

Eztec: Os desafios continuam em 2017

Mário R. Mariante, CNPI*

mmariante@plannercorretora.com.br

+55 11 2172-2561

Disclosure e certificação do analista estão localizados na última página deste relatório.

Revisamos nossos números para a Eztec com base nos resultados de 2016 e no cenário para o setor imobiliário em 2017 e reduzimos o preço justo de R\$ 20,37 para R\$ 19,60 por ação. Em consequência, passamos a recomendação de Compra para Manutenção, em razão do baixo potencial de valorização, neste momento. Destacamos que a ação EZTC3 ficará “ex” de um dividendo de R\$ 1,092192 por ação no dia 02 de maio, o que com base na última cotação de fechamento representa um retorno de 5,54% para os acionistas. Por outro lado, as premissas para o setor imobiliário seguem ainda pessimistas no médio prazo e os resultados das incorporadoras deverão continuar penalizados.

Desempenho do setor: A expectativa inicial de retomada do mercado imobiliário no 1T17 não deverá se confirmar neste primeiro semestre. Os números já divulgados, de captação de recursos da caderneta de poupança e de contratações via o SBPE seguem muito fracos, refletindo os mesmos problemas que vêm pesando sobre a construção civil nos últimos anos: juros altos, taxa de desemprego elevada dificuldades no repasse dos clientes para os bancos e ainda o elevado volume de distratos. Este cenário gerou um maior esforço das incorporadoras para a redução dos estoques acumulados nos últimos anos, forçando também os preços para baixo. Em consequência, as margens ficaram mais apertadas, destacando o fato de algumas incorporadoras terem apresentado margem bruta negativa no 4º trimestre de 2016.

Lançamentos e Vendas da Eztec: Segundo a Companhia, os lançamentos previstos para o 1T17 acabaram não acontecendo conforme o esperado, em parte pelas dificuldades na aprovação dos projetos junto à Prefeitura de São Paulo e também pela necessidade de concentrar esforços na realização dos estoques. Mesmo assim a empresa mantém, para este ano, a expectativa de lançamentos entre R\$ 500 milhões e R\$ 700 milhões. As vendas também vêm enfrentando dificuldades e, no 1T17, deverão ficar abaixo do valor apurado no 4T16, que foi de R\$ 628 milhões, enquanto a expectativa para os distratos é de ficar no mesmo patamar do último trimestre de 2016. Ou seja, a receita líquida de distratos ficará bem reduzida no 1T17.

Diante deste cenário, trabalhamos com premissas conservadoras em relação a lançamentos e faturamento para o ano de 2017. A margem bruta da Eztec que foi de 51,2% em 2015 caiu para 47,2% em 2016 e deverá reduzir ainda mais neste ano. Mesmo assim, a empresa segue com as melhores margens entre as incorporadoras listadas em bolsa. Para 2017 trabalhamos com uma margem bruta inferior à realizada em 2016, acreditando que o reflexo negativo da crise econômica ainda pesará sobre os números da empresa, compensados em parte pelo resultado financeiro. Em 2016, o EBITDA também mostrou queda acentuada (57,1%), somando R\$ 169,3 milhões contra R\$ 394,5 milhões em 2015 e o resultado líquido caiu de R\$ 444,0 milhões em 2015 para R\$ 230,2 milhões no ano passado, uma redução de 48,2%.

Posição Financeira: A Eztec encerrou 2016 com uma posição de caixa líquido R\$ 210,4 milhões com disponibilidades de caixa de R\$ 563,9 milhões e com queima de caixa de R\$ 8,5 milhões no 4T16. A queima de caixa reflete a aquisição líquida de terrenos no trimestre no valor de R\$ 38,6 milhões. Além disso, no final do ano, a empresa possuía R\$ 388,6 milhões em Recebíveis Performados, remunerados a IGP-DI + 10 a 12% ao ano, que podem ser convertidos em caixa, via repasse ou securitização.

