

Carta Mensal

Nesta Carta Mensal, discutimos os acontecimentos de Abril e apresentamos o *investment case* de Eztec, uma empresa cujo modelo de negócios julgamos bastante interessante.

I. Avaliação dos Resultados

Como escrevemos na Carta anterior, depois de presenciarmos a saída de recursos de investidores estrangeiros do mercado de ações brasileiro durante vários meses, em Mar/14 finalmente começamos a presenciar um ensaio de volta destes recursos. No entanto, boa parte deste movimento foi basicamente motivada pela percepção de aumento da probabilidade de uma eventual vitória da oposição nas eleições presidenciais deste ano. Tanto pesquisas referentes à avaliação do governo Dilma Rousseff divulgadas a partir de Fev/14 quanto pesquisas eleitorais divulgadas a partir de Mar/14 serviram de pano de fundo para este “otimismo eleitoral”.

Assim, as ações que mais se beneficiaram deste “otimismo” foram justamente as que mais vinham sofrendo com intervenções do atual governo: as estatais. No mês de Abr/14, as ações da Petrobras PN e Eletrobras ON, por ex. apresentaram retornos da ordem de 11,7% e 17,9%, respectivamente. E, no acumulado dos últimos 2 meses, estas altas foram de 29,6% e 55,6%, respectivamente, distorcendo totalmente o índice Ibovespa, que subiu 2,4% em abril e 9,6% nos últimos 2 meses (março e abril).

Mesmo que a oposição venha a ganhar as eleições presidenciais deste ano, esta euforia com as estatais nos parece um tanto exacerbada. Obviamente, se a oposição vencer as eleições, poderemos ver uma maior “liberdade” por parte de estatais como Petrobras e Eletrobras em efetuar os tão necessários aumentos de preços de energia e gasolina ao consumidor, por ex. No entanto, “arrumar a casa” é algo muito mais complexo do que simplesmente retomar a capacidade de aumentar preços ao consumidor.

Historicamente, a capacidade do poder público de “consertar” empresas estatais é muito baixa, mesmo havendo troca de governo. O ideal seria delegar esta tarefa ao setor privado via privatização destas estatais, como fez Margaret Thatcher, primeira ministra britânica entre 1975 e 1990. **Uma possibilidade real de privatização destas Cias seria – aí sim – um *trigger*** que faria algum sentido para uma valorização sustentável destas ações. Mas, infelizmente, este não nos parece ser o caso.

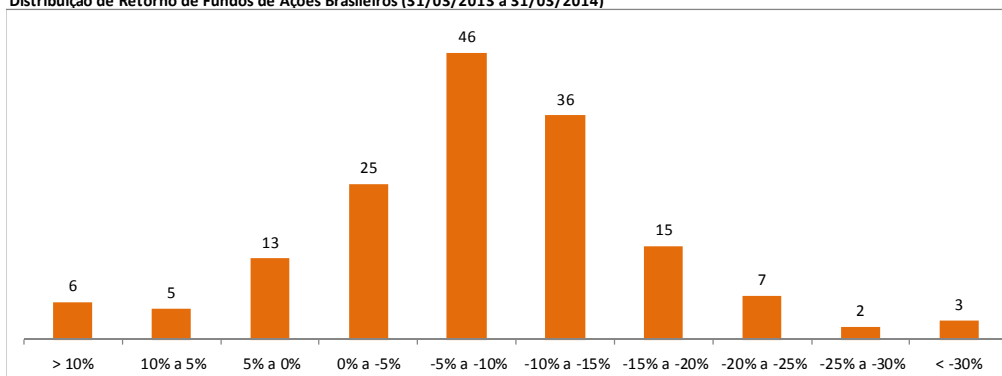
Assim, testemunhamos mais um mês em que o “comportamento de manada” de fundo especulativo prevaleceu sobre os fundamentos. Como discutimos na Carta de Mar/14, este tipo de comportamento é altamente arriscado e não deve fazer parte de uma estratégia de gestão responsável. **Infelizmente, no atual momento, o valuation das empresas e a busca pela convergência preço-valor estão em segundo plano. Grande parte dos agentes quer simplesmente especular em cima de fatores eleitorais.** Assim, tem predominado nestes últimos 2 meses o fenômeno de “*portfolio rotation*”, ou seja, a compra de papéis de empresas “da moda” e a conseqüente venda de papéis de outras empresas, **exacerbando ainda mais a já substancial distorção preço-valor que vemos em vários papéis.**

