

ÓRAMA  
INVESTIMENTOS

---

**Órama**  
Imobiliário

Dezembro 23, 2022

## **Incorporação – recomposição de margens traz números melhores.**

Esta semana participamos de um evento com os dirigentes das principais companhias de incorporação do país. Entre os comentários sobre 2022 e as perspectivas para 2023, vimos alguns pontos em comum que merecem destaque:

**Aumentos nos preços dos principais insumos ditaram o tom em 2022.** Tanto o aço quanto o concreto vêm de uma sequência consistente de aumentos, que em 2022 foi coroada pela guerra na Ucrânia puxando petróleo, e portanto concreto. Essa inflação pressionou a margem bruta. Em paralelo, o aumento dos juros dificultou nas vendas. De maneira geral, tivemos menos lançamentos.

**No segmento de médio/alto padrão (MAP),** as companhias focaram em localizações mais premium, que têm um público em tese mais resiliente. Também reduziram metragens para diminuir o ticket. Em função do plano diretor de São Paulo (praça da maioria destas companhias) as áreas próximas das estações de metrô ficaram com muita oferta, o que dificultou a venda.

Em termos de margens, **as companhias seguraram os preços, muitas vezes diminuindo vendas,** tendo em vista recompor a margem. A maioria das companhias apertou os estudos de viabilidade, exigindo uma lucratividade mais alta par compensar pelo aumento nos custos. Atualmente, já temos estabilidade nos

preços dos principais insumos, o que permite às empresas maior visibilidade nos números pra 2023. Apesar do juro mais alto, as empresas não estão vendo redução nos preços dos terrenos, e com isso observamos uma redução no landbank neste período.

**Olhando para frente,** a perspectiva econômica do próximo governo tem influenciado negativamente nas intenções de compra de imóvel, bem como na curva de juros. De maneira geral, as incorporadoras MAP veem um 2023 com lançamentos em linha ou um pouco mais altos do que 2022, e muitas salientaram bastante flexibilidade neste planejamento, tendo em vista se ajustar à eventuais guinadas econômicas do governo.

**No segmento de baixa renda (CVA)** o setor todo sofreu muito com a alta de insumos – ainda mais do que o MAP, tendo em vista que custo de obra é um percentual maior do custo total no segmento baixa renda. Em contrapartida, houve uma consolidação do setor, com muitos dos pequenos e médios saindo do mercado, e até mesmo alguns grandes, como a Tenda. O governo fez alterações importantes e muito bem vindas no CVA, que melhoraram enquadramento no programa e evitaram uma deterioração ainda maior no setor.

## **Incorporação – recomposição de margens traz números melhores.**

Ainda sobre CVA, as cias. tiveram desempenho bom em 2022 de maneira geral. Sobre 2023, o setor espera novidades sobre as alterações que o novo governo fará no programa. Até o momento, **o comentário é acerca da volta do Faixa 1**, o segmento de ticket mais baixo de todos. O Faixa 1 acabou porque o governo, a partir de 2015, parou de fazer os pagamentos adequadamente. Este ponto foi levantado pelas construtoras, muitas delas temendo participar de um novo Faixa 1 no futuro por causa da possibilidade de não pagamento novamente.

De maneira geral, as construtoras de baixa renda veem um **2023 com crescimento e redução nos tickets dos projetos na medida do possível**, para enquadramento em faixas mais baixas. O cenário competitivo está mais benigno e as margens já estão saudáveis, e com isso o tom em geral foi otimista.

Na bolsa, o setor todo está com preços bastante depreciados, muito em função do quadro adverso que tivemos em 2022. Os juros mais altos atrapalham sim, mais no pricing dos ativos do que nos negócios em si. A indústria como um todo se desenvolveu num Brasil com esse patamar de juros, e portanto não vê de maneira tão grave este aumento.

Vemos boas oportunidades no setor, mas pouco trigger de alta neste nicho que é tão dependente do sucesso macroeconômico.

Num eventual ciclo de alta, as blue chips seriam as primeiras a subir. no caso de incorporação, elas são a Cyrela e a Eztec. De maneira geral, vemos Mitre e Helbor como cases particularmente assimétricos – ou seja, boas oportunidades. No segmento baixa renda, Direcional e Plano e Plano são boas opções.

