

Resultados trimestrais

Gafisa
4T18: mais uma 'dança das cadeiras'; ainda sem alívio na alavancagem financeira

Os resultados da Gafisa no 4T18 foram negativos, impactados principalmente por efeitos pontuais relacionados tanto a *impairment* quanto a provisões legais. Além disso, a solução para a alavancagem financeira se mostra cada vez mais urgente.

Destaques operacionais. Poucas melhorias observadas, das quais destacamos a redução dos distratos na comparação anual (-38,8%) juntamente com o aumento dos lançamentos (+32% a/a). No entanto, as vendas brutas caíram 29,3% a/a, enquanto os estoques tiveram fraco desempenho, com as unidades concluídas aumentando sua participação no total (de 37,1% para 32,1% no ano anterior).

Desempenho econômico-financeiro. A receita líquida aumentou 17,1% a/a, mas reduziu pelo segundo trimestre consecutivo (-23,5% t/t), indicando que as margens devem permanecer pressionadas ao longo deste ano. Além disso, a margem bruta foi impactada por *impairments* de terrenos e estoques que totalizaram R\$ 63,1 milhões. Excluídos esses *impairments*, a margem bruta teria alcançado 17,3% (+ 31,5 p.p. a/a e - 2,0 p.p. t/t).

Outro não recorrente - agora positivo - que vale a pena mencionar refere-se à redução das despesas G&A em decorrência da reversão de provisão de bônus no valor de R\$ 14,8 milhões. Isso, juntamente com outras economias, levou a uma redução das despesas gerais e administrativas de R\$ 36 milhões em 2018.

Apesar do progresso observado nas despesas de SG&A, o resultado líquido sofreu com expressivas outras despesas (R\$ 251,4 milhões) relacionadas principalmente (i) ao *impairment* de Alphaville (R\$ 112,8 milhões) e (ii) à constituição de provisões legais (R\$ 106,9 milhões). Excluídos esses eventos, o lucro líquido teria atingido R\$ 11,5 milhões (ante um prejuízo líquido de R\$ 20 milhões no trimestre anterior).

Conclusões. A empresa vem passando por mudanças na governança corporativa e no plano estratégico pela segunda vez em menos de um ano. Em meados de fevereiro, a gestora de recursos GWI Group, que vinha administrando a companhia desde a destituição do conselho de administração em setembro passado, vendeu uma parte significativa de sua participação para a Planner Redwood Asset. *(continua na próxima página)*

Highlights

R\$ Milhões	4T18	t/t	a/a	2018	a/a
Lançamentos (VGV)	118.9	67.2%	32.0%	728.7	31.5%
Vendas Líquidas	95.0	-30.4%	-22.0%	813.2	12.9%
Receita Líquida	192.9	-23.5%	17.1%	960.9	22.2%
Lucro Bruto	33.4	-31.5%	-242.5%	114.7	-195.4%
Margem Bruta (%)	17.3%	-2.0 p.p	31.5 p.p.	11.9%	27.2 p.p.
EBITDA	29.2	-22.6%	-34.0%	127.0	-349.8%
Margem EBITDA (%)	15.2%	0.2 p.p.	-11.8 p.p.	13.2%	19.7 p.p.
Lucro Líquido	-297.0	697.9%	-35.8%	-356.4	-41.9%
Margem Líquida (%)	-154.0%	-139.2 p.p	126.9 p.p.	-37.1%	40.9 p.p.

Endividamento

R\$ Milhão	4T18	t/t	a/a
Dívida Total	889.4	-7.4%	-19.5%
Dívida Líquida	752.3	-1.8%	-21.4%
Dívida CP / Dívida Total	39.2%	18.2 p.p.	-12.3 p.p.
Dívida Líquida / Patrimônio Líquido	152.5%	64.7 p.p.	26.5 p.p.

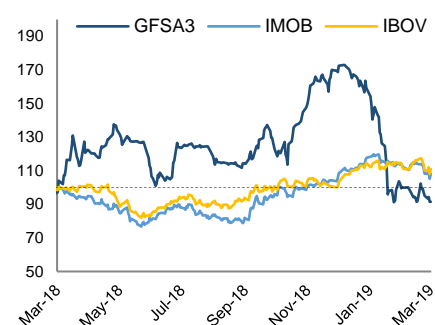
Fonte: Gafisa e BB Investimentos

GFSA3

Rating	Market Perform
Preço-alvo - 2019E	12.40
Preço da ação - 28/03/2019	8.96
Upside	38.7%

Trading data

em 28/03/2019		
Valor de Mercado	R\$ milhões	
Variação 1 mês	%	-8.8%
Variação UDM	%	-5.9%
Variação 2019	%	-47.0%
Min. 52 sem.	R\$	8.79
Máx. 52 sem.	R\$	17.01


Múltiplos

	2019e	2020e	2021e
P/BV	0.55	0.56	0.55
P/E	-9.4	-324.4	8.8
LPA	R\$ -0.9	0.0	1.0
Dividend Yield	0.0%	0.0%	0.0%

Georgia Jorge
 Analista Sênior
georgiadaj@bb.com.br

Naquela ocasião, a Planner, que atualmente detém 18,45% da Gafisa, anunciou sua intenção de promover mudanças administrativas na companhia. Essas mudanças tomaram forma esta semana com a renúncia de Ana Maria Loureiro Recart (ex-CEO) e Karen Sanches Guimarães (ex-COO).

Em nossa opinião, o *turnaround* divulgados pelos ex-administradores não está se provando eficaz o suficiente para promover as mudanças necessárias, especialmente em relação (i) à equalização do *funding*, com alternativas para mitigar o descompasso do fluxo de caixa, e (ii) a uma estratégia de vendas mais assertiva no que diz respeito ao estoque.

Apesar de esperarmos que GFSA3 permaneça sob pressão até que o mercado tenha uma visibilidade melhor do planejamento estratégico da nova administração, alteramos nossa recomendação para *Market Perform* já considerando o upside de 38% em relação ao nosso preço alvo para 2019E.

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. detém 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
Fernando Campos	Denisio Augusto Liberato
Gerentes da Equipe de Pesquisa	
Estratégia - Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Análise de Empresas - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
Renda Variável	
Açúcar e Etanol	Imobiliário
Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Agronegócios	Kamila Oliveira kamila@bb.com.br
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Óleo e Gás
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
Alimentos e Bebidas	Papel e Celulose
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Bancos e Serviços Financeiros	Siderurgia e Mineração
Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Vinícius Soares vinicius.soares@bb.com.br	Transporte e Logística
Bens de Capital	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br
Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	Utilities
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br
Macroeconomia e Estratégia de Mercado	Varejo
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Henrique Tomaz htomaz@bb.com.br	Renda Fixa
Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Richardi Ferreira richardi@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
Equipe de Vendas	
Investidor Institucional	
bb.distribuicao@bb.com.br	
Varejo	
acoes@bb.com.br	
Head - Antonio Emilio Ruiz	Henrique Reis
Antonio de Lima Junior	Marcela Andressa Pereira
Bruno Finotello	Pedro Gonçalves
Daniel Frazatti Gallina	Rafael Reis
Denise Rédua de Oliveira	Renata Simões
Fábio Caponi Bertoluci	Sandra Regina Saran
Fernando Leite	

BB Securities - London

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

EC2N 1ER – London – UK

+44 (20) 7367 5800

Managing Director

Admilson Monteiro Garcia +44 (20) 7367 5801

Deputy Managing Director

João Domingos Cicarini Junior +44 (20) 7367 5802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (20) 7367 5831

Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (20) 7367 5832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (20) 7367 5853

Melton Plummer +44 (20) 7367 5843

Trading

Bruno Fantasia +44 (20) 7367 5852

Gianpaolo Rivas +44 (20) 7367 5842

Banco do Brasil Securities LLC - New York

535 Madison Avenue, 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Deputy Managing Director

Gabriel Cambui Mesquita Santos +1 (646) 845 3710

Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845 3714

Institutional Sales - Fixed Income

Fabio Frazão +1 (646) 845 3716

Fernando Ocana +1 (646) 845 3718

Helio Hashimoto +1 (646) 845 3713

Michelle Malvezzi +1 (646) 845 3715

DCM

João Kloster +1 (646) 845 3717

Syndicate

Shinichiro Fukui +1 (646) 845 3865

BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore

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

Zhao Hao, CFA +65 6420 6582

Li Jing Ting +65 6420 6578