

# Direcional

21 de Março de 2017

## Resultado 4T16 e atualização de preço: desempenho econômico-financeiro fraco com não-recorrentes; Porém, robusto resultado operacional.

A Direcional apresentou números negativos no resultado do 4T16. Apesar de uma forte geração de caixa de R\$ 38 milhões e de um saudável crescimento nos lançamentos e vendas, maiores provisões e estouro de orçamento derrubaram o desempenho econômico-financeiro, levando a números negativos em todas as linhas. Em nossa opinião, o atual modelo de negócios da empresa (com foco em MCMV 2 e 3) permanece com condições favoráveis, embora a DRE da companhia ainda deva ser pressionada no curto prazo por resultados relacionados ao MCMV faixa 1 e a projetos de média/média-alta renda.

**Destques operacionais.** No último trimestre do ano, a Direcional incrementou seus lançamentos em 109% t/t e 52% a/a, atingindo R\$ 316 milhões, com sete produtos dos segmentos MCMV 2 e 3. Em 2016, os lançamentos totalizaram R\$ 769 milhões, +45% a/a. Quanto às vendas, este trimestre também trouxe surpresas favoráveis, com um aumento de 113% a/a, positivamente influenciado pelo menor número de distratos (-17% t/t) e pelas vendas de lançamentos (velocidade de vendas de lançamentos de 20%, ante 4% no 3T16). Vemos esses números como positivos, especialmente a combinação de menos distratos e o incremento nos lançamentos e na velocidade de vendas. A Direcional está ganhando participação nas faixas 2 e 3 do MCMV, embora tal desempenho ainda esteja longe do ponto de virada para compensar a queda nas receitas devido às entregas do MCMV 1.

**Desempenho econômico/financeiro.** A receita líquida atingiu R\$ 255 milhões, -19% t/t, impactada negativamente pela redução da receita de serviços (MCMV 1). O lucro bruto apresentou-se negativo em R\$ 26 milhões no 4T16, afetado pelos distratos no segmento MAC e por custos adicionais de manutenção e provisões (de aproximadamente R\$ 56 milhões) no MCMV 1. Apesar da melhora nas despesas SG&A (-7% t/t) e um resultado financeiro estável (-0,5% t/t), o EBITDA foi negativo em R\$ 43 milhões. Sendo assim, tais custos e despesas adicionais levaram a um prejuízo de R\$ 64,8 milhões no 4T16, afetando negativamente o resultado de 2016 (R\$ -11,9 milhões, 109,6% inferior a/a). Consideramos esses números como negativos, embora fruto de volatilidade de curto prazo, em nossa opinião, considerando que os segmentos MAC e MCMV 1 devem ter sua importância diminuída nos resultados da empresa com a ampliação das faixas 2 e 3 do MCMV.

**Conclusões.** A Direcional apresentou fortes números operacionais no último trimestre de 2016, apesar do desempenho econômico-financeiro ainda estar fortemente prejudicado devido aos segmentos anteriores de atuação da empresa. Acreditamos que as margens brutas devam continuar pressionadas em 2017, antes de uma recuperação a partir de 2018. Isso se deve ao elevado volume de projetos do segmento média/média-alta renda no estoque (R\$ 712 milhões, 56% do estoque total, dos quais 39% já estão concluídos). Também esperamos um volume considerável de geração de caixa, devido à redução de recebíveis relacionados à faixa MCMV 1. Vale ressaltar que MCMV 2 e 3 atualmente corresponde a 44% do estoque da empresa, ante 19% no 4T15. Na medida em que essa participação aumentar, acreditamos em resultados mais estáveis à frente, apoiando a nossa visão otimista sobre DIRR3. Nesse sentido, revisamos e atualizamos nossas estimativas para DIRR3. Nossa recomendação mudou para *Outperform* (de *Market Perform*) com um novo preço-alvo para 12/2017 de R\$ 7,30 por ação (anteriormente R\$ 6,80), conforme detalhado nas próximas páginas.

R\$ Milhões	4Q16	A/A	T/T	2016	YoY
VGv Lançado	316,2	+52,0%	+109,2%	768,5	+75,4%
Vendas Contratadas	179,4	+72,3%	+113,2%	448,1	+29,9%
Receita Líquida	254,5	-36,1%	-19,1%	1.358,0	-13,5%
Lucro Bruto	-25,5	-131,8%	-201,3%	156,3	-52,7%
Margem Bruta (%)	-10,0%	-30,2 p.p.	-18,0 p.p.	11,5%	-9,5 p.p.
EBITDA	-42,8	-168,7%	-319,4%	87,9	-65,8%
Margem EBITDA (%)	-16,8%	-32,5 p.p.	-23,0 p.p.	6,5%	-9,9 p.p.
Lucro Líquido	-64,8	-310,2%	-5906,5%	-11,9	-109,6%
Margem Líquida (%)	-25,5%	-33,2 p.p.	-25,8 p.p.	-0,9%	-8,8 p.p.