**Vemos Shoppings como um segmento imobiliário mais estável, e cujo múltiplo ainda não está tão alto.** Destacamos Aliansce e Iguatemi como boas oportunidades neste setor – boas empresas ainda negociando a preços atrativos.

## Multiplan

Discurso otimista acerca dos números recordes que vem sendo entregues pela companhia, apesar de cenário macro deteriorado e preço da ação em queda. Valor de mercado da cia. atualmente se encontra no patamar do auge da pandemia. Melchers destaca que, para o setor de shoppings, a atual abertura na curva de juros é substancialmente menos desafiadora para a companhia do que foi a pandemia. Executivo salienta possibilidade de consumo de curto prazo mais aquecida, tendo em vista a perspectiva de política fiscal expansionista por parte do governo.

Admite lojista mais desanimado, mas ainda fechando negócio. Salienta foco em classe A e B da empresa, classe menos alavancada da população e com mais recurso para consumo. Melchers destaca demanda forte pelo Golden Lake fase 2 (PoA) e pipeline de expansão para o Barigui e Diamond Mall. Os shoppings BH e New York também foram mencionados como objeto de renovação substancial no curto prazo. Cia. reitera perspectiva de crescimento para os próximos 2 anos. Em termos de novos ativos greenfield, Melchers descarta novos shoppings no curto prazo. No residencial, vão avaliar lançamentos caso a caso.

Já sobre possibilidade de M&A, Melchers avalia que os shoppings mais premium hoje em dia já são propriedade de companhias com perspectiva de prazo mais longo, e portanto

não vê tantas oportunidades no mercado, mesmo com o juro no atual patamar. O aumento dos juros nos preços dos ativos, segundo ele, não se reflete de forma robusta nos preços dos ativos. Até mesmo aquelas vendas esporádicas feitas, supostamente, para sinalizar um determinado benchmark de pricing para o mercado não vêm se refletindo em alta nos preços das ações. Em contrapartida, levanta a possibilidade de ativos pontuais serem disponibilizados por companhias que eventualmente sofram um stress de caixa, em especial em casos em que shoppings não sejam o core business.

Sobre novos mercados, Melcher descarta expansão para novos negócios, como marketing e ecommerce, salientando que a cia. não vê diferencial competitivo razoável para entrar nesses negócios de forma competitiva. Hoje o aplicativo Multi é utilizado pela companhia para valorizar os shoppings, fornecendo serviços e benefícios tendo em vista fidelizar o cliente. App já tem 3 milhões de downloads, com 1/3 das vendas do natal de 2021 tendo passado pelo aplicativo.

## Multiplan

---

Sobre tendências do pós pandemia, o executivo salienta que o fluxo de cinemas ainda não regularizou, o que acaba puxando o ticket médio para cima. Já nas academias, há uma tendência de redução na área ocupada, devido a queda na demanda por algumas atividades. Múltiplo de fluxo de carros se encontra bem distorcido pelo efeito do Uber, que reduz o fluxo quando a entrada do shopping se encontra perto da via de acesso - fatores que abrem possibilidade de reuso da área.

Sobre os feriados de final de ano, o executivo comenta que os jogos da copa tiveram sim um efeito detrator nas vendas, mas salienta que o efeito é de curto prazo. Acerca da Black Friday, que de maneira geral decepcionou os mercados, no caso da Multiplan o saldo foi melhor do que o das competidoras.

No encerramento, o lojista destaca que o arrefecimento da inflação melhora substancialmente a conversa com o lojista na renovação dos contratos e repasse do aluguel, sugerindo uma maior estabilidade e menor turnover nos próximos anos. A cia. deve ver lojistas maiores, com menos turnover e ticket mais alto, salientando ainda que deve aumentar o valor da taxa de transferência, muito nessa linha.

## JHSF

**Shoppings** – sentiram uma queda no mês, em princípio em função dos jogos da copa. Cia. segue vendo crescimento de vendas de duplo dígito na comparação anual, mesmo com essa componente. Sobre investimentos, a JHSF deverá finalizar as duas expansões agora até o final do ano. Cia. tem 3 shoppings greenfield no pipeline, um deles na Faria Lima e o segundo dentro do Boa Vista Village (com demanda comprovada pelo Boa Vista Market). Sobre o Fashion Outlet, a expansão deverá ter início no final do ano que vem. Sobre desempenho, o executivo salienta um crescimento de 3 dígitos nas vendas, em função também da resiliência no consumo da classe mais alta, nicho da companhia. Sobre o custo de ocupação dos shoppings da cia., que é menor que o da competição, isto é parte da estratégia da empresa, tendo em vista manter uma base de lojistas cativa para os empreendimentos.

