

Industry Overview

O setor de construção civil, não só no Brasil, como em vários países do mundo, é normalmente um dos mais afetados por crises, dada a escassez de crédito que é imposta ao mercado. A queda na confiança das pessoas para poderem realizar endividamentos mais longos, uma das principais características do setor, que muitas vezes conta com prazos de financiamentos superior a 20 anos, afeta fortemente a estratégia das incorporadoras, que passam a retrair investimentos em um ambiente de incerteza, cenário esse confirmado no Brasil após 2014. Somam-se a estes fatores a alta instabilidade política vivida pelo país, em um ambiente em que reformas essenciais para o país não vêm ganhando a devida atenção do congresso.

Os efeitos de uma baixa atividade econômica passam a se refletir diretamente nos indicadores do setor. Em 2016 o índice de distrato

(devolução de vendas) chegou a 40%, um dos maiores dos últimos anos. Já segundo o IBGE, o setor apresentou uma queda de 14,3% entre o 2º trimestre de 2013 e o 2º trimestre de 2017, bem acima da média da economia. Um levantamento da Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias (Abrainc) mostra que a oferta total média disponível em 2017 está em 119.823 unidades, ante 116.308 em 2016.

Felizmente, esse cenário adverso parece estar ficando para trás. A redução da taxa de básica de juros ao menor patamar da história (7%) e a inflação controlada, que deve fechar abaixo de 3% este ano, são alguns dos vetores que podem impulsionar o crescimento do setor nos próximos anos, com a Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC) já prevendo crescimento para o ano que vem. Além do mais, o índice que mostra a confiança em relação à recuperação do setor (ICST), calculado pela FGV, subiu 1,4

pontos em setembro, aumentando pelo quarto mês consecutivo, atingindo 77,5 pontos.

Apesar das previsões de recuperação do setor para os próximos anos, o investidor deve ter em mente que o *boom* visto no período entre o segundo governo Lula e início do primeiro governo Dilma, com algumas incorporadoras atingindo margem de 100% em alguns imóveis, não deve se repetir, com o setor crescendo a taxas mais moderadas nos períodos a frente.

Business Description

Com quase 40 anos de atuação no setor de construção Civil, a Eztec, fundada em 1979 no estado de São Paulo, por Ernesto Zarzur, abriu capital em 2007, captando 279,8 milhões de dólares com oferta pública de ações, ingressando no Novo Mercado, segmento de governança corporativa mais alto da B3.

Mesmo com quase quatro décadas de atuação no mercado, a Eztec ainda mantém a sua área de atuação

restrita, com empreendimentos apenas no estado de São Paulo. Apesar da área de atuação menor, essa se mostra adequada à estratégia da companhia, que tem seu portfólio de produtos voltado para as classes de alta renda.

A empresa hoje atua majoritariamente no segmento de prédios residências de alto padrão, recentemente adentrando também em um novo mercado, o de torres comerciais, com o lançamento da Eztower.

Com uma forte gestão familiar, com diversos membros da família Zarzur em altos cargos na empresa, a companhia se mostra hoje com uma das empresas mais bem administradas do setor, com um forte viés conservador, o que pode ser notado pelo alto volume de caixa disponível, atingindo quase um bilhão de reais. O conservadorismo da companhia vem se mostrando adequado, sendo a empresa uma das que menos sofreram com a adversidade enfrentada pelo setor.

Ademais, a alta disponibilidade de recursos permite à empresa realizar investimentos mais rapidamente no momento em que o setor der sinais mais fortes de recuperação.

Competitive Position

Em um mercado tão acirrado, com diversas gigantes no setor, a Eztec mantém destaque devido a algumas vantagens competitivas.

❖ **Mercado competitivo.** Em um mercado com cada vez mais competidores, se tornar um *player* relevante é uma tarefa árdua para novas e pequenas empresas. Tal fato é baseado em diversos fatores, como o de que quando o cliente vai comprar um imóvel, ele busca pelo melhor custo benefício e por um produto de confiança. Com esses dois pontos em mente, o consumidor tende a procurar uma empresa tradicional, que gera confiança no produto, e que, por estar há mais tempo no mercado, consegue melhores preços. A Eztec, com 38 anos de mercado e modelo de gestão

atual, destaca-se nesses quesitos. A empresa ainda permanece em evidência quando o assunto é entregas no prazo. A gestão da companhia tem como um dos lemas não atrasar nenhuma obra, gerando mais valor para o cliente e menos custos para a Eztec.

❖ **Devemos nos preocupar com as concorrentes?** A MRV apresenta crescimento de lucro líquido a cada balanço apresentado, além de ser líder em área construída e em imóveis vendidos. Embora os números da MRV sejam devastadores, a Eztec não tem muito com que se preocupar. Os lançamentos da MRV são de médio e baixo padrão, focados em uma classe de menor renda, já os da Eztec são de médio e alto padrão, focados em uma parte da população de maior renda. A concorrente direta da Eztec é a Cyrela, que também atua no mercado de alto padrão. Contudo, ao contrário da MRV e da própria Eztec, a empresa teve receita e lucro

abalados pela crise e ainda não conseguiu retomar o crescimento.

❖ **Margem líquida.** Apesar do grande número de competidores, a Eztec apresenta um grande diferencial na margem líquida. A empresa tem total enfoque na maximização de resultado, tendo apresentado margem líquida na casa dos 40% nos últimos sete anos. A companhia preza por comprar terrenos à vista, a fim de conseguir descontos, vender rápido, para conseguir reinvestir o capital, além de tentar sempre baixar os custos operacionais e administrativos.

❖ **Nova tendência.** Em todo o mundo, há uma tendência de não ter mais imóvel próprio e investir essa quantia de dinheiro. Contudo, no Brasil isso parece não está acontecendo de maneira tão forte. O brasileiro ainda tem uma relação muito sentimental com a casa própria, portanto poucas são as pessoas que trocam o prazer de ter

um imóvel para viver de aluguel e investir essa quantia de capital.

Corporate Governance

❖ **Old, but gold.** Fundador da empresa, Ernesto Zarzur está à frente da companhia desde 1979. Em 2007, pela entrada na B3, ele se tornou oficialmente o presidente do conselho administrativo. Ernesto gosta de comandar a Eztec como uma empresa familiar, colocando seus filhos, netos e cunhados como peças importantes da companhia. Esse conselho é experiente e nepotista, porém guiou a empresa por todos seus importantes feitos: o de ser a empresa com maior taxa de margem líquida por diversos anos, se transformar em uma das maiores construtoras do país, além de ser referência na maximização de resultado.

❖ **A sucessão está vindo?** Ernesto Zarzur, fundador e presidente do conselho

administrativo, tem 83 anos, o que levanta a dúvida se em 2019 ele concorrerá para mais um mandato à frente do conselho administrativo. Caso Ernesto decida se aposentar, o vice-presidente, Samir Zakkhour El Tayar, e o filho, Silvio Ernesto Zarzur, são os principais nomes para assumir o cargo.

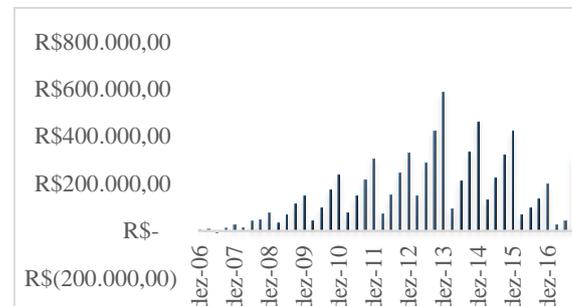
❖ **Problemas na administração.** Mesmo com o excelente trabalho de Ernesto e do conselho, problemas também acontecem. No começo de 2017, Flávio Ernesto Zarzur, filho primogênito de Ernesto Zarzur, foi acusado pelo Ministério Público de pagar propina a auditores públicos fiscais, a fim de diminuir o valor do ISS. Tal fato foi prejudicial para a imagem da empresa no mercado.

Market and financial indicators

Um fator importante em relação ao setor de construção civil é a sazonalidade. O maior volume de vendas e entregas de novos

empreendimentos tende a ser no 4º trimestre do ano, período em que tradicionalmente a economia se mostra mais aquecida, como é possível notar na série histórica de EBTIDA.

Gráfico 1- EBITDA em Milhares de Reais

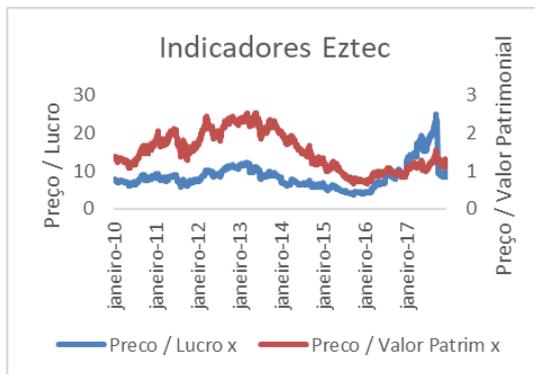


Fonte: Economática

Com as perspectivas ruins para o setor nos últimos anos, as companhias sofreram uma perda em valor de mercado, o que pode abrir espaço para novos investimentos. Atualmente, o índice preço/lucro da companhia encontra-se em 8,6, abaixo do observado em períodos como 2012 e 2013. Já o valor preço/valor patrimonial encontra-se pouco acima de 1, bem abaixo dos

2,5 que se viu no final de 2012, início de 2013.

Gráfico 2- Indicadores Eztec



Fonte: Economática

Valuation

Para precificar o ativo, utilizou-se o modelo de Fluxo de Caixa Descontado (DCF). Com base nos relatórios divulgados pela companhia, combinada com a análise de múltiplos da empresa, estimou-se o preço da ação que, como ilustrado na Figura 1, é próximo do valor cotado, o que revela um preço atual justo, de acordo com a análise fundamentalista utilizada.

A fim de explicitar a construção do preço do ativo, explicitamos a seguir

três pontos chaves da análise: vendas, margem Ebitda e Capex.

❖ **Vendas.** Devido ao baixo número de vendas apresentadas pela empresa no ano de 2017, espera-se que, assim como o setor em geral, haja um aumento no número de vendas, seguindo a trajetória de crescimento da economia. A cultura enraizada no país do “sonho da casa própria” e o grande campo que ainda existe para construção civil no Brasil também contribui para as expectativas.

❖ **Margem Ebitda.** Embora haja expectativa de recuperação da economia brasileira, o processo acontecerá a passos moderados. Portanto, para os próximos dois anos, os ganhos da empresa devem começar a se recuperar de acordo com a melhora no cenário macroeconômico brasileiro. Esperamos que a empresa acompanhe tal cenário e apresente uma melhora significativa na margem Ebitda.

❖ **Capex.** Dada a conjuntura dos últimos anos, a empresa reduziu o volume de investimentos, como demonstrado no crescimento do volume de caixa, o que nos leva a pensar que no momento em que houver melhora no cenário macroeconômico e político, a empresa estará preparada para lançar novos empreendimentos. Logo, o aporte em Capex será agressivo nos próximos 4 anos.

Figura 2: Determinação do Preço Alvo

Alvo



Fonte: Economática

Figura 1: Preço Alvo x Preço Atual EZTEC



Fonte: Economática

Tabela 1 – Comparativo dos Resultados

Companhia	LPA	LC	Margem Ebtida	Yeld	P/L	P/VPA	Valor de mercado
Cyrela Realt	-0,30	3,19	2,73	0,73	-43,72	0,84	R\$4.940.127,69
Direcional	-1,00	3,56	-13,56	0,00	-5,95	0,58	R\$872.767,82
Even	-0,76	3,19	-9,85	0,00	-7,00	0,52	R\$1.184.801,73
Eztec	2,44	5,02	35,66	4,71	9,50	1,26	R\$3.826.391,35
Gafisa	-	1,49	-	0,00	-	0,42	R\$514.292,00
MRV	1,39	3,01	14,08	4,61	9,96	1,11	R\$6.131.795,36
Tecnisa	-2,07	1,86	-174,49	0,00	-0,99	0,55	R\$675.631,68
Tenda	1,68	3,66	9,69	-	10,59	0,86	R\$959.580,00

Fonte: Demonstração de resultados divulgados pelas próprias empresas – Elaboração própria.

Informações gerais	
Nome	Eztec
Código	EZTC3
Subsetor Bovespa	Construção civil
PrinAcion	Ez Participacoes Ltda
%AcPoss	32,3

Cotações		Estatísticos	
Fechamento	21,10	Beta	0,85
Data da Últ Cotação	19/12/2017	Correlacao	0,59
Max (52w)	23,367	Volatilidade	37,11
Min (52w)	12,221	Sharpe	1,85
Volume\$ avg (000)	20.915	Partic no indice	0,000

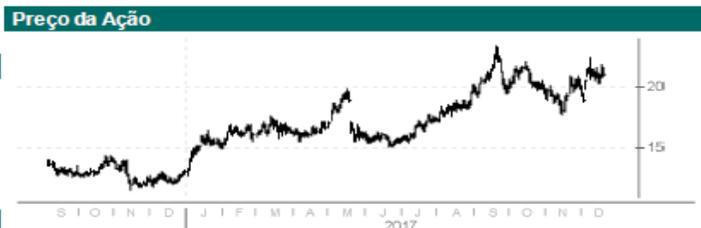
Situação financeira				
Ind Mercado (12m)	09.2016	12.2016	09.2017	19/12/2017
Preco / Lucro x	9,47	11,22	9,22	8,65
Preco / Valor Patrim x	0,89	0,91	1,22	1,15
Dividend Yield (cot fim) %	6,19	6,02	4,85	17,83
Valor de Mercado \$	2.511M	2.582M	3.713M	3.482M
Price Sales Ratio x	3,89	4,51	3,55	3,33
Dividendo Pago por Ação \$	0,94213	0,94213	1,0922	3,7622

Ind Financeiros (12m)			
LPA Lucro por Acao \$	09.2016	12.2016	09.2017
	1,6076	1,3952	2,4398
VPA Valor Patr por Acao\$	17,051	17,138	18,399
Margem Bruta %	45,67	47,20	46,95
ROE Rent Pat(pat final)%	9,45	8,17	13,32
Margem Liquida %	41,22	40,59	38,81
Divida Bruta / Pat Liq %	11,19	12,43	9,76
Liquidez Corrente x	5,75	5,09	5,02

Balança			
Ativo total	09.2016	12.2016	09.2017
	3.382M	3.516M	3.562M
Patrimonio liquido	2.813M	2.828M	3.036M
Receita liquida operac	420.790k	572.227k	894.600k
Lucro antes jur&imp EBIT	107.000k	167.787k	307.396k
Lucro liquido	161.175k	230.213k	333.540k
Depreciacao e amortiz \$	5.222k	7.165k	2.865k
Meses	9	12	9

Diversos				
Total de acoes outstand	09.2016	12.2016	09.2017	19/12/2017
	165.002k	165.002k	165.002k	165.002k
Consolidado	Sim	Sim	Sim	Sim

Retornos											
	out 2017	nov 2017	dez 2017	2015	2016	2017	1d	1s	1m	12m	
Eztec	ON	-4,4	1,2	9,1	-34,1	37,0	60,2	-2,3	0,0	9,2	71,7



Fonte: Economática