

Carta Mensal

I. Análise Mensal

Março foi um mês bastante conturbado, especialmente do ponto de vista político. Dados econômicos ruins divulgados no mês também contribuíram para agravar o cenário de pessimismo, deixando a Bolsa brasileira bastante volátil.

No âmbito econômico, dados divulgados em março de inflação, desemprego e PIB vieram desanimadores. No fechamento do mês, tivemos ainda um péssimo resultado do lado fiscal: um déficit primário de R\$ 7,35 bilhões em fevereiro (vs. expectativa do mercado de um superávit de R\$ 200 milhões), sendo este o pior resultado para o mês da série histórica iniciada em 1997.

Do lado político, o mês começou com atritos entre a presidente Dilma Rousseff e o presidente do Senado, Renan Calheiros. O desgaste se deu primeiro em função da MP 669/15 que tratava da revogação de desonerações da folha de pagamento e se estendeu também na questão dos percentuais de correção da tabela do imposto de renda.

Para piorar a crise política, o Ministro da Educação, Cid Gomes, declarou, durante uma visita à Universidade Federal do Pará, que a Câmara dos Deputados teria uns “400, 300 deputados achacadores”. Convocado a se explicar na Câmara, Gomes só agravou a situação, o que acabou tornando insustentável sua permanência no cargo. Gomes foi, então, o segundo ministro a deixar o governo neste 2º mandato de Dilma Rousseff. O primeiro foi Marcelo Néri, da Secretaria de Assuntos Estratégicos. Logo após a saída de Gomes, Thomas Traumann, da Secretaria de Comunicação Social da Presidência, também deixou o governo.

Ainda na esfera política, em 15 de Março, presenciamos no Brasil a maior manifestação popular desde 1992, quando os “caras-pintadas” reivindicaram o *impeachment* do então presidente Fernando Collor de Melo. Diversos protestos ocorreram ao longo do dia em vários pontos do país, sendo a maior concentração na cidade de São Paulo, com mais de 1 milhão de manifestantes na Avenida Paulista.

Após a manifestação, foi realizada uma pesquisa pelo Datafolha em 16-17/Março, em que foi possível constatar que a popularidade de Dilma Rousseff realmente alcançou um patamar considerado muito preocupante pelo governo. Dos entrevistados, 62% consideraram o governo ruim/péssimo e apenas 13% avaliaram o governo como ótimo/bom. Estes percentuais, desde meados de 2013, estavam entre ~17%-25% e ~30%-40%.

respectivamente. Assim, em menos de 3 meses do início de seu 2º mandato, o desgaste de Dilma Rousseff junto à população mostrou-se imenso. Reverter esta situação parece muito difícil, especialmente num ano em que a economia deve sofrer mais fortemente com as medidas de ajuste fiscal conduzidas pelo Ministro da Fazenda. A insatisfação popular com o escândalo de corrupção da Petrobras pode até mesmo se acentuar, caso surjam casos similares que envolvam outras empresas estatais ou mesmo empresas privadas.

Continuaremos monitorando o desenrolar das crises política e econômica instaladas. A dimensão e o desfecho que elas podem tomar são difíceis de mensurar.

II. *Updates de Investment Cases*

Nesta Carta, faremos mais um *update* de caso de investimento. Desta vez, discutiremos alguns destaques do resultado de Eztec em 2014.

Eztec

Como discutimos na Carta Mensal de Abr/14, Eztec é uma incorporadora imobiliária focada na cidade e região metropolitana de SP (RMSP). A Cia atua nos segmentos comercial e residencial de média e alta renda. O banco de terrenos tem um VGV estimado de R\$ 6 bilhões, sendo 25% comercial e 75% residencial. Apenas 19% deste banco de terrenos foram adquiridos antes de 2011, sendo que 68% foram adquiridos nos 3 últimos anos.