**Aeroporto** – cia. vê demanda alta por espaço de estacionamento por parte dos clientes, com mais pedidos de hangares particulares. Sobre o terreno atrás do aeroporto, o executivo salienta que a região no entorno já tem atividade residencial avançada. A cia. vê vocação de entretenimento e comercial para o terreno, e pretende transformar esse landbank, de maneira faseada, numa pequena cidade – apelidada pelo executivo de Catarina Town. Previsão de lançamento da primeira fase é para depois de 2023, priorizando

100% de locação das casas que a cia. tem disponíveis no entorno. O business de properties da cia, que hoje contempla o aeroporto e os shoppings, deverá também incluir esse nicho de casas para locação, já mobiliadas e com serviços incluídos.

**Incorporação** – Segmento ganhou muito espaço no resultado da empresa. Sobre projetos, cia. vê alta demanda Santa Helena em Bragança, com o soft opening da piscina de surf também suscitando bastante interesse. Boa Vista Village e Fazenda Boa Vista já foram vendidos praticamente todos os lotes, com um encerramento dos lotes de terrenos na faixa dos 3k m2. A ideia é suplantando a demanda por essa metragem de terreno com o Santa Helena. Não pretendem flexibilizar pricing para aumentar vendas no futuro próximo, diverge da estratégia da empresa. Sobre financiamento, a cia. não se mostra preocupada, muito em função do 1 bilhão de caixa que tem no momento. Estão em road show nesse momento para colocação de debêntures e rolagem da dívida. Cia. tem ainda R\$ 1,5 bi de recebíveis para utilização caso necessário.

## JHSF

---

Conselho têm discutido mudança na política de dividendos, com a possibilidade de pagamentos mensais a partir do ano que vem. Cia. planeja antecipar uma parte dos dividendos do ano que vem.

Sobre a Capital, a cia. percebe que o investidor que busca desenvolvimento imobiliário é diferente do investidor de bolsa, e vêm com um produto para endereçar essa diferença. O sucesso comercial da cia. estabelece track record que, segundo o executivo, pode trazer o custo de financiamento destes empreendimentos para baixo.

## Cyrela

---

De maneira geral, Zanutto vê um baixo risco da Cyrela reduzir de tamanho – somente com uma deterioração macro muito substancial. Devem manter tamanho para os próximos anos. Mercado de terrenos ainda não arrefeceu, preços pedidos estão altos. Cia. têm desacelerado o business em função também desta componente.

Pipeline de entregas está em linha, distratos sob controle. Sobre custos, a cia. vê espaço limitado para melhora no G&A. As despesas não são as maiores do setor em termos relativos, e cia. considera a rubrica sob controle.

Sobre nicho de baixa renda, muito está se falando sobre uma volta do Faixa 1 (a menor faixa de preço de imóveis) mas ainda não se vê sinalização do Governo nesse sentido. Cyrela não tem avançado no nicho de baixa renda recentemente. O governo atual melhorou bastante o business pro incorporador nas Faixas 2 e 3 e a Cyrela não vê muito mais espaço de melhora. Das principais subsidiárias, já venderam a maior parte da participação na Cury, muito em função de pricing favorável. Estão esperando reação do mercado para voltar a considerar vendas de ações da Plano e Plano e Lavvi.

Sobre juros, a cia. não viu o impacto ainda, devido à abertura da curva ter sido bem recente. Para nova venda, impacta menos – mais pra venda de pronto. A Cyrela está com estoque baixo de

imóvel pronto, então o impacto deve ser limitado. No financiamento de obra (plano empresário) os bancos apertaram mais a concessão. Tendência é para o mercado todo, e deve ter impactado mais a competição. Financiamento não têm sido gargalo para a companhia. Já na inflação, INCC tem arrefecido nos últimos meses, e também em linha com a própria leitura da cia. Não vêem mais quedas relevantes nos preços, mas sim uma estabilidade.

Comentário sobre as diferentes regiões é de que o Rio têm sido uma praça com bom desempenho de venda, tanto no alto padrão quanto no médio (Living) e baixo. Compraram agora o terreno de Furnas para construir alto padrão em Botafogo RJ. Já no Sul, a Cyrela não têm conseguido avançar muito, devido à regulação local mais complexa e competição alta.

## Moura Dubeux

---

Incorporadora de maior Market share no nordeste, com 20% de participação e presença em 7 dos 9 estados da região. Cia. é 100% verticalizada e atua nos nichos residencial, comercial e veraneio. Lançamentos em 2022 devem ficar na casa dos R\$ 2 bi, com R\$ 1,6 bi de vendas. Perspectiva para 2023 é seguir com esse mix de 1/3 do VGV lançado em condomínio, 2/3 em administração. A administração, apesar da margem menor, contribui puxando o VSO para cima e melhora também na geração de caixa.

Cia. fez um plano de lançamentos mais cauteloso para 2023 tendo em vista incertezas no cenário político, com no máximo R\$ 2 bi de lançamentos em 2023, no cenário otimista. Vêm uma redução no índice de confiança, que é observado pela cia. como principal indicador de demanda. O índice, que se encontrava no patamar de 38% agora já se encontra em 31%, o que é amplamente atribuído a cenário político. Nas diferentes praças, Fortaleza e Salvador estão bastante demandados, com estoque baixos. Já Recife está mais em linha com o esperado, com a cia. mantendo algum estoque na região.

Sobre os juros, na pessoa física a percepção é de que o impacto já aconteceu, com a resposta na demanda já refletindo o atual patamar de juros. Já no funding, cia. vê mudanças nas estratégias de financiamento dos bancos, com alguns deles já

operando somente com CDI.

Acerca de TIR e aquisição de terrenos, a cia. vê um cenário mais competitivo na compra. A viabilidade vêm sendo espremida pela taxa de desconto crescente. Os juros tem impacto no carregamento dos estoques, na taxa requerida de retorno e também na velocidade de vendas. A cia. mantém landbank grande, cujo custo é atenuado pelo alto percentual de permuta da empresa – componente bem comum na região.

## MRV

---

**Brasil** - Recuperação de preços foram bastante ajudadas pelas mudanças colocadas pelo governo, que atenuaram o efeito do choque robusto que a cia. teve no custo de produção. Tivemos mais um aumento no teto da maior parte dos imóveis, o que ajuda no reenquadramento do estoque às modalidades. Cia. pretende agora no futuro próximo recuperar vendas e lançamentos, tendo em vista retornar para o patamar de 40k unds anuais. No curtíssimo prazo, a cia. teve um bom outubro e novembro, referente a vendas, apesar do efeito da Copa do Mundo.

Foco da cia. será permanecer no programa, que ficou com termos novamente bastante interessantes depois das mudanças recentes. Fora do programa, os juros têm limitado o mercado endereçável, reduzindo a demanda para novos lançamentos.

MRV não tem interesse em participar num possível retorno do faixa 1 nos termos que foram colocados – que é o nicho que vinha sendo comentado pelo novo Governo.

**Resia (EUA)** – Operacional muito bom este ano, com alto volume de aluguel e vendas. Yield on cost atual da cia. está preservado no patamar atual. Financeiro deve ser prejudicado pelo aumento dos juros, com um cap rate maior.

Nos investimentos, a deterioração da curva americana interrompeu as negociações de captação, e a empresa deverá sustentar o seu crescimento com o próprio fluxo de caixa. Desta forma, a cia. deverá desacelerar nos próximos trimestres. Resia atualmente tem um NAV na casa dos US\$ 800 mi (R\$ 4,2 bi) e o valor contábil (marcado a custo) de R\$ 1,6 bi. Cia. vê espaço pra aquisição de terrenos, com preços caindo substancialmente – mas não devem aumentar o landbank. Estão bem estocados atualmente. Estão também reajustando o G&A, que deve cair cerca de 35% na comparação anual.

Já nos financiamentos, para construção não estão vendo limitação além de um preço um pouco mais caro.