Só nos cabe neste momento ter paciência porque, no médio prazo, estas distorções se corrigirão. Imaginar que se poderia “maximizar” retornos de um portfólio engajando rapidamente em movimentos especulativos e em seguida “retornando” de forma segura para investimentos “sérios e reais” para assim desfrutar do melhor dos dois mundos é uma ilusão. A não ser em casos de uma sorte pontual, isso simplesmente não acontece assim. Como Buffett muito bem disse, “*sei (...) que eu sou incapaz de especular com sucesso e eu sou cético em relação àqueles que afirmam sucesso sustentável em fazê-lo*”.

Qual é a consequência de um mercado cheio de distorções? **É a dificuldade de qualquer gestor responsável em navegar neste ambiente.** Para embasar esta observação, recorreremos a dados da Citywire que reúne a performance dos melhores gestores de fundos de ações brasileiras (melhores em um período de 3 anos). Compilamos dados de 158 gestores (excluindo fundos repetidos em função de co-gestão) de 31/03/2013 a 31/03/2014.

De acordo com o estudo, nesta janela de 12 meses, apenas 6 gestores de um universo de 158 atingiram retornos maiores do que 10% - e, ainda assim, apenas próximos ao CDI de 8,9% no período. De fato, a maior parte dos retornos observados se concentrou nos intervalos de -5% a -10% (46 gestores) e de -10% a -15% (36 gestores), como mostra a figura a seguir. Só a título de comparação, o Sabra FIA teria tido um retorno ajustado pelos custos fixos de ~-15% neste período.

Distribuição de Retorno de Fundos de Ações Brasileiros (31/03/2013 a 31/03/2014)



Fonte: Citywire

Enfim, em um mercado ainda à mercê de fluxos estrangeiros e sujeito a grandes distorções de curto prazo (1-2 anos), não é de se espantar que tenhamos períodos como os que atualmente atravessamos. Paciência é o nome do jogo.

II. *Investment Case*: Eztec (EZTC3)

A – A Companhia

A Eztec é uma incorporadora imobiliária focada na cidade e região metropolitana de SP. A Cia atua nos segmentos comercial e residencial de média e alta renda. O banco de terrenos tem um VGV estimado de R\$ 5,3 bilhões, sendo 25% comercial e 75% residencial. Apenas 22% deste banco de terrenos foram adquiridos antes de 2010, sendo que 73% foram adquiridos nos 3 últimos anos. Vale mencionar que os R\$ 5,3 bilhões acima não incluem a Torre B do empreendimento EZ Towers, cujo NAV seria de R\$ 636 milhões.

A Cia tem algumas das melhores estatísticas de rentabilidade do mercado, apresentando em 2013, por ex., margem EBITDA de 50% (vs. 14% da indústria), margem líquida de 51,4% (vs. 8% da indústria) e ROE de 35,4% (vs. 8,8% da indústria).

O que diferencia a Eztec das demais empresas do setor é o seu foco nos segmentos de renda onde ela tem expertise comprovado e em áreas geográficas onde ela está habituada a operar. Após seu IPO em 2007, a Cia não sucumbiu à tentação de crescer rápido como as demais incorporadoras listadas e capitalizadas que investiram ao longo de 2005-2009 na expansão desenfreada de suas atividades – para segmentos de renda e áreas geográficas onde basicamente não atuavam antes.

Isto não significa, contudo, que a Eztec tenha crescido pouco. Seguindo sua estratégia mais “conservadora” de crescimento, ela gerou um CAGR no período de 2008-2013 da ordem de +41,8% a.a. para o lucro líquido.

A receita do sucesso da Eztec está no seu **modelo de negócios que possibilita um crescimento sustentável de longo prazo** - sem planos demasiadamente agressivos que aumentem muito os riscos de execução e sem exposição relevante a programas do governo que visem fomentar a oferta de imóveis para as classes mais baixas. A seguir, detalharemos as características deste modelo que julgamos mais importantes.

B – Características do Modelo de Negócio

a) **Cia Integrada** – a Eztec é uma incorporadora que dispõe de uma construtora *in-house* e uma equipe de vendas própria (Tec Vendas). A parte de **Incorporação** é responsável por prospectar, projetar e aprovar os empreendimentos. A parte de **Engenharia & Construção** é

responsável por garantir a qualidade na execução, a entrega dos empreendimentos no prazo e o controle de custos. Já a parte **Imobiliária** é responsável por grande parte das vendas das unidades produzidas com ótima execução em termos de velocidade de vendas e venda de estoques. A Tec Vendas foi responsável em 2013 por 67% das vendas totais da Cia e por praticamente 100% das vendas de unidades concluídas em estoque. O restante das vendas foi realizado por *brokers* terceirizados. Uma vantagem clara de se ter uma equipe de vendas *in-house* é a possibilidade de capturar uma parcela da margem que seria apropriada por *brokers* externos. Outra vantagem é ter uma equipe dedicada a vender eventuais estoques de unidades que venham a se formar, dado o baixo interesse de *brokers* externos em promover a venda de estoques, especialmente quando chegam unidades “frescas” lançadas por outras incorporadoras. Além disso, a equipe da Tec Vendas tem um maior cuidado em trabalhar a precificação dos produtos em estoque, conseguindo obter preços interessantes para estas unidades. O contato direto com o cliente também aprimora a sua inteligência de mercado, pois permite a Cia antecipar tendências e entender as demandas dos clientes, evitando o desenvolvimento de produtos fora do perfil adequado. Então, por que terceirizar parte das vendas para *brokers* externos? Ter sempre uma parcela dos lançamentos terceirizada é bom, pois ajuda na divulgação e velocidade de vendas do empreendimento. Vale ressaltar que a Cia se dedica também a atividade de financiamento imobiliário. Ela financia, tipicamente, ~10-15% dos seus clientes e não costuma securitizar seus recebíveis. A Cia tipicamente cobra IGPM + 12% a.a. (vs. TR + 8%-10% a.a. cobrado por bancos) com prazos de até 120 meses. Apesar de cobrar uma taxa maior que os bancos, a Cia alega que são os “melhores clientes” os que acabam tomando financiamento com ela por privilegiarem a praticidade. Em geral, estes clientes costumam quitar este financiamento no curto prazo através da venda de outro imóvel, herança, etc. Vale destacar que o índice de inadimplência superior a 90 dias de atraso representava apenas 1,6% da carteira ao final de 2013.

b) **Concentração Geográfica** – ao contrário de outras Cias listadas, a Eztec evita diversificação geográfica, concentrando sua área de atuação no estado de SP. Esta concentração permite ganhos de escala que impulsionam as margens da Cia e o desenvolvimento e manutenção de parcerias de longo prazo com fornecedores de materiais e serviços. O relacionamento de longo prazo com fornecedores locais nas praças onde a Cia atua é certamente um forte diferencial. Esta estratégia mais “conservadora” de crescimento também reduz o risco de execução na sua trajetória de expansão. Atuar em praças diferentes, mesmo que através de parcerias, expõe a Cia a riscos relacionados a aprovações de licenças em órgãos governamentais onde ela não dispõe de relacionamento ou não conhece os trâmites, negociação com fornecedores locais cuja dinâmica pode ser menos favorável, pouco controle direto do dia-a-dia das obras que poderia resultar em atrasos e estouros de custo de obra, má escolha dos terrenos uma vez que a escolha seria feita por não-experts na região ou por supostos experts parceiros, etc.

c) **Foco nas Classes A e B** – apesar de todo recente crescimento da classe C, ainda são os empreendimentos voltados para as classes A e B os que geram a maior rentabilidade. Também a firme demanda dos últimos anos por empreendimentos comerciais de alto padrão, especialmente em SP, tem oferecido grandes oportunidades. Portanto, focar em empreendimentos comerciais e residenciais voltados para a média e alta renda tem se mostrado uma estratégia vencedora. A Cia tem, ao longo das últimas décadas, executado com altíssima eficiência projetos nestes nichos que elegeu como foco. O fato da Cia não atuar na baixa renda a torna pouco exposta ou dependente de programas do governo para estimular a compra da casa própria. Além disso, atuar com rentabilidade na baixa renda requer um *know-how* construtivo que a Cia não domina. Não basta replicar os métodos construtivos da média renda utilizando apenas materiais mais baratos. Toda a forma de conduzir a construção é diferente. E qualquer ineficiência que se traduzisse em estouro de custos na obra poderia achatar bastante as margens ou mesmo inviabilizar o empreendimento. Além disso, neste segmento de baixa renda, ter relacionamento com a CEF para aprovação dos financiamentos aos clientes também é essencial. Toda empresa que pretende atuar neste segmento precisa investir tempo e esforço para desenvolver tal relacionamento. E a Cia julgou – corretamente – que, no seu caso, este investimento não faria sentido.

d) **Compra de Terrenos com Cash e a Preços “Bons”**– a Cia compra terrenos usando *cash*, com zero de permuta. Ela faz uma análise profunda de todos os terrenos disponíveis (ofertados) na sua área geográfica de atuação, aprovando em comitê interno apenas os terrenos considerados “ideais”. **O segredo das altas margens da Cia começa justamente pela compra dos terrenos.** As compras devem ser realizadas a preços “bons” (tipicamente 11-12% do VGV). Os terrenos devem estar em “boas” localizações e não devem ter problemas jurídicos relevantes. O tamanho do terreno também é um fator determinante, uma vez que a Cia evita comprar terrenos extremamente grandes que precisariam ser “faseados”.

e) **Execução de Obras** – a Cia tem excelente *track record* de execução de suas obras, tendo a maior parte delas sido entregue dentro do cronograma e sem estouro de orçamento. Nos últimos 5 anos, 81% das entregas foram feitas dentro do custo estimado ou até com economia de custos, 79% das entregas foram dentro do prazo ou até com certa antecipação, e nenhuma entrega foi realizada fora do prazo de carência estipulado. Vale ainda ressaltar que o máximo de estouro de custo neste período foi de +2%, o que é baixíssimo. Na média, temos que, nos últimos 5 anos, as obras em geral foram entregues com +2% de economia e com 65 dias de antecipação.

f) **Gente** – o sucesso da Eztec está baseado na qualidade de sua equipe. A Cia conta com pessoal experiente nas mais diversas áreas: análise do potencial do terreno, compra do

terreno com ou sem desembaraços jurídicos, aprovações ambientais, orçamento de obra, estratégia de lançamento, desenvolvimento de projetos de arquitetura e engenharia, execução de obra, comercialização do imóvel, etc.

g) **Controlador Definido** - muitos membros do *top management* são da família Zarzur, controladora da Cia. Ernesto Zarzur é o patriarca e atualmente é o presidente do Conselho de Administração. Marcelo Zarzur, Flávio Zarzur, Silvio Zarzur e Marcos Zarzur são diretores da Cia. Julgamos que empresas com um controlador definido e com um *management* alinhado com o controlador tendem a ter uma trajetória de sucesso mais sustentável. Ter membros da família trabalhando na empresa pode ser problemático se isto causar conflitos ou caso os executivos não sejam de fato competentes. Mas, se funcionar bem, tem-se um *management* alinhado com o controlador por definição. Já Cias sem controlador definido (*full corporations*) estão sempre sujeitas ao risco de sucumbir a estratégias de curto prazo que tenderiam a beneficiar o *management* em detrimento dos investidores. Assim, julgamos que a resiliência do *top management* e o alinhamento de incentivos existente dentro da empresa contribuem para a bem sucedida trajetória da Cia.