Apesar de 2014 ter sido um ano problemático do ponto de vista macroeconômico, a Cia demonstrou novamente, através de seus resultados, a excelência do seu modelo de negócios e de sua equipe. A rentabilidade e as margens da Cia se mantiveram em níveis muito elevados. No ano, o ROE foi de 22,6%, a margem líquida foi de 50%, por exemplo.

Estes resultados foram consequência: (i) da excelência operacional que permite a Cia executar as obras dentro do prazo e orçamento previstos (ou até, muitas vezes, em prazos e custos menores), (ii) da competência da área de vendas da Cia, que consegue trabalhar com sucesso a venda dos produtos a preços elevados, (iii) do foco em comercializar unidades em estoque a preços superiores aos inicialmente planejados, dada a valorização dos imóveis dos últimos anos, e (iv) da baixíssima alavancagem ($\text{NetDebt/EBITDA} = 0,62x$), que permite manter recebíveis performados remunerados a IGP-M + 12% a.a. sem precisar securitizá-los.

A Cia, certamente, não ignorou em 2014 – e não ignora em 2015 – as perspectivas de desaceleração econômica do país. Por estar ciente do problema, **a Cia optou por reduzir seus lançamentos em 2014 e por focar na estratégia de vender seus estoques.** Ela lançou R\$ 1,07 bilhão em VGV próprio em 2014 vs. R\$ 1,35 bilhão em 2013. Além da redução dos lançamentos, a Cia também teve que lidar com alguns distratos de unidades em 2014.

O grande sucesso na execução das vendas – tanto das unidades em estoque quanto dos lançamentos em 2014 – deveu-se, em grande parte, à competência da TEC Vendas, equipe interna de vendas da Cia, que foi responsável por 84,8% das vendas realizadas no ano passado e pela quase totalidade das vendas das unidades em estoque.

Aproveitando oportunidades que tendem a surgir em cenários adversos e pensando no longo prazo, a Cia adquiriu novos terrenos totalizando R\$ 1,2 bilhões em VGV. Assim, a Cia chegou ao final de 2014 com um VGV total de R\$ 6 bilhões, o que equivale a mais de 5 anos de lançamentos. Vale mencionar que 93% destes terrenos estão na cidade de SP e RMSP.

No que se refere ao EZ Towers, maior empreendimento comercial já realizado pela Cia, cabe destacar que a Torre A, vendida para a São Carlos, foi entregue em dezembro de 2014 – e o repasse do financiamento imobiliário deste empreendimento para a São Carlos foi programado para 1T15. Já a Torre B permanece com a Eztec, com custo contabilizado de R\$221 milhões até dezembro de 2014. A Cia anunciou que busca a melhor forma de rentabilizar este ativo e entende que uma possível venda, a valores atualizados, poderia significar mais de R\$700 milhões de receita adicional nos próximos anos.

Infelizmente, no entanto, o excelente desempenho da Cia não tem se traduzido no preço de sua ação, que caiu -21,8% em 2014 vs. 2013. A Cia apresentou, na divulgação de resultados de 2014, um estudo onde calcula o seu NAV (valor de seus ativos líquidos). Neste estudo, o NAV por ação era de R\$ 29,21. Vale destacar que, para o cálculo deste NAV, os terrenos em estoque foram considerados a valor contábil, ou seja, ao valor efetivamente pago pela Eztec no momento da compra, desconsiderando a valorização real que ocorreu no período. Assim, a leitura que devemos fazer é a de que o NAV por ação de R\$ 29,21 seria um valor extremamente conservador para a Cia. Ainda assim, se considerarmos que o preço de mercado da Cia em 30/12/2014 era de R\$22,00, a Cia estaria realmente muito mal precificada. Considerando, pelo menos, uma convergência do preço de mercado ao NAV por ação, **o papel teria um *upside* de +33%.**

Continuamos convictos de que, passada esta fase mais aguda da crise política que o país está atravessando, o ânimo dos empresários e investidores nacionais e internacionais deverá melhorar. Quando isto acontecer, muitos ativos – hoje mal precificados – devem sofrer reprecificações que levem seus preços de mercado em direção a valores mais justos.

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital