo R\$ 19,80 por ação para 12/2017, mantendo a recomendação de Market Perform.

Valuation. Nós atualizamos nossas estimativas para EZTC3 com novo preço-alvo de R\$ 19,80 para 12/2017 (antes R\$ 18,20). O preço deriva de um modelo de fluxo de caixa descontado, em termos nominais, com uma taxa de crescimento na perpetuidade (g) de 4,1% e WACC de 12,8%.

Valor Total para a Firma (R\$ milhões)		Premissas	
VP do FCF	1.536	Beta	0,90
VP da Perpetuidade	1.017	WACC	12,8%
Dívida Líquida	165,0	D/(D+E)	20%
Valor para os acionistas	715	Taxa livre de risco	4,9%
Número de ações (mi)	3.268	Prêmio de Mercado	4,6%
Valor justo por ação ordinária (R\$)	19.80	Crescimento perpetuidade	4,1%

Fonte: BB Investimentos

DRE	2015	2016	2017e	2018e
Receita Líquida	814	544	420	461
Lucro Bruto	417	248	183	214
Despesas operacionais	26	99	71	61
Vendas	46	54	55	53
Gerais e administrativas	96	90	88	83
Equivalência patrimonial	(115)	(44)	(71)	(74)
Outras despesas (receitas) operacionais	(1)	(2)	(1)	(1)
EBIT	391	149	112	153
Receitas financeiras	(9)	69	86	109
Despesas financeiras	91	22	(24)	(23)
EBITDA	391	151	115	156
Resultado Líquido	444	220	159	222

Indicadores	2015	2016	2017e	2018e
Margem Bruta (%)	51.2%	45.5%	43.5%	46.5%
Margem EBITDA (%)	48.1%	27.8%	27.4%	33.9%
Margem Líquida (%)	54.5%	40.4%	37.8%	48.2%
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (%)	17.4%	7.9%	5.4%	7.3%
EBITDA	391.3	151.2	114.8	156.1
Dívida Bruta	227.7	229.2	230.2	231.4
Dívida Líquida	(165.6)	(365.2)	(715.3)	(1,139.2)
Dívida Líquida/ Patrimônio Líquido (%)	-6.1%	-12.7%	-23.9%	-36.7%
EV/EBITDA - Valor de Mercado	9.75	25.23	33.23	24.44
EV/EBITDA - Valor Potencial	6.52	16.88	22.23	16.35
LPA (R\$)	2.83	1.33	0.96	1.35
P/E (x)	7.0	14.1	19.5	13.9
P/E (x) target	7.4	14.9	20.6	14.7
P/BV (x)	1.27	1.19	1.14	1.12
P/BV target (x)	1.33	1.26	1.20	1.18

Fonte: BB Investimentos

Balço Patrimonial Sintético	2015	2016	2017e	2018e
Ativo total	3,291	3,503	3,651	3,793
Ativo Circulante	1,779	2,136	2,358	2,630
Ativo não circulante	267	279	286	293
Ativo Permanente	394	393	392	390
Passivo total	3,291	3,503	3,651	3,793
Passivo Circulante	319	351	371	390
Passivo não circulante	267	279	286	293
Patrimônio Líquido	2,702	2,870	2,991	3,108

Fonte: Eztec e BB Investimentos

Análise de sensibilidade

	Preço-alvo				
	11.8%	12.3%	12.8%	13.3%	13.8%
3.1%	20.5	19.8	19.1	18.5	18.0
3.6%	20.9	20.1	19.4	18.8	18.3
4.1%	21.4	20.6	19.8	19.1	18.5
4.6%	22.0	21.0	20.2	19.5	18.8
5.1%	22.6	21.6	20.7	19.9	19.2

	P/BV				
	11.8%	12.3%	12.8%	13.3%	13.8%
3.1%	1.38x	1.33x	1.29x	1.25x	1.21x
3.6%	1.41x	1.36x	1.31x	1.27x	1.23x
4.1%	1.44x	1.39x	1.33x	1.29x	1.25x
4.6%	1.48x	1.42x	1.36x	1.31x	1.27x
5.1%	1.53x	1.45x	1.39x	1.34x	1.29x

Fonte: 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. 18 da ICVM 483, 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.

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.

Analysts	Items		
	3	4	5
Daniel Cobucci	X	X	
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

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar

Rio de Janeiro (RJ) - Brasil

+55 (21) 38083625

Diretor	Gerente Executiva
Fernando Campos	Fernanda Peres Arraes

Equipe de Pesquisa

Gerente - Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	Analista Chefe - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
---	--

Renda Variável

Agronegócios	Alimentos e Bebidas
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br	Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br

Bancos e Serviços Financeiros

Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	Siderurgia e Mineração Gabriela Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
--	---

Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br	Óleo e Gás Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br
-------------------------------------	---

Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	Papel e Celulose Gabriela Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
-------------------------------------	---

Bens de Capital

Fabio Cardoso fcardoso@bb.com.br	Imobiliário Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
-------------------------------------	---

Educação

Victor Penna victor.penna@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
--	---------------------------------------

Utilities

Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br	Varejo Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br
-------------------------------------	--

Viviane Silva viviane.silva@bb.com.br	Transporte e Logística Renato Hallgren renatoh@bb.com.br
--	---

Macroeconomia e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Renda Fixa Renato Odo renato.odo@bb.com.br
--	---

Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
--------------------------------------	---

Equipe de Vendas

Investidor Institucional bb.distribuicao@bb.com.br	Varejo ações@bb.com.br
--	----------------------------------

Gerente - Antonio Emilio Ruiz Bianca Onuki Nakazato Bruno Finotello Daniel Frazatti Gallina Denise Rédua de Oliveira Edger Euber Rodrigues Elisangela Pires Chaves Fábio Caponi Bertoluci Henrique Reis Marcela Andressa Pereira	Gerente - Mario D'Amico Bruno Henrique de Oliveira Fabiana Regina de Oliveira
--	--

BB Securities - Londres

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

London EC2N 1ER - UK

+44 (207) 3675800

Managing Director

Admilson Monteiro Garcia +44 (207) 3675801

Deputy Managing Director

Selma Cristina da Silva +44 (207) 3675802

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 Plumber +44 (207) 3675843

Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

Head of M&A

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

Banco do Brasil Securities LLC - Nova Iorque

535 Madison Avenue 34th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director

Daniel Alves Maria +1 (646) 845-3710

Deputy Managing Director

Carla Sarkis Teixeira +1 (646) 845-3710

Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

Sales

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715

Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

BB Securities Asia Pte Ltd - Cingapura

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

Managing Director

Marcelo Sobreira +65 6420-6577

Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570

Institutional Sales

Paco Zayco +65 6420-6571

Zhao Hao +65 6420-6582