h) **Evita Alavancagem** – a Cia tipicamente prefere trabalhar desalavancada por acreditar que esta é a melhor forma de navegar através dos ciclos econômicos. Ela, de fato, manteve uma posição de caixa líquido durante os primeiros 3 trimestres de 2013, mas acabou encerrando 2013 com uma dívida líquida de R\$ 93,6 milhões em função da compra de terrenos. Deve-se olhar este endividamento com cautela, pois se desconsiderarmos a parcela de R\$ 157,4 milhões da dívida total com a construção do EZ Towers - que será assumida pela São Carlos após a entrega da Torre A programada para Dez/2014 -, Cia teria terminado 2013, de fato, com uma posição de caixa líquido de R\$ 63,8 milhões. Vale ainda destacar que, mesmo contabilizando esta dívida com o EZ Towers, a Cia se encontra em uma posição confortável em termos de liquidez, uma vez que dispõe de R\$ 362,8 milhões em recebíveis performados, remunerados a IGP-M + 12% a.a., que poderiam ser securitizados a qualquer momento e convertidos rapidamente em caixa.

C – Estrutura Competitiva da Indústria

Os concorrentes da Eztec são Cias listadas e não-listadas que atuam no estado de SP nos segmentos comercial e residencial de médio e alto padrão.

Obviamente, há uma concorrência natural para a compra de terrenos entre os *players* da indústria. Uma vantagem da Eztec é sempre comprar os terrenos usando *cash*, o que pode facilitar no momento de uma oferta de compra.

O segredo do sucesso nos empreendimentos - tipicamente medido pela alta velocidade de vendas, baixos percentuais de sobras em estoque, e altas margens obtidas – começa pelo terreno: pela boa seleção de terrenos disponíveis (nas melhores localizações dentro dos bairros), pela escolha acertada da melhor vocação para cada terreno (melhor perfil de empreendimento para cada área), e pela disciplina em adquirir terrenos com preços “bons” (preferencialmente 11%-12% do VGV).

A execução competente das obras – dentro do prazo e do orçamento - é outra característica que diferencia a Eztec da concorrência. A Cia consegue impor controles estritos de custos e, ao contrário do que ocorre com a concorrência, estourros de orçamento não têm sido um problema.

Outra característica muito forte e que diferencia a Eztec das demais é o seu foco nos segmentos de renda onde ela tem expertise comprovado e em áreas geográficas onde ela está habituada a operar. Após seu IPO em 2007, a Cia não sucumbiu à tentação de crescer rápido como as demais incorporadoras listadas e capitalizadas que investiram ao longo de 2005-2009 na expansão desenfreada de suas atividades – para segmentos de renda e áreas geográficas onde basicamente nunca haviam atuado.

Este movimento desordenado acabou gerando um crescimento de “má qualidade” - com baixa rentabilidade ou rentabilidade negativa - entre os grandes *players* da indústria. Assim, nos últimos anos, o que temos visto é a retração destes *players*, que têm buscado voltar a atuar nas suas áreas de expertise e regiões geográficas originais. Muitos reduziram o número de lançamentos e passaram a focar na geração de caixa para se desalavancar, inclusive com a venda de terrenos menos promissores adquiridos na fase de “euforia” de crescimento.

Enquanto isso tudo acontecia, a Eztec simplesmente seguiu sua estratégia “conservadora” de crescimento, que gerou um CAGR excepcional no período de 2008-2013 da ordem de +41,8% a.a. para o lucro líquido.

A concorrência é livre, inevitável e natural nesta indústria. Qualquer *player* capitalizado, com ou sem experiência em construção, estará sempre apto a realizar empreendimentos. A questão é justamente a capacidade ou não de executá-los de forma ordenada, consistente e com rentabilidade e escalabilidade.

D – Drivers de Crescimento

São Paulo é um mercado de cerca de R\$ 27 bilhões anuais em lançamentos (fonte: Secovi, 2013). A Eztec possui um *market share* de ~4,6% e pretende chegar a 10% daqui alguns anos.

A Cia pretende continuar fazendo “**mais do mesmo**”, **mas em escala crescente**, oferecendo assim um contínuo crescimento do lucro líquido por ação, bem como margens saudáveis, nos próximos anos.

A manutenção do **acesso ao crédito imobiliário** e da **renda per capita da população em níveis relativamente altos** aliados a existência de uma **demandas por imóveis ainda não totalmente atendida** deverá oferecer o pano de fundo macro favorável à expansão da indústria de Construção Civil nos próximos anos.

As estratégias de crescimento tendem a seguir o mesmo padrão dos últimos anos, como:

a) **Construção de empreendimentos comerciais e residenciais de média e alta renda, especialmente na cidade de SP e na RMSP.** O fato de a Eztec ser um *player* capitalizado e realizar a compra de terrenos via *cash* tem assegurado que ela consiga comprar alguns dos melhores terrenos nas regiões onde atua. Assegurar estes terrenos gera um círculo virtuoso para a Cia. Além disso, pelo fato da Cia estar sempre em dia com seu *guidance* de lançamentos (em 2013, a Cia cumpriu 104% do ponto médio do *guidance*), ela consegue sempre programar melhor seus lançamentos para o ano seguinte, atuando de forma um pouco “contra-cíclica” em relação aos demais *players* listados. Os demais *players* listados costumam estar sempre atrasados e acabam lançando um volume enorme no 4T na tentativa de cumprir ou, pelo menos, se aproximar do *guidance* do ano. Isto faz com que no 1T do ano seguinte, eles fiquem concentrados na venda dos estoques lançados no trimestre anterior, gerando um círculo vicioso de atrasar novamente os lançamentos também no ano seguinte. Portanto, a atual organização interna da Cia e a execução impecável que ela tem demonstrado nos últimos anos nos deixa confiantes na continuidade do crescimento com rentabilidade que a Cia vem apresentando. Vale ressaltar que neste 1T14 especificamente, a Eztec teve uma ótima performance de venda de unidades em estoque, mas as vendas de unidades novas ficou prejudicada pelo fato de seus lançamentos terem ficado concentrados no final do trimestre. Isto fez com que, excepcionalmente neste 1T14, o mix de venda de estoques vs. venda de lançamentos parecesse “menos favorável”. No entanto, vale qualificar o que motivou esta situação. A Cia não decidiu deliberadamente focar na venda de estoques porque ela precisava “desovar” uma quantidade absurda de unidades lançadas às pressas no final do ano anterior visando cumprimento de *guidance* a todo custo, como acontece com as demais incorporadoras. Não. Este não foi o caso. A Cia simplesmente sofreu um efeito calendário. Por conta do Carnaval de 2014 ter ocorrido no início de março, os lançamentos acabaram se concentrando nos últimos dias de março, deixando apenas 5 dias para a contabilização de vendas destes empreendimentos no 1T14. Assim, não vemos com preocupação o resultado reportado.

b) Atuação pontual em projetos comerciais de grande porte padrão triple-A como o EZ Towers a cada 2-3 anos. O EZ Towers foi o maior empreendimento comercial da história da empresa. O projeto inclui 2 torres idênticas, cada uma com 31 andares, num total de 162 mil m² de área construída. A Torre A deve ser entregue em Dez/2014 e já foi vendida para a São Carlos por R\$ 564 milhões. Já a Torre B tem previsão de conclusão para Dez/15 e a ideia é aguardar até que 80% da Torre A seja locada para então trabalhar uma pré-locação e venda da Torre B a um *cap rate* menor (VGV maior) do que o obtido com a venda da Torre A. Em Nov/13, a Cia anunciou a compra de um terreno de 17.792 m² na mesma região do EZ Towers denominado Chucri Zaidan com vocação para mais um empreendimento comercial de grande porte cujo VGV pode atingir R\$ 900 milhões. Este terreno permanecerá como parte do *landbank* da Cia para desenvolvimento futuro.

c) Possível mudança de mix de localização geográfica para RMSP em detrimento da cidade de SP, caso esta estratégia se revele mais rentável, especialmente com a entrada em vigor do Novo Plano Diretor da cidade de SP, como comentamos abaixo na seção de Riscos. É interessante notar que já tem havido um movimento de migração das pessoas para fora da capital São Paulo em busca de qualidade de vida. Esta migração está ocorrendo em direção a cidades próximas (30-40 min de distância) como Osasco, Guarulhos, São Bernardo, etc. A Eztec poderá, com isso, intensificar sua atuação na RMSP, como, aliás, já vem fazendo recentemente. Vale destacar que a Eztec se posicionou muito bem em relação a compra de terrenos e direitos (CEPACs e outorgas) antes da entrada em vigor do novo Plano Diretor esperada para 2014. Em 2013, por ex., a Cia adquiriu 12 terrenos com VGV potencial de R\$ 2,4 bilhões, **maior volume de aquisição da história da Cia em um dado ano.** Assim, a Eztec alcança mais de 3,5 anos de estoque de novos projetos com VGV potencial de R\$ 5,3 bilhões (excluído a Torre B do EZ Towers). Isso garantirá que a Cia **continue nos próximos anos executando empreendimentos na cidade de SP com rentabilidade similar** a que tem obtido recentemente.

d) Possível continuidade dos aumentos reais nos preços dos imóveis. A cidade de SP é grande e heterogênea, sendo difícil, portanto, apontar uma direção futura única para os preços por m². Mas, certamente, algumas regiões com maior demanda poderão registrar aumentos reais de preços dos imóveis. Na RMSP, com a continuação do movimento de migração da população da capital em direção ao interior e com a manutenção dos níveis atuais de renda e crédito na economia, é possível que haja continuidade dos aumentos reais de preços também nestas cidades.

E – Principais Riscos

a) **Novo Plano Diretor na Cidade de SP** – o novo plano diretor, que está sendo discutido pelo governo de SP e que deve ser votado pela Câmara dos Vereadores em 2014, visa estimular o adensamento de áreas próximas aos eixos de mobilidade urbana, próximos do metrô, trem e corredores de ônibus. A ideia é que nestes locais sejam construídos prédios mais altos. O projeto mudaria o cálculo da chamada outorga onerosa, taxa cobrada pela área construída além do que seria o permitido pela Lei de Zoneamento. Assim, mexer nesta taxa seria uma forma de mudar o sistema de incentivos e estimular o desenvolvimento urbano conforme o que foi planejado no Plano Diretor. O rascunho do plano prevê, por exemplo, que empreendimentos onde haja mais de uma vaga de garagem por unidade deverão pagar uma outorga onerosa. A intenção é justamente estimular e facilitar o uso do transporte urbano. No entanto, uma consequência de tal plano poderia ser a mudança no perfil dos empreendimentos que passariam, provavelmente, a incluir unidades menores, de 1-2 quartos, nestas áreas. Especula-se que os imóveis venham, inclusive, a se tornar mais caros na cidade para compensar estas novas taxas. O impacto em termos de rentabilidade para as empresas que atuam na cidade de SP ainda é foco de estudo, até mesmo porque o novo plano diretor ainda não foi totalmente definido. No entanto, este tema precisa ser monitorado, pois representa um risco ao atual patamar de rentabilidade das empresas que atuam na área.

b) **Maior Concorrência na RMSP** – com a provável expansão dos empreendimentos em cidades na Região Metropolitana de SP, tanto por parte da Eztec quanto por parte da concorrência, os terrenos nestas cidades poderão se tornar mais caros e escassos - podendo haver, com isso, uma redução da rentabilidade dos empreendimentos nestas áreas. Nos últimos anos, as grandes construtoras se aventuraram para outros estados do Brasil no afã de um crescimento mais acelerado. Depois de constatarem que nem sempre crescimento acelerado, especialmente fora das suas áreas de atuação, se traduz em rentabilidade, tais construtoras têm continuamente voltado a atuar nos seus mercados tradicionais. Assim, a volta de muitas construtoras paulistas para SP, aliada a busca de alternativas ao Novo Plano Diretor da cidade de SP, poderia levar tais empresas a diversificar suas atividades para a RMSP, região onde a Eztec já atua há algum tempo. Daí o risco de que tal aumento da demanda por terrenos e aumento de lançamentos possa tanto elevar o preço dos terrenos quanto inundar tais regiões de lançamentos. Este risco deve ser monitorado.