## Cury

---

Cia começou o ano bastante forte agora em 2022, diferentemente do resto do mercado, que tende a lançar mais no segundo semestre. Em termos de custo, viram arrefecimento nos últimos trimestres, o que facilitou o operacional. Mas vêm ainda problema de abastecimento, razão pelo qual a Cury não deve bater a sua meta de produção anual. Cury se prepara para iniciar 2023 também com um ritmo bastante forte, focados em RJ e SP especificamente no Faixa 3 e acima do Faixa 3.

Estão aguardando o relançamento do MCMV, que deve trazer, novamente, termos favoráveis pro Faixa 1, de ticket mais baixo. Ignorando essa componente, a perspectiva da cia. é de crescimento para 2023. O pipe que está montado para 2023 é de mix similar ao deste ano, com 70% faixa 3 e 30% acima do faixa 3. O aumento no VGV virá tanto por aumento de preço quanto por mais lançamentos.

No Rio de Janeiro, a cia. deve seguir forte na região do Porto Maravilha, também com lançamentos no Irajá, Niterói e zona Oeste. Banco de terrenos atual está satisfatório para os próximos 3 anos. Já num futuro mais longo, a cia. prefere não fazer grandes investimentos, se mantendo, por estratégia, com landbank menor que os demais. Essa prática foi útil no passado,

quando a cia. abandonou as faixas mais baixas, que se mostravam com números deteriorados – decisão que se mostrou acertada.

Ao longo desses últimos trimestres, a cia. observou uma saída grande de players pequenos do mercado. Maior competidora hoje é a Direcional. A Cury também apertou substancialmente a viabilidade, reduzindo o número de projetos possíveis, uma atitude conservadora. Fábio Cury agora já fala em relaxar gradualmente a viabilidade, visto o arrefecimento recente da inflação para construção.

Sobre dividendos, Fabio planeja continuar rodando no atual patamar, entre 60% e 70% de payout.

## Plano e Plano

Expectativas para 2023 – recuperação de margens foi o tema de 2022, já demonstra recuperação agora no resultado do 3T22. Essa recuperação de margens foi possível principalmente pelo raio de atuação da companhia, pelo protagonismo da engenharia e pela técnica de construção diferenciada. Expectativa é que isto continue. Perspectiva é de crescimento em 2023, tanto na baixa renda quanto na classe média. Objetivo é atingir 30% do portfólio no segmento de classe média.

Na demanda, o primeiro semestre foi bem forte, em particular na média renda. Competição reduziu bastante nos últimos 2 anos, tanto por saída dos pequenos quanto por causa da Tenda, que enfrenta problemas. Diretoria vê um 2023 um pouco mais duro para classe média em função dos juros; classe baixa deve seguir aquecida.

Sobre o faixa 1 – cia. nunca fez nos moldes anteriores. Se a proposta for igual ao que era praticado anteriormente, cia. planeja ficar de fora. Já nas faixas superiores, cia. seguirá crescendo. Regionalmente, cia. pretende permanecer na cidade de São Paulo. Região periférica (ABC, Diadema, Osasco e Guarulhos) são interessantes do ponto de vista mercadológico também. Porém, a legislação construtiva dessas cidades dificulta o desenvolvimento dos projetos, por isso é mais difícil viabilizar.

Cia. menciona também um novo programa de habitação colocado por parte da prefeitura de São Paulo, também com subsídios às moradias de baixa renda. Plano e Plano tem intenção de participar do programa, que deve contemplar cerca de 40 mil unidades.

Sobre lucratividade, não fizeram nenhuma mudança na metodologia da viabilidade. Projetos são reorçados mensalmente tendo em vista exatamente incorporar mudanças de cenário nos números do projeto. Cia. vê estabilidade nos preços dos insumos agora para 2023. Em particular, cia. afirma que têm comprado terrenos ao longo deste 2022 a preços bastante vantajosos. Cia. tem landbank hoje na casa dos R\$ 11 bi de VGV.

Já sobre ROE e Payout, cia. pretende aumentar o patrimônio líquido tendo em vista ganhar robustez financeira – e com isso o payout deverá se manter abaixo do patamar pré IPO.

Diretoria exalta o padrão construtivo, que é superior em relação ao concorrente. Argumenta que cia. não tem estoque pronto muito em função de uma venda acelerada, devido a esta componente.

## Melnick

---

2022 desafiador, com inflação alta e escalada dos juros. A parcela final pro cliente, com essa alta nos juros, subiu entre 40% e 50%. Destaque para o Melnick Day, o evento de vendas da companhia, que voltou a ser feito presencialmente, e com resultados bastante expressivos na venda do estoque pronto. Wollenweber destaca ainda o crescimento expressivo dos lançamentos no pós IPO, com R\$ 1 bi lançados nos primeiros nove meses de 2022.

A cia. conseguiu manter vendas no cenário deteriorado de 2022 focando em lançamentos premium, e portanto utilizando a parte mais premium do landbank. Em paralelo, a cia. fez adições no landbank também com perfil premium, e muita coisa em dinheiro, o que trouxe uma queima de caixa substancial. Para 2023, a cia. planeja desacelerar esta tendência, com menos compras de terreno, e conseqüentemente menos consumo de caixa. A tendência com essas compras é aumentar a margem bruta nos próximos projetos. Expectativa é de que metade dos lançamentos de 2023 sejam feitos com terrenos comprados em dinheiro.

Porto Alegre (praça da companhia) têm tido uma melhora na acessibilidade dos preços dos imóveis, o que contribui para as vendas. O estoque da cidade não têm aumentado nestes últimos anos, refletindo um mercado saudável. Estoque da Melnick hoje se concentra em médio/alto padrão. A

concorrência é principalmente por parte da Cyrela, com demais players trabalhando com VGV bastante reduzido na praça. Já acerca da prefeitura, a companhia tem hoje 30% do landbank com projeto executivo aprovado, garantindo alguma flexibilidade no curto prazo. Porto Alegre tem melhorado a sua dinâmica de aprovação, que é tradicionalmente morosa.

Estratégia da cia. tem sido atuar sozinha nos projetos de VGV acima de R\$ 100 mi (que são a maioria do VGV lançado na cidade) e para projetos entre R\$ 50 mm e R\$ 100mm, a cia. têm trabalhado em parcerias com outras incorporadoras.

Cia. opera hoje na casa dos R\$ 600 mm de valor de mercado. Segundo eles, o valor é 60% inferior aos ativos líquidos da companhia.

## Direcional

---

Para 2023, orçamento tem sido complexo de fechar, em função da volatilidade nos juros. Riva não deve ter crescimento. SBPE teve demanda em queda ao longo do ano. Em paralelo, a oferta também caiu substancialmente em todas as praças, exceto São Paulo – uma praça bem mais competitiva. BH, Brasília e Manaus estão bem confiantes com vendas, RJ nem tanto, SP preocupa.

Na baixa renda, vêem uma situação melhor para lançamentos. De maneira geral, devem manter o VGV total para 2023, porém fazendo menos permuta – um aumento no VGV próprio na comparação anual.

Sobre o Faixa 1, Direcional pretende entrar, se houver alguma salvaguarda para o recebimento dos recursos. Caso contrário, o programa se mostra arriscado. Construção nessa faixa é muito rápida e barata, pela padronização, e legislação construtiva é federal, o que agiliza a aprovação dos projetos.

Pipeline preliminar de 2023 está bastante grande, o que traz opcionalidade para a cia. no ano.

Em termos de custos, estão vendo um cenário com perspectiva mais favorável. Aço com certeza mais benigno, concreto têm sido mais vagaroso em arrefecer, mas perspectiva também

positiva. Em contrapartida, o juro alto fez com que a viabilidade ficasse mais difícil. Cia. tem um landbank bem grande (5 anos) com muita coisa já pronta para ser lançada em 2023. Serão seletivos nestes lançamentos.

Em termos de alavancagem, pretendem trabalhar com um patrimônio no patamar do atual. Cia. vê venda de recebíveis e terrenos como saída para pagar mais dividendos, caso seja necessário antecipar uma distribuição de dividendos.

## Trisul

---

Em 2022 a cia. se antecipou na subida de preços, mesmo sofrendo redução de vendas, ficando também mais cautelosa em relação aos lançamentos. Houve uma redução de lançamentos – de R\$ 1,7 bi para R\$ 1 bi. Cia. fez lançamentos de menor metragem e menor ticket ao longo deste ano e deve se manter nessa estratégia ao longo de 2023. Este tipo de produto, que normalmente é 30% do VGV total, ao longo do ano que vem deve somar 50%. Essa linha tem margem até mesmo um pouco maior, tendo em vista custos substancialmente menores de produção.