Código	EZTC3	
Recomendação		Manutenção
Cotação atual (R\$)	R\$/ação	19,52
Preço justo	R\$/ação	19,60
Potencial	%	0,4
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$/ação	13,85 - 21,00
Dados da Ação		
Total de ações	milhões	165,0
Ações Ordinárias	%	100,0
Free Float	%	34,0
Vol. Méd, diário (1 mês)	R\$ milhões	10,8
Valor de Mercado	R\$ milhões	3.221

Desempenho da Ação	Dia	Ano 52 Sem.
EZTC3	-2,2%	24,7%
Ibovespa	-0,3%	6,5%

Cotação em 18/4/2017

Principais Múltiplos	2016	2017E	2018E
P/L (x)	11,1	14,2	11,2
VE/EBITDA (x)	14,0	25,2	15,6
ROE (%)	8,4	7,7	9,0
Caixa (Div. Liq.)/EBITDA(12m)	1,2	3,3	2,2
Receita Líquida (R\$ mm)	572	684	837
Lucro Líquido (R\$ mm)	232	227	290
Margem Bruta (%)	47,2	44,1	44,7
Margem EBITDA (%)	29,6	16,5	21,6
Margem Líquida (%)	40,6	33,1	34,5
Payout (%)	66,9	33,3	33,3
Retorno Dividendo (%)	6,0	2,3	3,0
Cotação/VPA (x)	0,9	1,1	1,0

Fonte: Economatica e Planner Corretora

Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica

Aspectos setoriais: O ano de 2017 já iniciou com redução no volume de unidades financiadas com recursos da Caderneta de Poupança (SBPE) e nos valores contratados. No 1º bimestre foram financiadas 25,4 mil unidades contra 28,2 mil unidades no mesmo período do ano passado com redução de 9,8%. Em valores a queda foi de 6,9%, passando de R\$ 6,50 bilhões para R\$ 6,05 bilhões neste ano. Os recursos depositados na Caderneta de Poupança mostram captação líquida negativa de R\$ 12,7 bilhões no 1T17, contra um saldo negativo de R\$ 21,4 bilhões no mesmo período de 2016. Com a continuidade da recessão e do desemprego elevado, podem-se esperar números ainda negativos nos próximos meses.

Os dados setoriais indicam que a construção civil ainda continuará a mostrar dificuldades de lançamentos e de colocação dos estoques de imóveis concluídos no mercado. Além disso, os distratos ainda continuarão pesando sobre o faturamento líquido das empresas.

As prévias operacionais divulgadas até esta data mostram que as companhias ainda seguem bastante seletivas nos lançamentos, com exceção da MRV que pelo segmento em que atua (baixa renda) vem conseguindo melhor desempenho de vendas e portanto, podendo retomar os lançamentos. Os distratos continuam ainda pesando sobre os negócios do setor.

Cenário para a Eztec: O momento negativo que vive o setor imobiliário no Brasil afetou fortemente os negócios e os resultados das companhias listadas em bolsa. No caso da Eztec, a redução no volume de lançamentos nos últimos anos, provocou uma redução de 64,6% no saldo de resultados a apropriar, de R\$ 379,9 milhões em 2015 para R\$ 134,4 milhões no final de 2016. A margem REF também reduziu no mesmo período comparativo, de 50,5% para 49,1% com tendência de reduzir ainda mais. No final do ano passado, a EZTEC possuía 14 obras em andamento, sendo 13 obras próprias e 1 obra terceirizada com seus parceiros, totalizando 4.261 unidades em construção. Considerando o ciclo longo do setor, uma eventual continuidade de poucos lançamentos e distratos elevados, deverá limitar os patamares de resultados nos próximos anos.

A Companhia encerrou 2016 com um banco de terrenos de equivalente a um VGV próprio de R\$ 5,7 bilhões, com custo médio de 13,4%, incluindo despesas relativas à ampliação do coeficiente de aproveitamento construtivo. Considerando o padrão dos empreendimentos da Eztec e a localização dos terrenos, este custo pode ser considerado baixo. Deste total 76% estão na cidade de São Paulo de 17% (excluindo a capital) ficam na região metropolitana de São Paulo. O banco de terrenos é bem distribuído, sendo 21% para empreendimentos de alto padrão e 56% para os segmentos de médio-alto e médio padrão. O segmento comercial responde por 16% e os 6% restantes deverão ser destinados ao segmento econômico. Com um banco de terrenos bem ajustado a empresa pode preservar seu caixa e obter melhores negociações nas aquisições de terrenos para reposição.