Endividamento (R\$ Milhões)	4T16	A/A	T/T
Dívida Bruta	907	8,4%	0,2%
Dívida Líquida	339	0,6%	0,8%
Dívida Líquida / EBITDA	3,9x	2,5x	2,1x
Dívida CP / Dívida Bruta	51,5%	7,1 p.p.	3,8 p.p.
Dívida Bruta / Patrimônio Líq.	21,7%	1,2 p.p.	1,4 p.p.

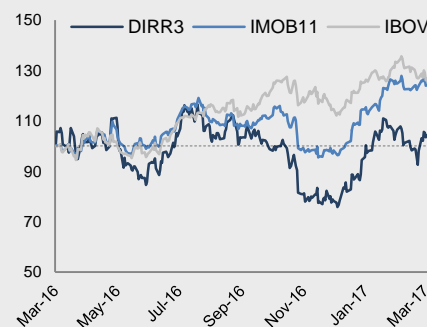
Fonte: Direcional e BB Investimentos

## Construção Civil

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

Georgia Jorge  
Analista Sênior  
georgiadaj@bb.com.br

DIRR3	Outperform
Preço em 20/03/2017 (R\$)	5,85
Preço para 12/2017 (R\$)	7,40
Upside	26,5%
Market Cap (R\$ milhões)	814,5
Varição 1 mês	-2,5%
Varição 12 meses	-0,7%
Varição 2017	28,3%
Mín. 52 sem.	4,16
Máx. 52 sem.	6,59



Fonte: Economica e BB Investimentos

**Valuation.** Nós atualizamos nossas estimativas e preço-alvo para DIRR3, com novo preço-alvo de R\$ 7,30 para 12/2017 (ante R\$ 6,80). O preço deriva de um método de fluxo de caixa descontado, em termos nominais, com uma taxa de crescimento na perpetuidade (g) de 4,1% e WACC de 13,8%.

Valor Total para a Firma (R\$ milhões)		Premissas	
VP do FCFF	1.550	Beta	1,00
VP da Perpetuidade	544	WACC	13,8%
Dívida Líquida	146,3	D/(D+E)	15,0%
Valor para os acionistas	(478)	Taxa livre de risco	4,9%
Número de ações (mi)	1.072	Prêmio de Mercado	4,6%
Valor justo por ação ordinária (R\$)	7,30	Crescimento perpetuidade	4,1%

Fonte: BB Investimentos

Indicadores Operacionais (R\$ milhões)	2015	2016e	2017e	2018e
VGW Lançado (parte Direcional)	438	768	1.382	1.445
Vendas Contratadas (parte Direcional)	345	793	1.160	1.613

Indicadores	2015	2016e	2017e	2018e
Margem Bruta (%)	21,1%	16,5%	19,0%	28,0%
Margem EBITDA (%)	11,9%	7,8%	8,1%	16,7%
Margem Líquida (%)	7,9%	4,5%	3,1%	10,8%
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (%)	7,0%	3,6%	2,3%	7,9%
EBITDA	186,1	110,0	107,5	233,7
Dívida Bruta	836,5	836,5	750,1	689,5
Dívida Líquida	337,3	425,5	478,4	300,0
Dívida Líquida/ Patrimônio Líquido (%)	19,0%	23,3%	25,7%	15,2%
EV/EBITDA - Valor de Mercado	6,82	11,54	11,80	5,43
EV/EBITDA - Valor Potencial	8,33	14,10	14,42	6,63
LPA (R\$)	0,85	0,44	0,28	1,03
P/E (x)	6,4	12,3	19,0	5,2
P/BV (x)	8,7	16,7	25,8	7,1
P/BV target (x)	0,46	0,45	0,44	0,43

Fonte: Direcional e BB Investimentos

DRE	2015	2016e	2017e	2018e
Receita Líquida	1.570	1.416	1.323	1.398
Lucro Bruto	330	234	251	391
Despesas operacionais	167	148	171	188
Vendas	43	52	60	77
Gerais e administrativas	105	103	99	98
Outras despesas (receitas) operacionais	19	(7)	12	13
EBIT	163	86	80	204
EBITDA	186	110	108	234
Resultado Líquido	124	64	42	151

Balanco Patrimonial Sintético	2015	2016e	2017e	2018e
Ativo total	3.887	4.046	3.936	4.050
Ativo Circulante	2.435	2.484	2.387	2.497
Ativo não circulante	1.434	1.482	1.343	1.336
Ativo Permanente	128	130	125	118
Passivo total	3.887	4.046	3.936	4.050
Passivo Circulante	668	715	713	719
Passivo não circulante	1.442	1.504	1.365	1.358
Patrimônio Líquido	1.777	1.827	1.858	1.973

Fonte: Direcional e BB Investimentos

### Análise de sensibilidade

Preço-alvo					
6,8	12,8%	13,3%	13,8%	14,3%	14,8%
3.1%	7,8	7,4	6,9	6,6	6,2
3.6%	8,1	7,6	7,1	6,7	6,3
4.1%	8,3	7,8	<b>7,3</b>	6,9	6,5
4.6%	8,6	8,1	7,5	7,1	6,7
5.1%	9,0	8,3	7,8	7,3	6,8

Preço/Valor patrimonial					
6,8	12,8%	13,3%	13,8%	14,3%	14,8%
3.1%	0,69x	0,65x	0,61x	0,57x	0,54x
3.6%	0,69x	0,65x	0,61x	0,57x	0,54x
4.1%	0,69x	0,65x	<b>0,61x</b>	0,57x	0,54x
4.6%	0,69x	0,65x	0,61x	0,57x	0,54x
5.1%	0,69x	0,65x	0,61x	0,57x	0,54x

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			
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

<b>Diretor</b>	<b>Gerente Executiva</b>
Fernando Campos	Fernanda Peres Arraes
<b>Equipe de Pesquisa</b>	
<b>Gerente</b> - Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	<b>Analista Chefe</b> - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
<b>Renda Variável</b>	
<b>Agronegócios</b>	<b>Alimentos e Bebidas</b>
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br	Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br
<b>Bancos e Serviços Financeiros</b>	<b>Siderurgia e Mineração</b>
Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	Gabriela Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br	<b>Óleo e Gás</b>
Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br
<b>Bens de Capital</b>	<b>Papel e Celulose</b>
Fabio Cardoso fcardoso@bb.com.br	Gabriela Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
<b>Educação</b>	<b>Imobiliário</b>
Victor Penna victor.penna@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
<b>Utilities</b>	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br	<b>Varejo</b>
Viviane Silva viviane.silva@bb.com.br	Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br
	<b>Transporte e Logística</b>
	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br
<b>Macroeconomia e Estratégia de Mercado</b>	<b>Renda Fixa</b>
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
<b>Equipe de Vendas</b>	<b>Varejo</b>
<b>Investidor Institucional</b>	ações@bb.com.br
bb.distribuicao@bb.com.br	<b>Gerente</b> - Mario D'Amico
<b>Gerente</b> - Antonio Emilio Ruiz	Bruno Henrique de Oliveira
Bianca Onuki Nakazato	Fabiana Regina de Oliveira
Bruno Finotello	
Daniel Frazatti Gallina	
Denise Rédua de Oliveira	
Edger Euber Rodrigues	
Elisangela Pires Chaves	
Fábio Caponi Bertoluci	
Henrique Reis	
Marcela Andressa Pereira	

**BB Securities - Londres**

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

London EC2N 1ER - UK

+44 (207) 3675800

<b>Managing Director</b>	
Admilson Monteiro Garcia	+44 (207) 3675801
<b>Deputy Managing Director</b>	
Selma Cristina da Silva	+44 (207) 3675802
<b>Director of Sales Trading</b>	
Boris Skulczuk	+44 (207) 3675831
<b>Head of Sales</b>	
Nick Demopoulos	+44 (207) 3675832
<b>Institutional Sales</b>	
Annabela Garcia	+44 (207) 3675853
Melton Plumber	+44 (207) 3675843
Renata Kreuzig	+44 (207) 3675833
<b>Trading</b>	
Bruno Fantasia	+44 (207) 3675852
Gianpaolo Rivas	+44 (207) 3675842
<b>Head of M&amp;A</b>	
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)

<b>Managing Director</b>	
Daniel Alves Maria	+1 (646) 845-3710
<b>Deputy Managing Director</b>	
Carla Sarkis Teixeira	+1 (646) 845-3710
<b>Institutional Sales - Equity</b>	
Charles Langalis	+1 (646) 845-3714
<b>Institutional Sales - Fixed Income</b>	
Cassandra Voss	+1 (646) 845-3713
<b>DCM</b>	
Richard Dubbs	+1 (646) 845-3719
<b>Syndicate</b>	
Kristen Tredwell	+1 (646) 845-3717
<b>Sales</b>	
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

<b>Managing Director</b>	
Marcelo Sobreira	+65 6420-6577
<b>Director, Head of Sales</b>	
José Carlos Reis	+65 6420-6570
<b>Institutional Sales</b>	
Paco Zayco	+65 6420-6571
Zhao Hao	+65 6420-6582