Em termos de estoque, a cia. tem 8 empreendimentos para serem entregues em 2023, e desta vez pretende reduzir um pouco os preços para aumentar as vendas, devido a cenário competitivo apertado.

Na lucratividade, a cia. viu a margem bruta reduzindo cerca de 4pp em função de inflação, e a perspectiva é de manutenção destes patamares de margem. Fluxo de caixa deve terminar 2023 no zero a zero. Despesas com G&A não devem aumentar nos próximos doze meses – equipe atual deve dar conta deste aumento de lançamentos.

Não vêem deterioração em inadimplência, nem distratos.

Sobre landbank, a cia. utilizou seus terrenos mais nobres agora ao longo de 2022, visando se beneficiar de resiliência da classe mais alta. Landbank atual cobre os lançamentos de 2023 e também 2024. Sobre os demais custos, cia. não tem visto aumentos nas principais rubricas, exceto uma perspectiva de aumento no aço em janeiro, anunciada pela CSN.

## Mitre

---

Adimplência sob controle, mantida por um LTV baixo na venda. Repasse tem sido antecipado, com cerca de 50% do repasse tendo sido executado antes do habite-se.

Estoque pronto da cia. está praticamente zerado. Das unidades para entrega em 2023, praticamente tudo está vendido já. Dentro do estoque em construção, a maior parte é de tipologia acima dos 45m<sup>2</sup>, metragem que está menos ofertada no mercado atual.

Para 2023, a cia. tem um pipeline de R\$ 1,5 bi de lançamentos para 2023, podendo ser reduzido no meio do caminho. Em termos de mix, o landbank da cia. se divide em 40% linha Raízes (ticket mais baixo), outros 40% na linha Haus e os demais 20% em altíssimo padrão. Cia. tem sido extremamente seletiva na aquisição de terrenos, tendo apertado substancialmente os parâmetros dos estudos de viabilidade. Revisaram o landbank com os novos parâmetros e descartaram 3 terrenos neste processo.

2023 deve ter um inflow relevante de caixa no 2T23 devido à entregas na casa de R\$ 900 mi, com estabilidade posteriormente, devido à redução no volume de lançamentos no passado.

Na lucratividade, cia. deve rodar na casa dos 33% de margem bruta, com perspectiva de estabilidade nos custos para 2023. Cia. teve aumento nas despesas comerciais e G&A, pretendem controlar estas rubricas em 2023. No lucro líquido, a cia. tem perspectiva de atingir um ROE de 2 dígitos no ano que vem. Isto deveria trazer um pricing para a ação mais em linha com os players consolidados. Cia. negociando na casa de 20% do NAV conforme calculado pela própria Mitre.

Sobre alocação de capital, a cia. não tem perspectivas de fazer uma recompra, devido ao limite de exposição ao papel em relação ao float, de 10%.

Na inflação de custos, a cia. vê também um arrefecimento, com perspectiva para concreto e aço estável para 2023. Isto deve melhorar a margem bruta para o ano.

## Eztec

---

2022 foi um ano de cautela, com inflação alta e juros em ascensão, especialmente no início. Já no terceiro trimestre, a cia. observou recuperação de margens, e uma melhora nas vendas. Perspectiva é de fechar o ano de 2022 com lançamentos no patamar na faixa de R\$ 1,8 bi. Para 2023, a perspectiva é de continuidade deste patamar de lançamento, dependendo claro do tom do futuro governo na condução da política econômica.

SP está muito estocado de oferta, porém são produtos bastante similares, com mesma tipologia e regiões. Eztec vê oportunidades em lançamentos de padrão médio/alto em regiões menos óbvias da cidade. Ipiranga e Mooca são exemplos nesta linha. Mesmo com cenário mais competitivo, a cia. não tem perspectiva de aliviar nos preços para aumentar vendas num primeiro período.

Landbank da cia. hoje se encontra no patamar de R\$ 11 bi de VGV, dos quais R\$ 3,5 bi são terrenos para construção de imóveis comerciais. Do restante, R\$ 2,8 bi são para lançamentos de baixa renda, e os demais são de MAP.

Na alocação de capital, a cia. tem retornado recursos ao acionista, com pagamento de dividendos e recompras de ações. Cia. tem quase 5 anos de lançamentos já no landbank hoje, e portanto não vê a questão de compra de terrenos como urgente. O mercado de terrenos ainda não respondeu à queda dos juros, conforme tradicional, e portanto a cia. não está vendo oportunidades neste viés.

Em relação a caixa, a cia. deve seguir queimando caixa, muito em função da quantidade grande de canteiros em funcionamento. Essa queima deve ser menor do que o ano anterior, devido A ainda menos compras de terrenos. Em termos gerais, 2023 ainda será um ano de queima de caixa para a companhia.

## DISCLAIMER

---

### AVISO IMPORTANTE:

*"Este documento é distribuído pela ÓRAMA DTVM S.A. ("Órama"), estando em conformidade com a Resolução CVM 20/2021. O(s) analista(s) de valores mobiliários Phillip Dyon Flores Pereira Soares CNPI EM 1756, é(são) o(s) signatário(s) da(s) análise(s) descrita(s) no presente documento e se declara(m) inteiramente responsável(is) pelas informações e afirmações contidas neste material. O(s) analista(s) envolvidos na elaboração deste documento declara(m) que as recomendações eventualmente contidas no relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal sobre o(s) ativo(s) analisado(s) e foi(ram) elaborado(s) de forma independente, inclusive em relação à Órama. A Órama mantém e/ou tem intenção de manter relações comerciais com uma ou mais [companhias/fundos] a que se refere este relatório. Parte da Remuneração do(s) analista(s) é proveniente dos lucros da Órama como um todo e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pela Órama. A Órama pode estar atuando e/ou ter atuado como instituição intermediária e/ou participante de oferta pública de valores mobiliários de emissão de uma ou mais [companhias/fundos] citadas neste relatório, inclusive nos últimos 12 meses. Todas as informações utilizadas na(s) análise(s) contida(s) neste documento foram redigidas com base em informações públicas de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações contidas no presente documento não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, a Órama e o(s) seu(s) analista(s) não respondem por sua veracidade. As informações contidas no presente documento têm propósito meramente informativo, não se constituindo em uma oferta de compra ou de venda de qualquer ativo. As informações, opiniões, estimativas e projeções eventualmente contidas se referem à data de sua elaboração e/ou divulgação, bem como estão sujeitas a mudanças, não havendo obrigatoriedade de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão. Ainda, as opiniões a respeito de compra, venda ou manutenção dos ativos objeto ou a ponderação de tais ativos numa carteira teórica expressam o melhor julgamento do(s) analista(s) responsável(is) por sua elaboração, porém não devem ser entendidos por investidores como recomendação para uma efetiva tomada de decisão ou realização de negócios de qualquer natureza. Este material não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades pessoais de um investidor em específico, não possuindo qualquer vinculação com o perfil do investidor (suitability) e não devendo ser considerado para este fim. Antes de tomar qualquer decisão de investimento, a Órama aconselha que o investidor entre em contato com o seu assessor para orientação financeira com base em suas características e objetivos pessoais, bem como recomenda o preenchimento do seu perfil de investidor. Operações com o(s) ativo(s) objeto das análises podem não ser adequadas ao perfil do investidor. Rentabilidade prevista ou passada não é garantia de rentabilidade futura. As projeções eventualmente constantes neste documento poderão ter resultados significativamente diferentes do esperado. Recomenda-se a análise das características, prazos e riscos dos investimentos antes da decisão de compra ou venda. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao valor total do capital investido, não podendo a Órama e/ou o(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste material serem responsabilizados por qualquer perda direta ou indireta decorrente da utilização do seu conteúdo, cabendo a decisão de investimento exclusivamente ao investidor. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, dentre outras condições, podem afetar o desempenho do(s) ativo(s) objeto da análise deste documento. Fica proibida a reprodução ou redistribuição deste material para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio e expresso consentimento da Órama."*

ÓRAMA  
INVESTIMENTOS

---

Atendimento: 0800 728 0880 (21) 3797 8000 | Ouvidoria: 0800 724 0193  
Praia de Botafogo, 228 | 18º andar | Botafogo, Rio de Janeiro | RJ | 22451-041  
[www.orama.com.br](http://www.orama.com.br)