Resultados Projetados: Na tabela a seguir apresentamos os resultados projetados para 2017 e 2018 e as taxas de crescimento (CAGR), destacando que estas taxas têm como base o ano de 2016, com resultados bastante penalizados pela crise que pesa sobre o setor. No nosso modelo de fluxo de caixa descontado, adotamos premissas conservadoras para o setor e para a empresa.

EZTEC - Resumo da Projeção de Resultados (2016 e 2018)

R\$ milhões	2014	2015	2016	2017E	2018E	Cresc. Anual (%) (2016 a 2018)
Receita Líquida	951,5	814,4	572,2	683,9	837,1	21,0
Custo dos Produtos Vendidos	(451,3)	(397,4)	(302,1)	(382,2)	(463,3)	23,8
Lucro Bruto	500,1	417,0	270,1	301,7	373,8	17,6
Margem Bruta	52,6%	51,2%	47,2%	44,1%	44,7%	
Despesas Operacionais	(167,4)	(140,9)	(141,7)	(190,5)	(197,1)	17,9
Despesas com Vendas	(58,1)	(45,9)	(55,0)	(85,1)	(83,7)	23,4
Despesas Gerais e Administrativas	(103,9)	(96,5)	(86,5)	(101,7)	(108,8)	12,2
Outras Rec. (Desps.) Operacionais	(5,4)	1,5	(0,2)	(3,7)	(4,6)	338,7
Resultado Financeiro Líquido	60,7	82,0	80,7	127,9	119,7	21,8
Resultado Operacional	497,1	473,3	248,4	242,6	309,0	11,5
EBITDA	440,6	394,5	169,3	113,0	180,4	3,2
Margem Ebitda	46,3%	48,4%	29,6%	16,5%	21,6%	
Lucro Líquido	474,0	444,5	232,3	227,4	290,1	11,8
Margem Líquida	49,8%	54,6%	40,6%	33,2%	34,7%	
Ret. s/ Patr. Líquido	21,0%	17,4%	8,4%	7,7%	9,1%	

Fonte: Eztec e Planner Corretora

Projeções de Resultados Trimestrais

Na tabela abaixo destacamos o resumo dos resultados trimestrais projetados para o ano de 2017. Com base no momento atual do setor, trabalhamos com margens reduzidas para o período. Acreditamos numa retomada mais firme do mercado apenas a partir de 2018, se a economia brasileira retomar o caminho do crescimento com taxas de juros em patamares aceitáveis e a recuperação do mercado de trabalho.

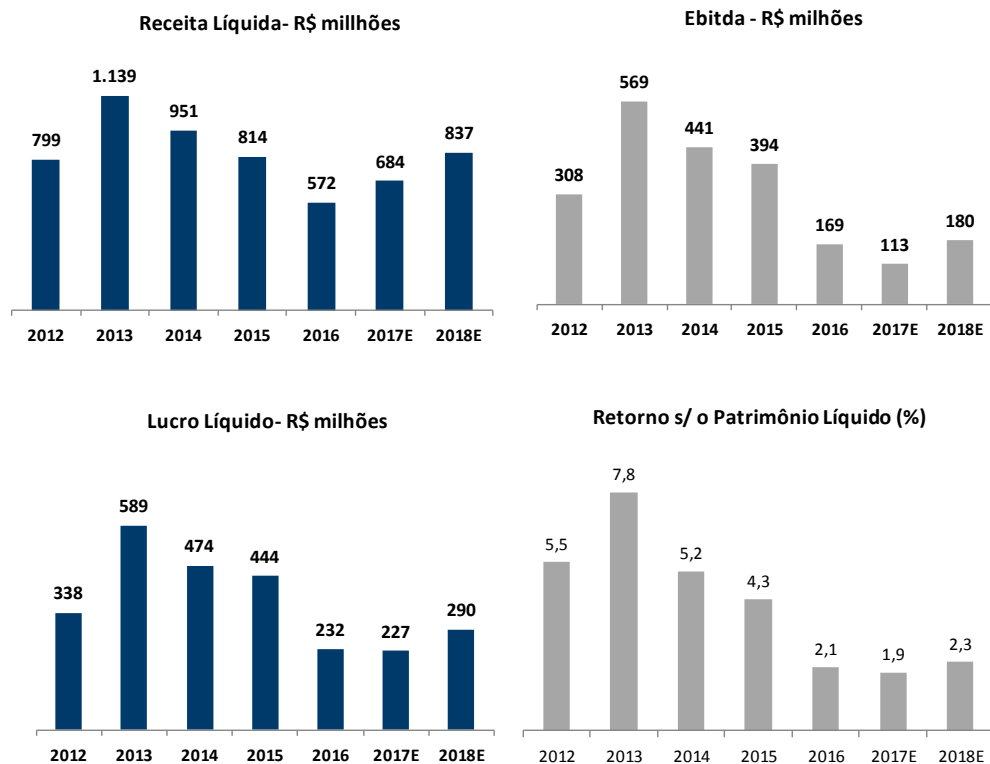
EZTEC - Resumo dos Resultados Projetados Trimestrais (2017)

R\$ milhões	2016	1T17E	2T17E	3T17E	4T17E	2017E
Receita Líquida	572,2	143,5	158,1	178,6	203,8	683,9
Lucro Bruto	270,1	63,3	69,7	78,8	89,9	301,7
Result. Operac. Ante do Financ. (EBIT)	128,4	23,3	25,7	29,0	33,1	111,2
Resultado Operacional	248,4	50,9	65,2	64,6	61,9	242,6
EBITDA	169,3	23,6	26,1	29,5	33,8	113,0
Resultado Líquido	232,3	47,7	61,1	60,5	58,0	227,4
Margem Bruta (%)	47,2	44,1	44,1	44,1	44,1	44,1
Margem EBITDA (%)	29,6	16,4	16,5	16,5	16,6	16,5
Margem Líquida (%)	40,6	33,3	38,6	33,9	28,5	33,2
Lucro por Ação	1,41	0,29	0,37	0,37	0,35	1,38

Fonte: Empresa e Planner Corretora

Gráficos com evolução das principais contas de resultado:

Evolução das principais contas de resultado - 2012 a 2018E



Fonte: Eztec e Planner Corretora

Principais acionistas em março/17:

Eztec - Posição Acionária em março de 2017

Acionistas	Partic. %
EZ Participações Ltda	31,56
SMM Participações Ltda	6,13
GAR Participações Ltda	5,59
HPC Participações Ltda	5,30
Mapeca Participações Ltda	4,41
SZA Participações Ltda	4,41
Barolo Participações Ltda	4,41
VJR Participações Ltda	1,95
Sub-Total	63,76
Dimensional Fudn Advisors	1,76
BW Gestão de Investimentos	1,51
Banco Bradesco S.A.	1,16
Outros	31,81
Total	100,00

Tonte: Bloomberg

Parâmetros do Rating da Ação

Nossos parâmetros de rating levam em consideração o potencial de valorização da ação, do mercado, aqui refletido pelo Índice Bovespa, e um prêmio, adotado neste caso como a taxa de juro real no Brasil, e se necessário ponderação do analista. Dessa forma teremos:

Compra: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for superior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Neutro: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for em linha com o potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Venda: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for inferior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

EQUIPE

Mario Roberto Mariante, CNPI*
mmariante@plannercorretora.com.br

Cristiano de Barros Caris
ccaris@plannercorretora.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI
lcaetano@plannercorretora.com.br

Karoline Sartin Borges
kborges@plannercorretora.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins, CNPI
vmartins@plannercorretora.com.br

Ricardo Tadeu Martins, CNPI
rmartins@plannercorretora.com.br

DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pela Planner Corretora e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas das companhias analisadas e de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia, expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada ou redistribuída sem prévio consentimento da Planner Corretora de Valores.

(*) Conforme o artigo 16, parágrafo único, da ICVM 483, declaro ser inteiramente responsável pelas informações e afirmações contidas neste relatório de análise.

Declaração do(s) analista(s) de valores mobiliários (de investimento), nos termos do art. 17 da ICVM 483

O(s) analista(s) de valores mobiliários (de investimento) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que as recomendações contidas neste refletem exclusivamente sua(s) opinião (ões) pessoal(is) sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Planner Corretora e demais empresas do Grupo.

Declaração do empregador do analista, nos termos do art. 18 da ICVM 483

A Planner Corretora e demais empresas do Grupo declaram que podem ser remuneradas por serviços prestados à(s) companhia(s) analisada(s) neste relatório.