c) **Estagnação ou Queda do Preço dos Imóveis** – muitos agentes têm argumentado que os preços dos imóveis no Brasil cresceram de forma muito acelerada nos últimos anos. Obviamente, devemos considerar que o preço dos imóveis partiu de um patamar de certa forma deprimido e que muito da valorização inicial se deu como forma de corrigir tal distorção. No entanto, nos últimos anos, o aumento dos preços além do que muitos

consideram “razoável” se deu basicamente em função da maior oferta de crédito da população e da escassez de oferta em determinadas regiões mais nobres das cidades. Ainda nos parece precipitado rotular os valores atuais dos imóveis como fruto de uma “bolha imobiliária”, uma vez que a grande maioria dos imóveis tem sido comprada com o fim de ser a moradia das famílias - e não tanto ainda para servir como fonte de investimento e aluguel. Além do mais, os indivíduos em geral não se alavancaram na compra de 2 ou mais imóveis. E, apesar do crédito ter sido farto, as condições e regras para concessão deste crédito por parte das instituições financeiras brasileiras têm se revelado bem mais rígidas do que as de outros países. De fato, as taxas de valorização dos imóveis ainda têm sido positivas, mas têm sido menores do que foram em anos anteriores. Esta desaceleração do ritmo de valorização é, de certa forma, reconfortante, pois reduz o risco de formação de uma “bolha”. No entanto, a formação de “bolhas imobiliárias” é sempre um fenômeno possível e deve ser certamente acompanhado de perto.

d) Execução de Obras em um Número Maior de Canteiros – a Cia tem, ao longo dos últimos anos, trabalhado cada vez com um número maior de canteiros de obras, passando de 21 em 2010 para 26 em 2012 e 32 em 2013. Para 2014, o número deve se manter em 32 canteiros. O número de unidades entregues também tem crescido bastante, passando de 214 em 2008 para 1.704 em 2010, 1.087 em 2012 e 2.151 em 2013. Para 2014, o número estimado é de 2.424 unidades. O fato de a Cia trabalhar com um número maior de canteiros pode aumentar o risco de execução das obras, uma vez que agora haverá mais empreendimentos para administrar. A Cia tem mostrado capacidade de executar bem estas “mudanças de patamar” sem perder a eficiência. No entanto, este é um risco que deve ser sempre monitorado.

e) Inadimplência de Clientes – o Jurídico da Eztec é uma das forças da Cia, no que se refere tanto a compra de terrenos (desembaraços, aprovações, etc) quanto a distratos e recuperação de unidades. A maior parte dos distratos se dá de forma amigável, sendo que 15% dos clientes optam pela troca de unidades. Menos de 1% dos casos chegam a uma ação judicial. As unidades distratadas em 2012 foram revendidas com preço em média 66% maior do que no seu lançamento. Em 2013, esta média foi de ~ 25%. Apesar de este não ser um risco atualmente preocupante, qualquer mudança nesta variável deve ser acompanhada.

f) Escassez e Aumento do Custo de Mão-de-Obra – Nos últimos 5 anos até Dez/13, por ex., o custo de mão-de-obra componente do INCC subiu, em média, 9,5% a.a. contra uma média do IPCA de 5,7% a.a. no período. A escassez de gente treinada para atuar nos canteiros, bem como de gente para compor o corpo de engenheiros é sempre um risco latente.

g) Desaceleração Econômica Acentuada – Se o Brasil passar por um período de desaceleração econômica com aumento da taxa de desemprego, queda da confiança do

consumidor e redução da disponibilidade de crédito, as empresas do setor de construção civil poderão passar por um período de retração de demanda por seus produtos. Por isso, o acompanhamento do ambiente macroeconômico brasileiro se faz sempre necessário.

F – Conclusão

A Eztec é, certamente, uma empresa com características cíclicas. Um ambiente de baixas taxas de desemprego, aumento do nível de renda e ampla disponibilidade de crédito imobiliário é estruturalmente ideal para qualquer empresa do setor de construção civil. No entanto, mesmo em ambientes macro favoráveis, é importante que uma Cia mantenha uma estratégia de crescimento bem estruturada e uma execução eficiente desta estratégia. Afinal, estes são pontos-chave que determinam o sucesso sustentável de uma empresa.

A Eztec sempre se orientou pelo objetivo de superar a si mesma a cada momento, sem se preocupar em superar a concorrência. Como uma “boa empresa” à la Jim Collins (Carta Mensal de Jan/14), a Eztec sempre procurou **ser a melhor e não necessariamente a maior.** Isso é o que faz dela uma empresa excepcional.

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital