

VALE A PENA VER DE NOVO?

Inflação decepcionando, juros em alta, PIB revisado para baixo e eleições se aproximando sem clareza de quem será o vencedor ou qual será o plano de governo a ser adotado. Esse tipo de pauta é tão recorrente no Brasil, que ficamos com a sensação de que nossas crises reprisam, como novelas no famoso “Vale a Pena Ver de Novo”.

Enquanto o país não consegue resolver seus problemas/dilemas de forma estrutural, seguimos vivendo de ciclos econômicos curtos e insustentáveis. Não que não tenham havido avanços de anos para cá – existiram, sim, e não foram poucos. Mas eles, de fato, estão blindados de novas mudanças quando a política fala mais alto? Mais uma discussão recorrente a cada ciclo. Até aí, em nossa visão, desanimador, mas sem novidade.

O que vem nos saltando aos olhos é a associação exacerbada, no lado microeconômico, com o último ciclo de deterioração econômica e forte alta de juros do país, entre os anos de 2014 e 2016.

“A ação parece barata, mas olha onde negociou no último ciclo de juros, então está cara”, “Veja o que ocorreu com resultados naquele período, vai ocorrer novamente...”... Essas e outras são afirmações recorrentes. Não são poucos os relatórios, palestras e debates em cima desse tema, principalmente por parte do *sell side*.

Como analistas, reconhecemos a importância de dados passados para o melhor estudo do futuro de empresas e setores. No entanto, achamos um belo equívoco a simples réplica do passado para chegar a conclusões sobre os rumos de determinada empresa ou setor ao se pensar em mudanças macroeconômicas. A repetição de certos comportamentos é comum, assim como traumas e experiências causam mudanças profundas em como agimos.

Empresas, balanços financeiros, ambiente competitivo, regulamentação, etc... se alteram ao longo do tempo. Ignorar tais elementos ao tentar imaginar movimentos futuros pode gerar distorções relevantes de precificação, algo que acreditamos estar ocorrendo atualmente em alguns setores/ativos.

Nesta carta, abordaremos o tema acima mencionado, focando no setor de *Real Estate*. Se tratando de um setor certamente prejudicado pelo atual cenário (em especial os juros), julgamos importante passar pelas variáveis que **nos levam à opinião de que o impacto nas empresas (investidas) será significativamente menor do que no último ciclo**, algo que deveria, ao longo do tempo, ser acompanhado pelo *valuation* dos ativos. Explicaremos também a diferença de riscos entre o setor de baixa e alta renda, elaborando sobre nossa preferência pelo primeiro.

Incorporação Imobiliária

O segmento de incorporação imobiliária é altamente cíclico. Depende, em grande medida, de financiamento de longo prazo, que é profundamente impactado pelas flutuações da taxa de juros da economia e nível de emprego.

Concordamos com essa leitura e acreditamos, sim, que a pressão inflacionária recente, que já levou os juros da economia para patamares mais elevados, tende a provocar uma desaceleração econômica e impactar o segmento de construção de maneira importante. De qualquer forma, o mercado tem comparado em demasia o atual momento com o que ocorreu com o setor na crise econômica de 2015-2017. Não concordamos que os desafios atuais sejam da mesma magnitude que os enfrentados em 2015. Abaixo detalhamos a crise de 2015-2017 e descrevemos as diferenças tanto do ponto de vista da dinâmica setorial e situação macroeconômica do país, quanto do ponto de vista das companhias (aspectos micro daquele período e do atual momento).

Crise Imobiliária de 2015-2017

A crise de 2015-2017 foi uma das mais duras da história do setor imobiliário brasileiro. As companhias vinham de um ciclo imobiliário altamente positivo desde 2006-2007, com a estabilização da economia brasileira no Governo Lula, quando as taxas de juros puderam convergir para níveis de dois dígitos baixos e quando algumas medidas microeconômicas destravaram o crédito imobiliário, como a Lei 10.931/04 que tornou exequível a alienação fiduciária para imóveis e que instituiu o patrimônio de afetação, que conferiram segurança jurídica para que o crédito imobiliário finalmente deslançasse. Nesse sentido, a demanda reprimida de vários anos fez com que os lançamentos e vendas no setor subissem de forma acentuada.

Nesse ambiente benigno de estabilização econômica, as taxas de desemprego no país bateram níveis mínimos históricos. Foi nesse contexto que veio a crise de 2015, com a reeleição de Dilma Rouseff, onde ficou evidenciado nosso desajuste fiscal. A recessão e o descontrole inflacionário decorrente de políticas mal-sucedidas de controle de preços de administrados e a conseqüente desvalorização cambial levaram ao aumento rápido tanto do nível de desemprego do país, quanto do patamar dos juros da economia.

O aumento da taxa de desemprego e do custo do financiamento imobiliário freou de forma muito brusca a demanda por imóveis. Essa desaceleração ocorreu enquanto as empresas ainda possuíam estoques e alavancagem elevadas, com a necessidade de gerar caixa e honrar as entregas dos imóveis lançados ao longo dos anos. Agravando ainda mais a situação, a queda repentina do preço dos imóveis atuou como um forte incentivo para o uso do distrato, que na época possuía um regramento fraco e frequentemente significava a devolução de todo o valor desembolsado, inclusive com correção monetária. Aqui vale ressaltar que durante anos de *boom* e forte valorização de preço de imóveis havia uma percepção na população de que imóvel era um bom investimento, com investidores representando parte relevante das vendas e se apropriando dos ganhos econômicos da valorização. Em um momento de desvalorização do preço dos imóveis, o distrato permitia transferir o ônus para as incorporadoras, mecanismo que foi utilizado com frequência. Com isso, a incorporadora, que durante o longo ciclo do projeto esperava receber o fluxo do repasse, ao contrário, era obrigada a ressarcir o distratante. Não apenas a incorporadora precisava usar seu caixa para absorver os distratos, como ela via seu estoque se desvalorizar ainda mais e só encontrava novos compradores ao usar promoções agressivas. Esse ciclo vicioso e destruidor de valor corroeu a rentabilidade das empresas por um período de anos.

Imagem 1: Círculo vicioso ocorrido na última crise do setor



Elaboração: Athena Capital

O que a situação atual difere do cenário de 2015-2017? (Aspectos Macro e setoriais)

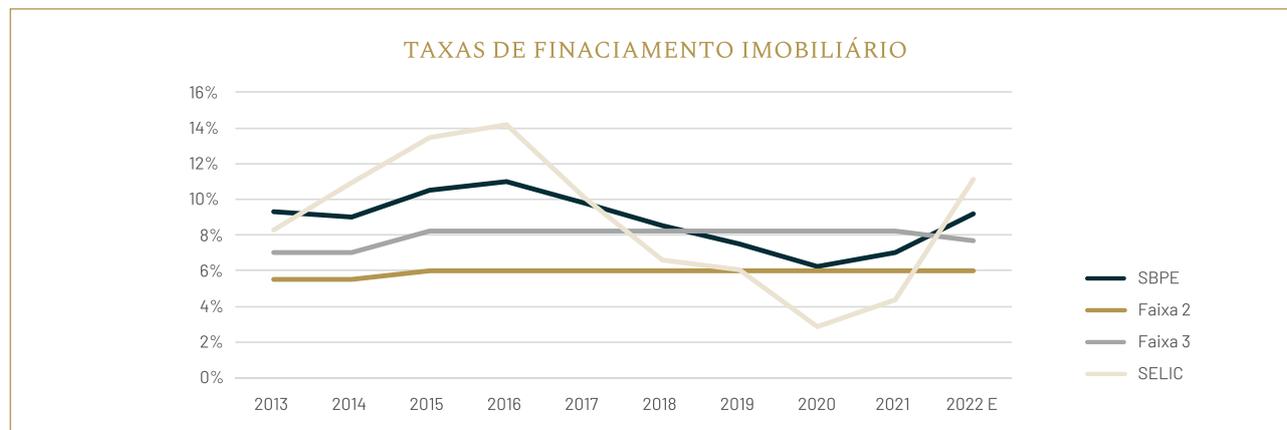
Elencamos 6 itens que diferenciam a situação atual do cenário da crise de 2015-2017:

- I. Taxa de financiamento imobiliário não deve atingir o mesmo nível;
- II. Nível de preços de imóveis, apesar da alta recente, em um acumulado de mais tempo não subiu tanto (período de 2008-2014 alta foi bem acentuada);
- III. Estoques das companhias estão em níveis baixos. Inclusive, as entregas de 2022 parecem bem vendidas na maior parte das companhias.
- IV. Há a lei do distrato do final do Governo Temer;
- V. Partimos de uma taxa de desemprego muito maior;
- VI. Nível de lançamentos do mercado, mesmo em SP (mercado que estava mais pujante), não é tão elevado quanto naquele período ou quanto muitos acham.

I. Nível dos juros e do financiamento imobiliário

Aqui vão dois pontos que diferenciam muito o momento atual do período de 2015-2017, quando a SELIC atingiu os 14,5% e a taxa de financiamento imobiliário, cerca de 12% ao ano + TR (que chegou a atingir 2% ao ano). Hoje vemos o ambiente competitivo bancário mais acirrado. O crédito imobiliário é um produto interessante para as instituições financeiras dada a baixa inadimplência e por ser um produto de prazo bem longo de relacionamento com o cliente, permitindo, portanto, mais possibilidades de *cross sell* de outros produtos ao longo deste prazo. Por conta disso e do ambiente concorrencial mais acirrado com as *fintechs*, não vemos espaço para aumentos relevantes no *spread* bancário do segmento. Em 2015-2017 o ambiente competitivo era distinto e, naquele período, a CEF (Caixa Econômica Federal), maior *player* do setor, estava na margem emitindo LCIs (Letra de Crédito Imobiliária) para *funding* do crédito imobiliário incremental durante o final do *boom* de 2012-2014. Para essa parcela, o custo era diretamente vinculado à SELIC, que atingiu 14,5%. Com isso, a CEF viu-se obrigada a aumentar de forma acentuada suas taxas e, com mercado bancário privado concentrado, ocorreu um movimento de aumento de *spreads*.

Imagem 2: Taxas de financiamento imobiliário por segmento¹, ao lado de SELIC e SBPE²

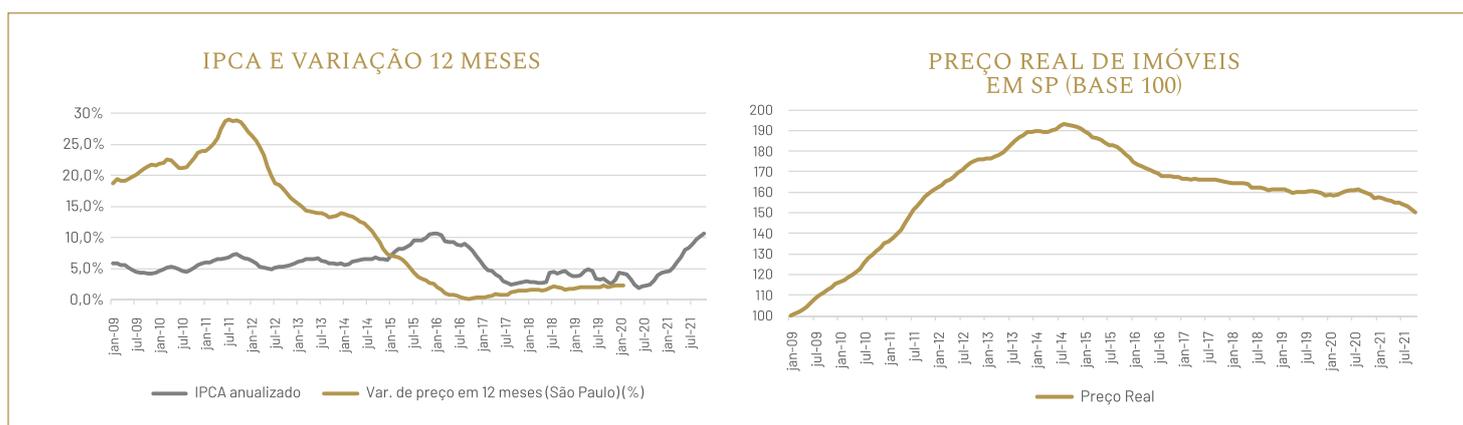


Fonte: Banco central
Elaboração: Athena Capital

II. Preços de imóveis

O preço dos imóveis havia subido de forma bastante relevante de 2007 até 2014, como vemos no gráfico abaixo. Dito isso, o aumento repentino do desemprego e a elevação súbita do custo do financiamento imobiliário levaram a uma correção importante do preço do imóvel. A alavancagem das companhias e o forte aumento do distrato por parte dos compradores pressionaram para que o preço dos imóveis caísse de forma importante nos anos de 2015 a 2017. Vale comentar que o indicador que mostramos aqui é o FIPE-ZAP, que possui uma série mais longa, mas, na realidade, a queda efetiva foi ainda mais acentuada porque: i) FIPE-ZAP é um índice de anúncio de preço de imóveis e, em momento de crise, o preço efetivamente fechado tende a ter um desconto mais relevante em relação ao preço anunciado, e; 2) FIPE-ZAP é com base em anúncios que permanecem sendo capturados mesmo após a concretização da venda. A diferença é que hoje não partimos de um patamar elevado de preço de imóveis, como foi o caso na crise anterior.

Imagem 3 e 4: Variação de preços na cidade de SP



Fonte: FIPE-ZAP
Elaboração: Athena Capital

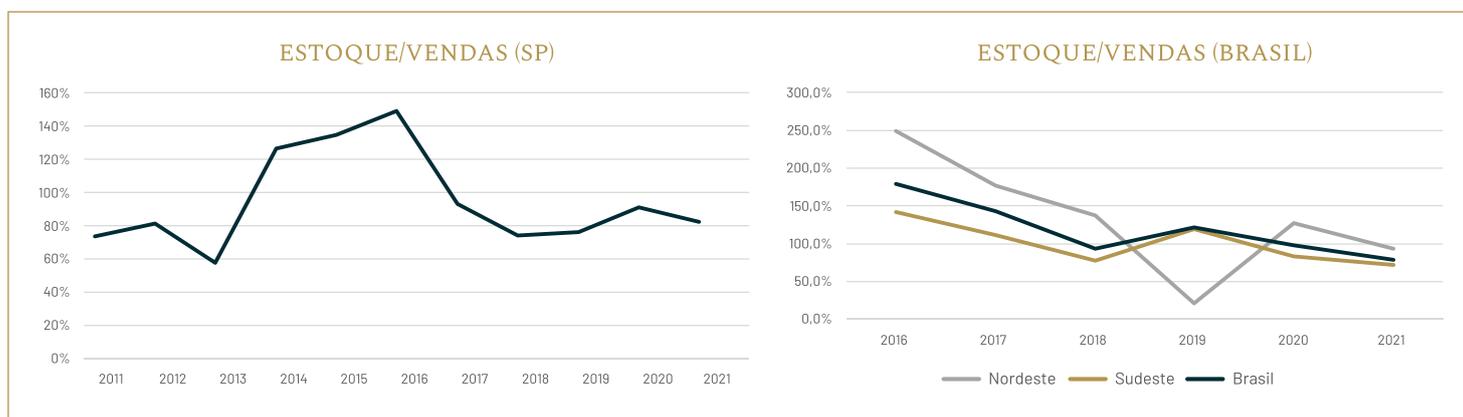
1 Os segmentos são de acordo com a faixa de renda dos participantes. No caso, o Grupo 2 e 3 são os principais do Programa Casa Verde Amarela (substituindo as faixas 2 e 3 do antigo MCMV). O Grupo 2 compreende famílias de renda mensal de R\$ 2 mil a R\$ 4 mil e o grupo 3 famílias de renda mensal de R\$ 4-7 mil

2 Sistema Brasileiro de Poupanças e Empréstimos: é a principal linha de crédito para famílias fora do Programa CVA. Os recursos vêm prioritariamente da Caderneta de poupança.

III. Estoque das companhias

Os estoques das companhias estão abaixo do nível de 2014 (pré crise) quando olhamos a relação de estoques/vendas em SP, a praça do país que concentrou mais atividade imobiliária neste ciclo. Nas demais regiões a relação parece ainda mais favorável.

Imagem 5 e 6: Evolução de estoques e vendas em SP e no Brasil



Fonte: Secovi
Elaboração: Athena Capital

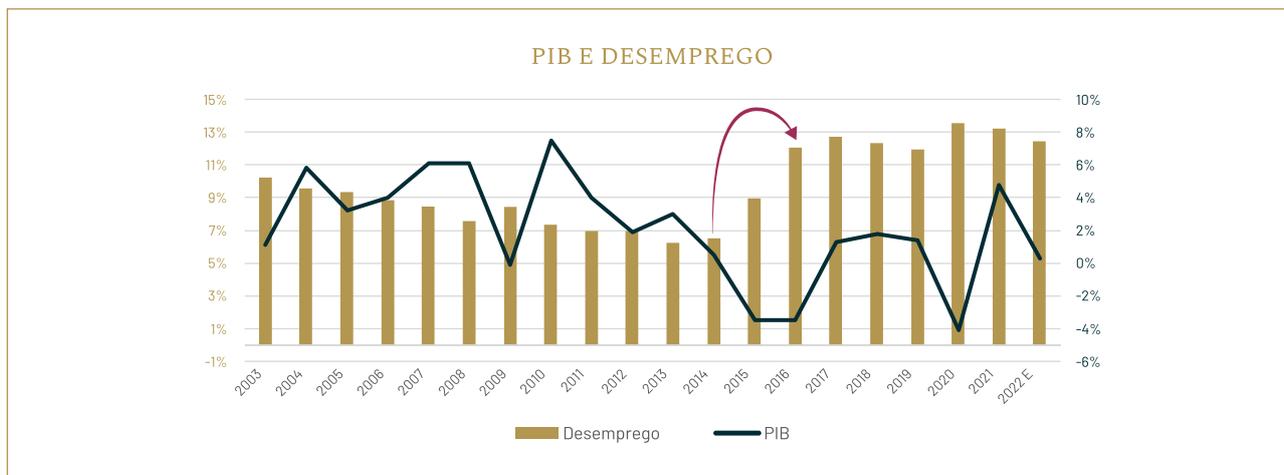
IV. Distrato

No final do Governo Temer foi sancionada a Lei 13.786/18 que disciplina o distrato de imóveis, medida muito relevante para reduzir a desistência unilateral do comprador de imóveis. Desde então, o desistente é reembolsado em apenas 50% do valor pago, uma proteção importante para o incorporador, que antes lidava com um judiciário imprevisível e normalmente pró-consumidor. Além disso, o INCC alto incentivou a antecipação de parcelas de imóveis na planta, com compradores desejando evitar que seus saldos devedores fossem corrigidos por um índice elevado. Isso por um lado reduz o total de recebíveis das empresas que, corrigidos pelo INCC, em teoria funcionam como um colchão natural aos aumentos de custos de construção para projetos em andamento. Mas, por outro lado, essas antecipações tornam a compra mais “firme”, tornando ainda menos provável um distrato dessas unidades no futuro repasse.

V. Desemprego

O desemprego estava em patamar historicamente baixo em 2014 e, em pouco mais de um ano, saiu de 6% para 12%. Essa rápida alta do desemprego traz um sentimento de insegurança muito grande e afeta sobremaneira a compra de bens de alto ticket, como imóveis. Mesmo a parcela da população empregada, por temer perder o emprego, não se aventura a tomar financiamentos tão relevantes e por prazos tão longos, como o financiamento imobiliário. Vale ressaltar que a expectativa da maioria dos economistas (abaixo compilamos estimativas de 4 instituições financeiras) esperam queda sequencial do desemprego em 2022. Reforçamos que a mudança no nível do desemprego, neste caso, é fator mais relevante que seu nível absoluto.

Imagem 7: Dados de PIB e desemprego, com destaque para o aumento expressivo 2014-2016

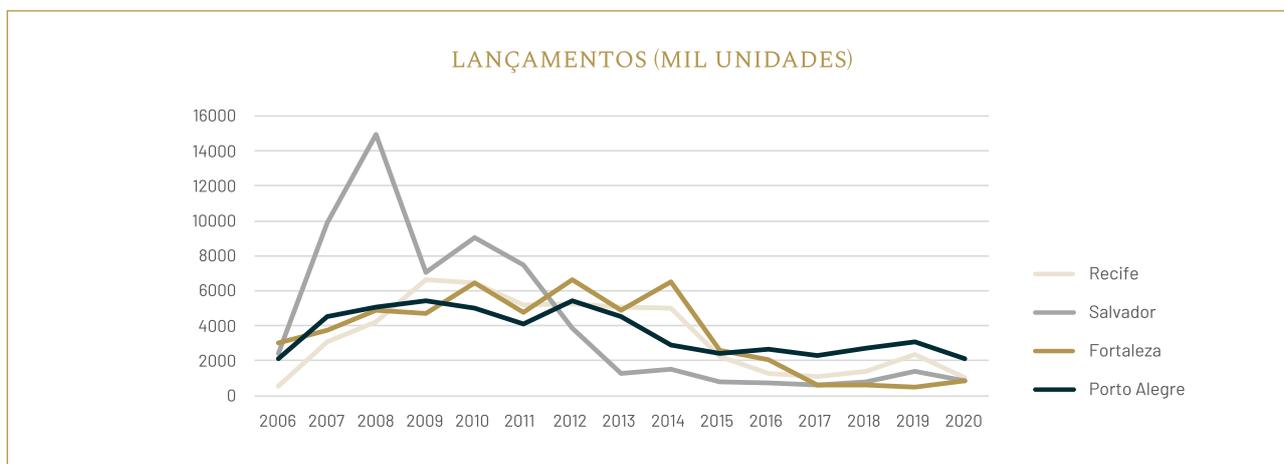


Fonte: IBGE e Bloomberg
Dados e elaboração: Athena Capital

VI. Nível de lançamentos

Apesar de termos poucos dados agregados, o nível de lançamento nas cidades brasileiras, de forma geral, é bastante inferior ao ciclo de 2007-2014. Abaixo listamos 4 grandes metrópoles e fica evidente que o nível de lançamentos é muito menor que no último ciclo positivo do setor (2007-2014).

Imagem 8: Lançamentos em diversas cidades

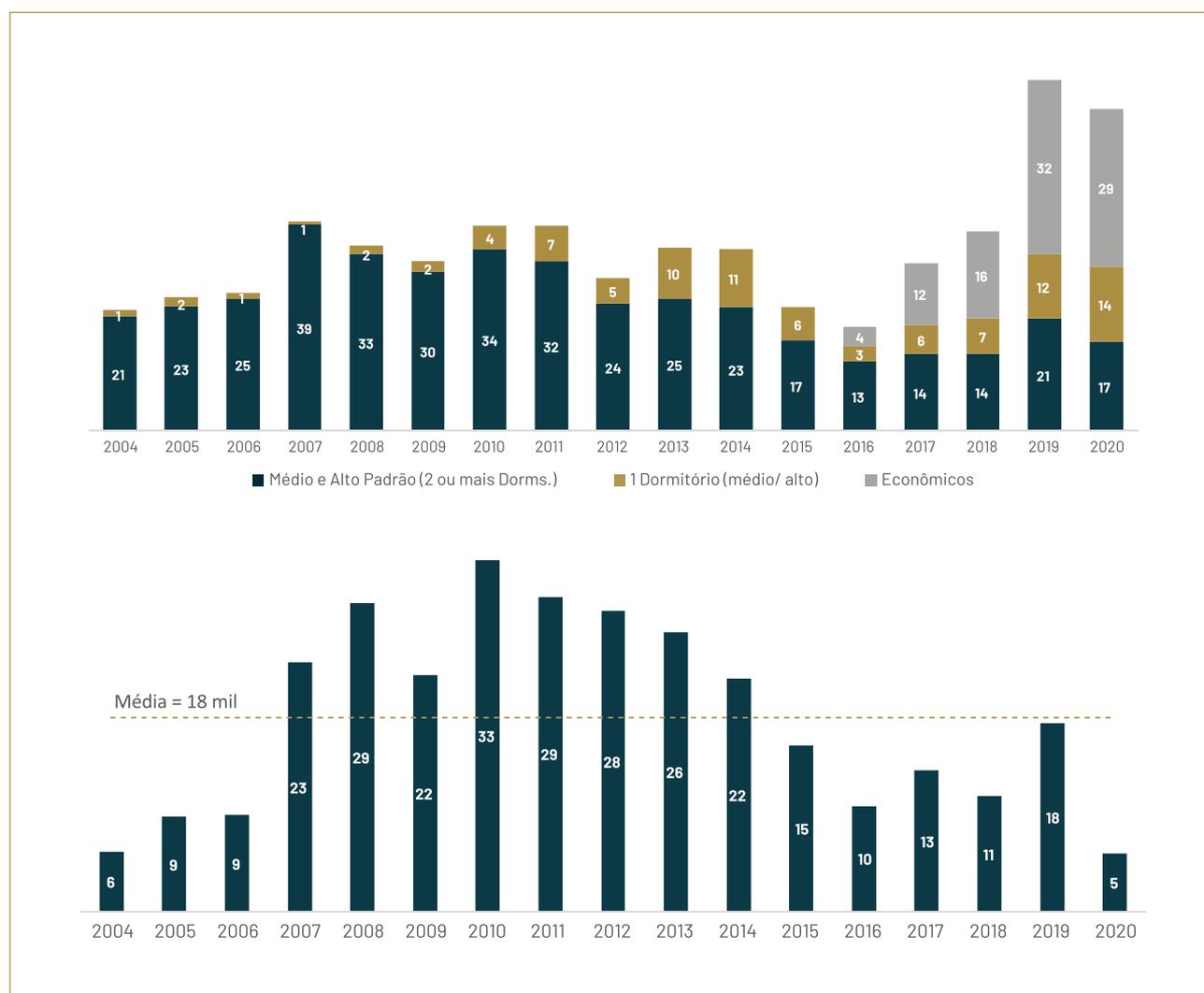


Fonte: Moura Dubeux e Secovi RS
Elaboração: Athena Capital

A exceção parece ser a cidade de São Paulo. Com um mercado corporativo dinâmico, o mercado paulistano teve um aquecimento relevante desde 2019. Muito se comenta que o patamar de lançamentos em SP está muito acima do patamar histórico, isto porque os dados consolidados do SECOVI-SP indicam que em 2019 e 2020 mais de 60 mil imóveis foram lançados/ano em relação ao patamar médio de 2007-2014 de 35 mil (imagem abaixo). **Mas se observarmos atentamente a abertura, veremos que boa parte desse número é de imóveis econômicos, que tipicamente eram lançados na região metropolitana de SP (imagem 10 mostra que lançamento na região metropolitana está bem abaixo de 2007-2014), mas que, pelo novo Plano Diretor, teve seu desenvolvimento viabilizado na capital.**

Além disso, também ganharam destaque os imóveis de 1 dormitório, que também foi impulsionado pelo Plano Diretor, que possibilitava maior potencial construtivo para lançamentos nos eixos de transporte com poucas vagas. Expurgando os imóveis econômicos e de 1 dormitório (“studios”), os imóveis de 2 ou mais quartos fora do CVA³ estão em patamares bem mais baixos que o ciclo 2007-2014 (representado pelas barras azuis na imagem 9).

Imagem 9 e 10: Lançamentos na cidade de SP e região metropolitana de SP em milhares de unidades

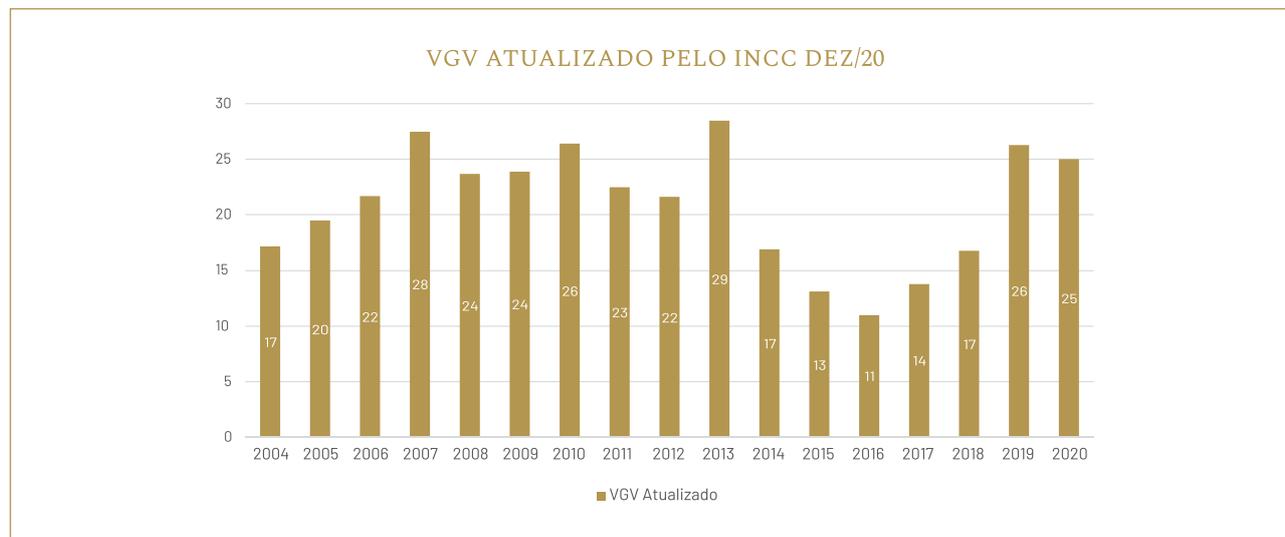


Fonte: Secovi-SP
Elaboração: Athena Capital

Quando olhamos o VGV atualizado pelo INCC, os números de 2019 e 2020 são inferiores à média de 2007-2014 (imagem 11). Isso ocorre mesmo sem agrupar os dados da região metropolitana de SP, que colapsaram dado que o novo Plano Diretor viabilizou habitações de interesse social dentro da capital.

³ CVA: Programa Casa Verde e Amarela. Programa de habitação popular do Governo Federal que veio a substituir o Minha Casa Minha Vida. Ambos utilizam a segregação por Faixas (no caso do CVA, por Grupos). Ao longo da Carta Faixas e Grupos serão utilizados sem diferenciação.

Imagem 11: VGV de lançamentos na cidade de SP, em bilhões de R\$



Fonte: Secovi/SP
Elaboração: Athena Capital

Diferenças no nível das companhias hoje vs 2015-2017 (Aspectos Micro das empresas)

I. Menor passivo de obras legadas

Além das diferenças do setor do ponto de vista macro atual comparados aos de 2015-2017 também podemos perceber claramente diferenças do ponto de vista das companhias em relação ao ciclo recessivo do passado. Naquele momento as empresas ainda se ajustavam com grande custo aos erros dos processos de expansão geográfica. Logo após o ciclo dos IPOs de 2007-2008, elas se capitalizaram para desbravar novas geografias e segmentos. Praticamente todas foram malsucedidas e, desde 2012-2013, muitas delas passavam por reorientação estratégica e retorno a seus mercados e segmentos originais de atuação (*back to basics*), mas os passivos dessas incursões se avolumavam e contribuíram para alavancagem alta das companhias no pré crise. Além disso, uma característica do setor é que, tanto pela contabilidade de POC- *Percentage of completion*, quanto pela natureza dos passivos de indenização de clientes (por atraso de obra e/ou obras com vícios construtivos) tais passivos podem, em tese, continuar sendo descobertos por alguns anos após a conclusão de um empreendimento. De fato, até empresas diligentes que temos no portfólio, como Cyrela e Tenda, ainda hoje passam em seus resultados correntes as despesas decorrentes de descontroles do passado. Acreditamos que hoje as companhias estão mais bem preparadas após a pesada crise de 2015-2017 e, com esse efeito, vêm diminuindo seus passivos conforme ciclos anteriores vão se dissipando do balanço.

II. Alavancagem das companhias

Outro aspecto de diferença evidente é a alavancagem das companhias. Em 2015-2017 a alavancagem nas empresas de média-alta renda era sensivelmente maior que hoje, chegando a aumentar em 2016, dado que elas tiveram frustrada a expectativa de geração de caixa no período pelo distrato (comentado acima). Comparamos esse período com os últimos dados de 2021 para exemplificar.

Imagem 12: Alavancagem das empresas em Dívida Líquida/ Patrimônio Líquido

DÍV LÍQ / PL	3T15	3T16	3T17	3T21
Cyrela	21,3%	27,4%	22,8%	5,8%
Even	51,8%	56,7%	51,0%	-29,6%
Helbor	80,8%	107,6%	120,2%	48,1%
EZ Tec	-8,2%	-7,8%	-27,3%	-23,0%
Trisul	46,2%	33,9%	27,3%	15,7%

Fonte: Companhias abertas listadas na B3
Elaboração: Athena Capital

Outro aspecto relevante é que o balanço hoje é mais conservador do que naquele período. Naquele momento as instruções contábeis não previam provisão para distrato, que hoje já estão incorporados em seus balanços.

SEGMENTO DE MÉDIA-ALTA RENDA X BAIXA RENDA

Os segmentos de média-alta renda e o de baixa renda possuem algumas características fundamentais que diferenciam seus modelos de negócios. Abaixo listamos 3 aspectos que tornam a dinâmica de cada um dos segmentos bem distinta:

I. Taxa de financiamento

No segmento de média-alta renda, o financiamento das moradias na planta tem prazo de crédito longo (perto de 30 anos) e, no Brasil parcela relevante desse crédito tem como *funding* recursos da Caderneta de Poupança (SBPE) que tem crédito direcionado de, no mínimo, 65% dos recursos captados em poupança. O rendimento da poupança é de 6,17% +TR (para Selic acima de 8,5%) ou 70% da Selic (para Selic abaixo de 8,5%) e, como a variação da TR é muito baixa, na prática há uma correlação com a taxa Selic na taxa de financiamento imobiliário, mas ela não é perfeita e quando ela sobe muito, tradicionalmente o financiamento imobiliário fica abaixo da taxa de juros da economia, como fica evidente no gráfico da imagem 2.

Na baixa renda dentro do Programa Casa Verde Amarela (e seu predecessor Minha Casa Minha Vida), por outro lado, a correlação com a SELIC é virtualmente nula. Como os recursos vêm do FGTS, cuja remuneração é fixa em TR +3%, não há correlação com a variação da SELIC, como também fica evidente na imagem 2.

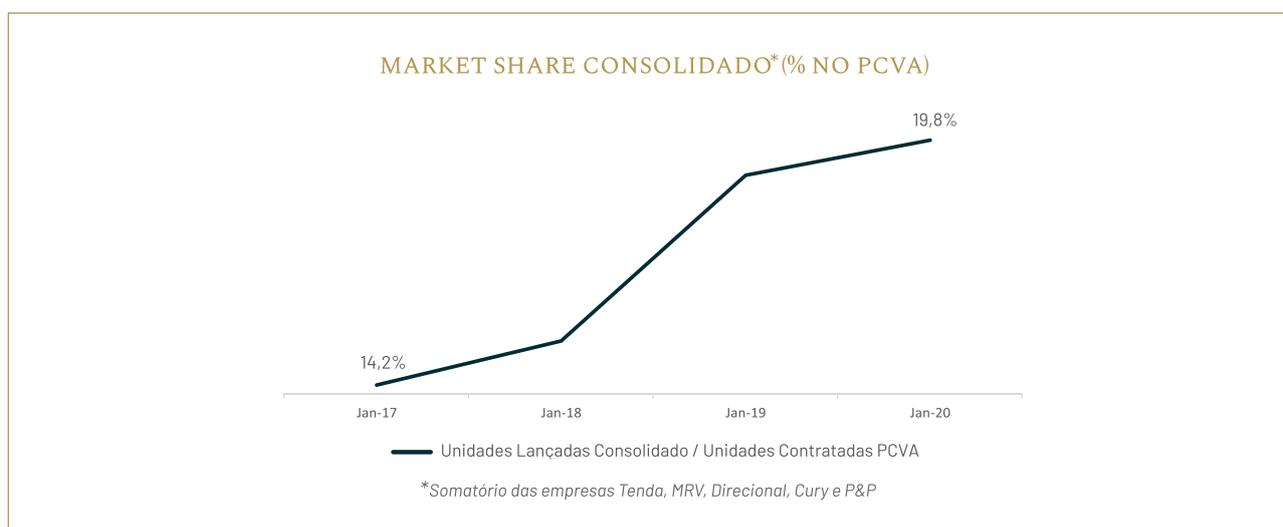
II. Escala operacional

Outra característica da incorporação para média-alta renda é que a vantagem de escala é menor. Anedoticamente, observamos até o efeito contrário: as empresas que no passado se aventuraram a desbravar outras geografias fora do seu círculo de competência tiveram queda de rentabilidade e custos de construção incrementalmente mais elevados. A elaboração dos projetos é mais artesanal, feita caso a caso considerando a melhor combinação

de tipologias dada a demanda da região e basicamente todas as companhias têm a sua disposição os mesmos escritórios de arquitetura, serviços de fundação, serviços de fachadas e outros serviços de construção e acabamento. A disciplina na alocação de capital, desenho/formatatação adequada dos projetos, controle da construção e da força de vendas que diferencia um projeto do outro pode trazer retornos muito distintos, determinando o sucesso ou fracasso de um projeto. Como o ciclo é longo (cerca de 6 anos desde a compra do terreno e concepção do projeto até o repasse do último cliente) e há muitas fases até o repasse final do cliente para o banco e o encaixe dos recursos, a eficiência em cada etapa é o que garante que no final da linha um determinado projeto seja rentável. E nesse segmento, erros e deslizes em qualquer ponto do processo podem custar muito caro. Basta ver os prejuízos milionários de diversas companhias listadas em bolsa no ciclo de 2009-2014 quando se aventuraram por regiões fora do seu ciclo de competência e onde não possuíam controle adequado dos processos. Nesse sentido, como os projetos que fracassam podem ser muito custosos (com passivos relevantes durante anos), os projetos bem executados, por outro lado, eventualmente são bastante rentáveis. Essa dispersão de retornos tão grande torna a execução completamente essencial. Aqui, o segredo é errar o mínimo possível e a execução primorosa de cada etapa da compra do terreno até o repasse final do último cliente é que garante o retorno diferenciado do projeto.

Já no segmento de baixa renda, como o modelo de construção é mais industrializado, com menos tipologias de apartamento, a escala faz bastante diferença. Fica claro, na imagem abaixo, o ganho consistente de market share dentro do programa dos maiores e mais organizados *players*. Esse ganho foi ainda maior no ano de 2021 quando a inflação e disponibilidade de insumos afetou desproporcionalmente as empresas menores e menos estruturadas. Estas tiveram dificuldade de garantir o suprimento adequado de insumos no pós-pandemia e também na venda/assistência comercial digital que virou uma tendência pós *lockdown*.

Imagem 13: Market Share Consolidado

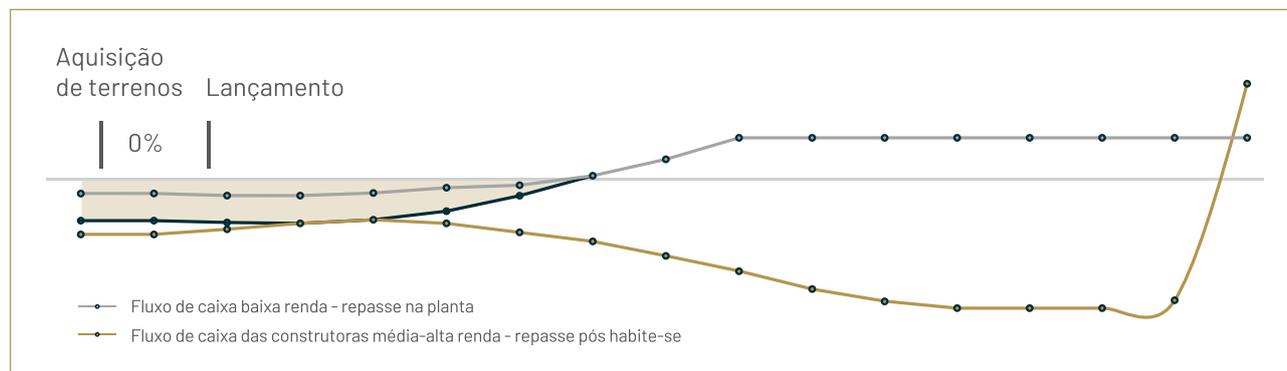


Fonte: Companhias abertas listadas na B3 e FGTS
Elaboração: Athena Capital

III. Ciclo de caixa

Outra diferença do segmento de baixa renda em relação a alta renda é que o ciclo de caixa no primeiro segmento é muito mais curto. Como as empresas repassam o empreendimento ao longo da obra para a Caixa Econômica Federal, ela recebe os recursos de tempos em tempos à medida em que a CEF mede a evolução de obra, não precisando esperar a conclusão da obra para repassar o cliente ao banco como no segmento de média-alta renda.

Imagem 14: Análise Ilustrativa da diferença do fluxo de caixa entre baixa e alta renda



Fonte: Cury
Elaboração: Athena Capital

Imagem 15: Resumo das principais diferenças entre segmentos

SUMÁRIO COMPARATIVO DOS SEGMENTOS

	MÉDIA-ALTA RENDA	BAIXA RENDA
Financiamento	Correlacionado com Selic	Descorrelacionado
Escala	Sem economia de escala	Tem economia de escala
Ciclo de Caixa	Ciclo longo	Ciclo curto
Repasse	Repasse pós habite-se	Repasse ao longo da obra

Elaboração: Athena Capital

IV. Como os dois segmentos tendem a sofrer com a conjuntura atual?

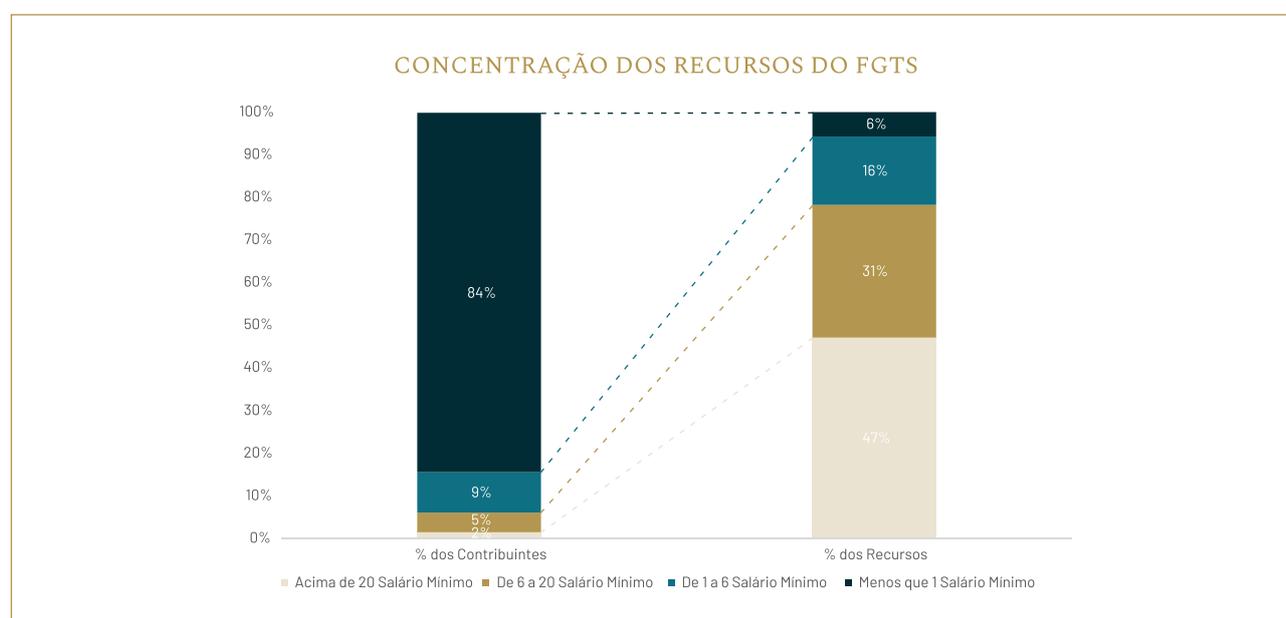
Estamos mais otimistas com as perspectivas para o segmento de baixa renda nos próximos anos. Como não há aumento da taxa de financiamento imobiliário, o programa segue competitivo vis a vis a opção de aluguel para público de baixa renda. Na crise de 2015-2017, o setor já se provou altamente resiliente com demanda muito firme mesmo com recessão econômica e aumento forte do desemprego. Entretanto, um ponto de incerteza que existia na época e que temos mais conforto hoje é a sustentabilidade do Programa. Ele já passou por Governos de esquerda e de direita e sobreviveu a despeito de críticas do atual Ministro da Economia, no início de 2019, ao recolhimento compulsório do FGTS. É evidente o aspecto progressivo do Programa já que usa o estoque de FGTS de indivíduos de classe mais alta para subsidiar habitação popular àqueles que não poderiam comprar seus imóveis próprios de outra forma (imagem 17). Vale ainda ressaltar que o Programa cumpre um papel importante para endereçar o déficit habitacional do Brasil, que segundo projeções da Fundação José Pinheiro, estava em quase 6 MM de moradias em 2019 (imagem abaixo). Com a alteração dos parâmetros do Programa ao longo do Governo Temer, o CVA nos parece, no tamanho atual, bem sustentado dentro do orçamento do corrente do FGTS. Vale sempre ficar no radar para que tentações de outros usos desses recursos não descapitalizem o fundo como a permissão de saque de cerca de R\$ 44 bi de contas inativas em 2017 pelo Governo Temer para ajudar a fomentar a economia. Nesse contexto, o Conselho Consultivo do Fundo é um ator importante para concentrar o direcionamento de recursos do Fundo para seus mandatos originais (habitação popular e infraestrutura).

Imagem 16: Déficit habitacional brasileiro

	COMPOSIÇÃO DO DEFICIT HABITACIONAL BRASILEIRO							
	2016		2017		2018		2019	
Habitação Precária	1.296.754	22,9%	1.490.695	25,0%	1.423.686	24,3%	1.482.585	25,2%
Coabitação	1.546.103	27,3%	1.527.259	25,6%	1.400.701	23,9%	1.358.374	23,1%
Ônus excessivo de aluguel urbano	2.814.391	49,7%	2.952.708	49,5%	3.045.653	51,9%	3.035.739	51,7%
Deficit total	5.657.248	100,0%	5.970.662	100,0%	5.870.040	100,0%	5.876.698	100,0%

Fonte: FGTS
 Elaboração Athena Capital

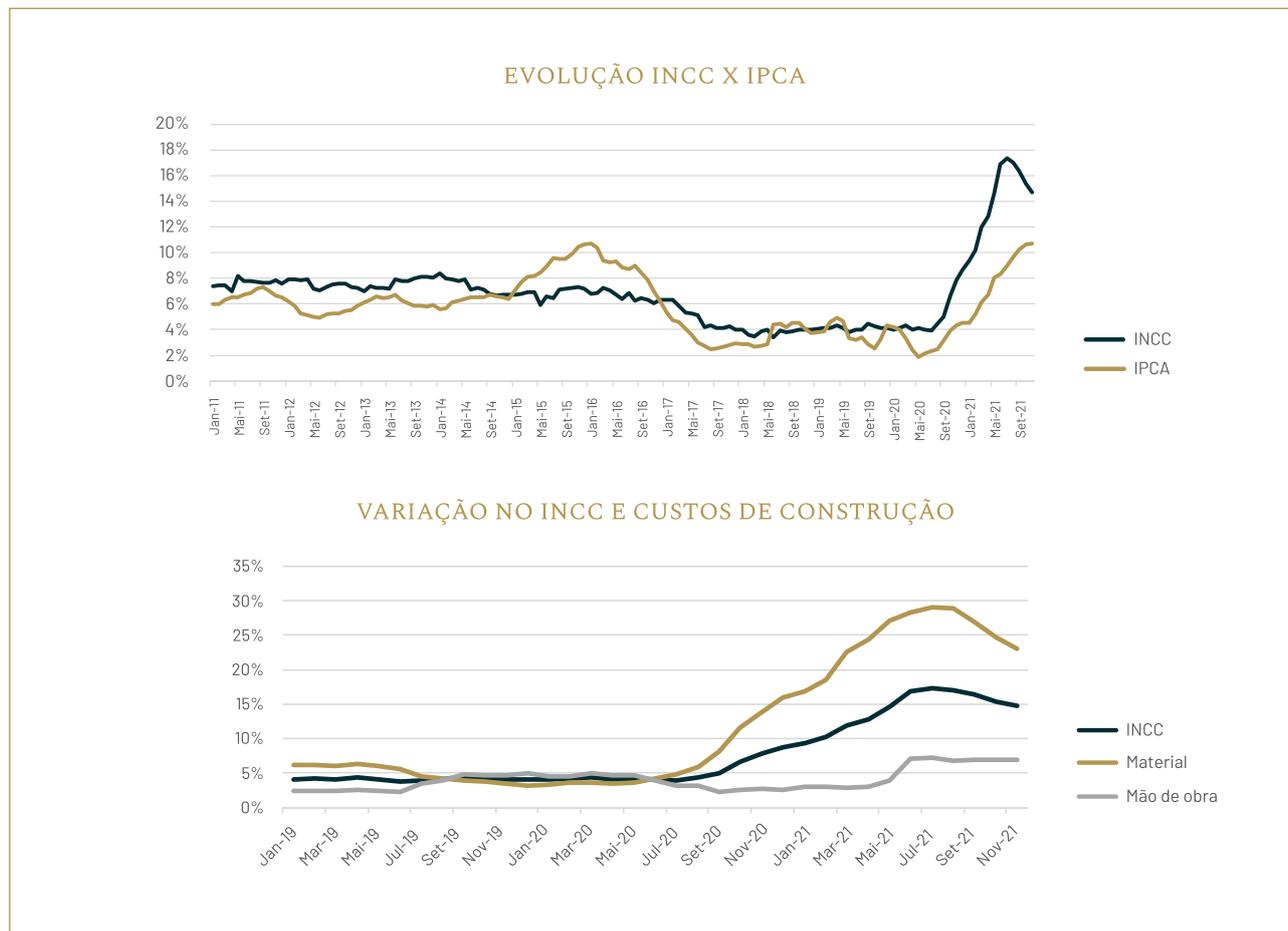
Imagem 17: Concentração dos recursos do FGTS e distribuição por renda



Fonte: FGTS
 Elaboração Athena Capital

Apesar de mais blindado à alta de juros da economia, o segmento de baixa renda, por outro lado, foi mais impactado pela recente pressão de preço dos insumos da construção. No ambiente pós-pandemia por um lado houve grande restrição na cadeia produtiva global e, por outro, incremento súbito na demanda de bens em todo mundo, em especial no segmento ligado à construção e reformas. Isso tudo, aliada à forte apreciação na cadeia de commodities global, impactou de maneira muito relevante o preço da maioria dos materiais de construção civil e, em certos momentos, afetou de maneira relevante sua disponibilidade. Entretanto, passados mais de 18 meses do ponto mais crítico da pandemia, acreditamos que o movimento de aumento de preço dos materiais de construção está mais próximo do seu fim, com várias commodities como aço, alumínio e petroquímicos negociando muito acima do seu nível histórico e daquele que a maioria dos especialistas considera como patamar mais recorrente. Ainda que, em 2022, seja provável que o dissídio do segmento da construção seja elevado (vindo a reboque de um IPCA em 2021 de quase 2 dígitos), esperamos um ano de inflação da construção ao redor de 5-6%, dado que é provável certa estabilidade na parte de materiais amortecendo a alta do componente de mão de obra do índice (INCC).

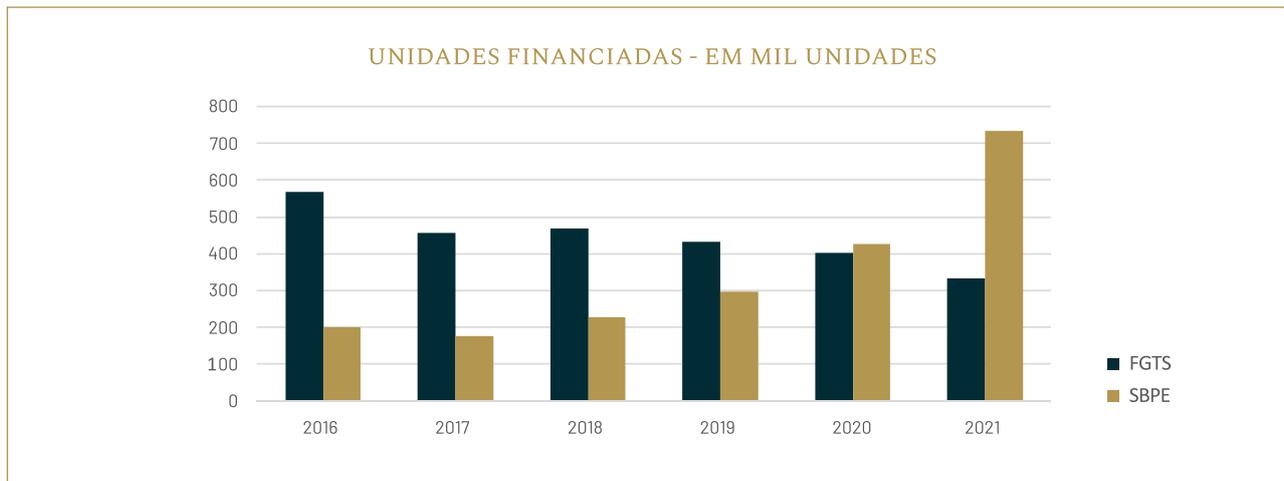
Imagem 18 e 19: Comparação entre índices de inflação e, ao lado, componentes individuais do INCC



Fonte: IBGE e FGV
Elaboração Athena Capital

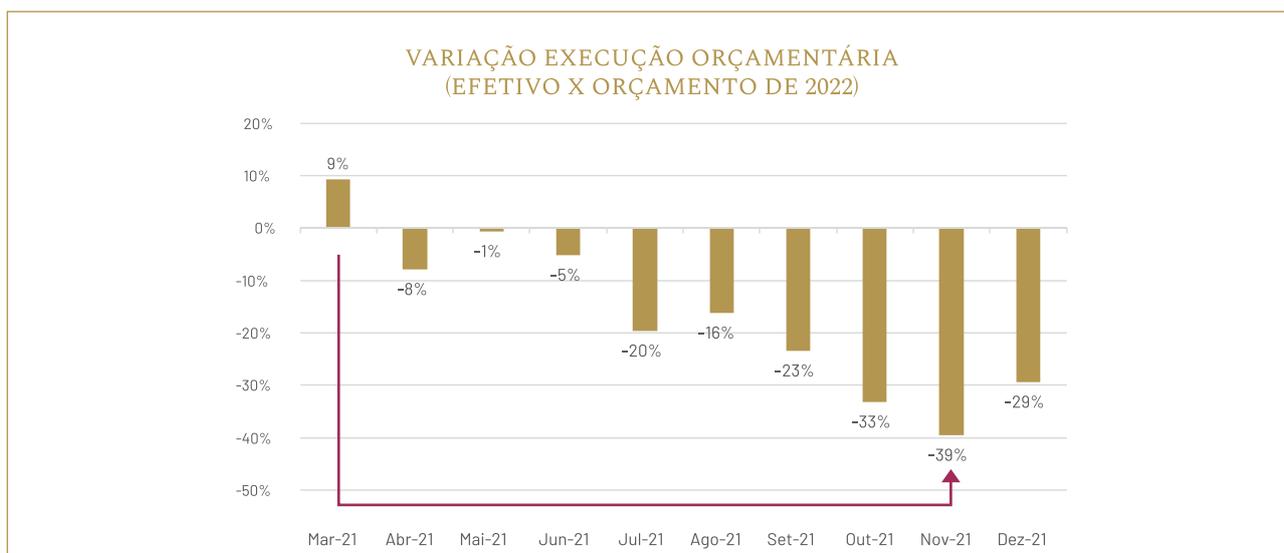
Nesse ambiente de inflação de insumos as incorporadoras estão tentando repassar no preço de venda essa pressão nos custos. Como há preço máximo dentro do Programa, várias se veem obrigadas a lançar fora dele. Esse impacto, como já comentamos, é desproporcionalmente maior para as incorporadoras menores e menos organizadas que sentem mais pressão de materiais e eventualmente indisponibilidade. **Como consequência observamos claramente que cada vez mais sobram recursos no FGTS (imagem 20).** Acreditamos ser bastante provável, ainda mais em um ano eleitoral, que os parâmetros venham a ser alterados de forma a tornar a construção popular mais atrativa para as empresas. O Governo tem todo incentivo de fomentar novamente esse Programa Social que é tão bem-sucedido, já que há orçamento sobrando no Fundo e seu uso em nada impacta o fiscal da União ainda ajuda a estimular um setor relevante para a economia como o segmento de construção, com efeito multiplicador para várias outras cadeias.

Imagem 20: Quantidade de unidades financiadas de acordo com o funding



Fonte: Câmara Brasileira da Indústria da Construção
Elaboração Athena Capital

Imagem 21: Execução orçamentária mês a mês sobrando mais com incorporadoras saindo (sobretudo das faixas 1,5 e 2).



Fonte: FGTS
Elaboração Athena Capital

Mas, mesmo nos parâmetros atuais a demanda do Programa CVA ainda é ampla e deve melhorar um pouco o *affordability* das famílias no segmento. Isso porque já no início de 2022 passa a valer o novo salário mínimo com reajuste de 10% o que devolve às famílias uma parte da capacidade de consumo e investimento que foi corroída pela inflação. Tipicamente o público-alvo do CVA mora de aluguel e dado os parâmetros do programa, a alternativa da casa própria segue um sonho factível e competitivo vis a vis o aluguel. **A demanda tem se mostrado resiliente, com o desafio sendo viabilizar a construção de imóveis dentro dos parâmetros do CVA de forma lucrativa.** Daí a importância de estar em players efetivamente competitivos, que, apesar de terem margens de curto prazo impactadas pela surpresa da inflação de insumos que afeta a margem corrente de maneira bem relevante (lembrando que a contabilidade de POC obriga a companhia a reconhecer a correção de orçamento de obra imediatamente, realizando todo o ajuste nas margens no próprio trimestre, fazendo com que neste momento às margens venham abaixo do patamar normalizado).

Por outro lado, nas novas vendas à medida que as empresas ajustam seus preços e eventualmente o Governo realinha certos parâmetros do Programa, ele volta a ser bem lucrativo para aqueles que operam de forma diferenciada e são os *lowest cost providers* da indústria. Aqui vale o destaque de que o Governo bem recentemente já alterou o preço teto do Programa no Faixa 3 e reduziu seus juros em 0,5% para fomentar o segmento e torná-lo novamente atrativo depois da pressão de custos da indústria. Falta ainda a alteração nos termos do Grupo 2 com eventual aumento de subsídios no segmento, o que achamos altamente provável que ocorra neste ano de 2022, por ser ano eleitoral e porque como houve saída de vários players, há recursos ociosos no orçamento do FGTS para esse fim.

COMO INVESTIMOS NO SETOR?

Um aspecto que achamos essencial no setor dada a quase inexistência de barreiras de entrada é estar junto com os melhores times de gestão, com capacidade de execução comprovada. Dada a maior resiliência já descrita da baixa renda, temos uma posição maior nesse segmento (via Tenda e Cury) e pouco menor em média-alta (via Cyrela).

A Cyrela e a Cury são empresas familiares, com senso de dono e histórico longo de muita geração de valor e gestão diferenciada. A Tenda, pelo contrário é uma *Corporation* e teve um passado muito turbulento nas gestões antigas. Mas, desde que o novo time assumiu em 2012, há também um senso de *ownership* importante. O CEO da companhia tem aproximadamente 8% do capital da empresa, ao contabilizarmos *stock options*, e é uma pessoa importante para pensar o longo prazo dela. A nova gestão, que possui uma estratégia de geração de valor de mais longo prazo, buscando viabilizar uma nova tecnologia construtiva, o pré-moldado de madeira que já teve grande aderência em outros países e que a companhia se mostra pioneira em tentar desenvolver no Brasil. Na companhia, merece destaque a composição acionária com acionistas de referência como a Polo Capital e o Pátria que ajudam a implementar uma política de longo prazo na *Corporation* seguindo o exemplo bem-sucedido da Equatorial no setor de energia elétrica.

Abaixo descrevemos brevemente a tese de investimento em cada uma de nossas investidas:

Cyrela

A Cyrela é nosso único investimento no segmento de média-alta renda. A empresa é quase que consensualmente reconhecida como referência no setor. Mas um aspecto que gostamos na empresa é sua capacidade de criar novas frentes de geração de valor ao longo do tempo. No passado mais distante a companhia gerou valor nos investimentos em propriedades não residenciais (escritórios e shoppings) que culminou no *spin-off* dessas operações e formação da CCP-Cyrela Comercial Properties (Empresa listada que foi rebatizada como Syn). Mais recentemente a empresa gerou valor com *IPOs* das subsidiárias que desenvolveu como investimento: Cury, Lavvi e Plano & Plano. Hoje a empresa ainda tem internamente uma *fintech*, a CashMe, que iniciou suas atividades desenvolvendo o promissor segmento de *home equity* e que vem investindo para aumentar sua carteira de forma mais escalável e digital tendo o benefício de se aproveitar da expertise de precificação de ativos imobiliários da Cyrela. Aqui vale destacar que uma companhia com posicionamento similar, a Credits foi capitalizada por *Venture Capitalists* no final do ano passado avaliando a companhia ao equivalente a R\$ 10 bilhões. Entendemos que a Credits esteja mais adiantada em sua plataforma digital e com uma carteira já mais diversificada em novos ramos. De qualquer forma, chama atenção o *valuation* da companhia, que possui uma carteira um pouco menor que o dobro da CashMe enquanto a Cyrela como um todo negocia abaixo de 5,5 bilhões de valor de mercado, uma fração do *valuation* da transação da Credits.

A Cyrela ainda tem uma estrutura de atuação no setor imobiliário de forma diversificada. Opera de forma muito eficiente no Rio, São Paulo e Porto Alegre. Em todas essas regiões a companhia é o player mais relevante e, portanto, tem acesso amplo e diferenciado a todas as negociações de terrenos. A companhia ainda opera em vários segmentos nessas praças: Alta renda via marca Cyrela, média renda via marca Living e baixa renda dentro do Programa Casa Verde Amarelo via a marca Vivaz.

Valuation

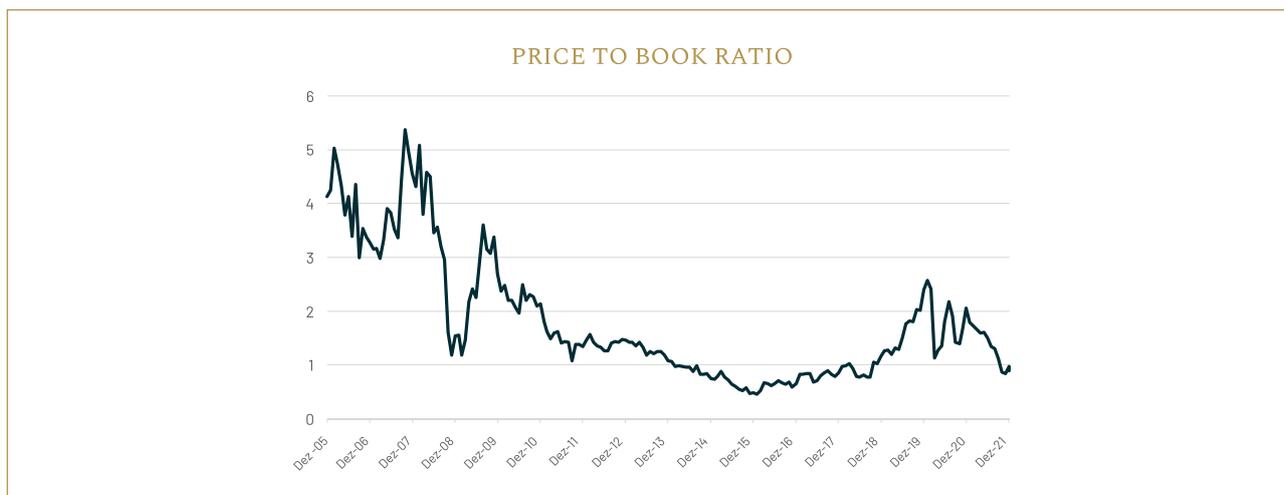
Companhia negocia a P/B descontado, principalmente ao expurgarmos o valor de mercado de suas *Joint Ventures* (que na média comandam prêmio de P/B) e expurgando um valor que não nos parece agressivo para CashMe.

Reconhecemos que mesmo esse *ratio* é acima do *low* de P/B da companhia na crise de 2015-2017 (imagem 23), mas que como já comentado na carta não concordamos com tal comparação. Vemos mesmo com desaceleração do mercado imobiliário nos próximos 2 anos, o ROE da companhia não deve ficar muito abaixo de seu custo de capital e negociando a um a P/B de 0,75x (expurgando as JVs) nos garante um *earnings yield* interessante mesmo em um *low* de ciclo associado a bons dividendos que a companhia tem condições de distribuir se efetivamente tiver que reduzir momentaneamente o tamanho de sua operação.

Imagem 22 e 23 – Valuation isolado de JVs da Cyrela, com preços do dia 07/01/2022, e P/B histórico da empresa

	1	2	3	4	5	1-2-3-4-5
	CYRELA	CURY	PLANO & PLANO	LAVVI	CASHME	CYRELA EX JVS
% Cyrela		31,0%	33,5%	25,8%	100,0%	
Preço	14,0	6,1	3,0	4,9		
Mkt Cap	5.367,7	1.777,5	620,9	1.040,9	800,0	3.540,4
Tangible book	5.612,3	608,7	322,6	1.240,9	280,0	4.715,3
P/TBV	0,96	2,92	1,92	0,84	2,86	0,75

Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Athena Capital

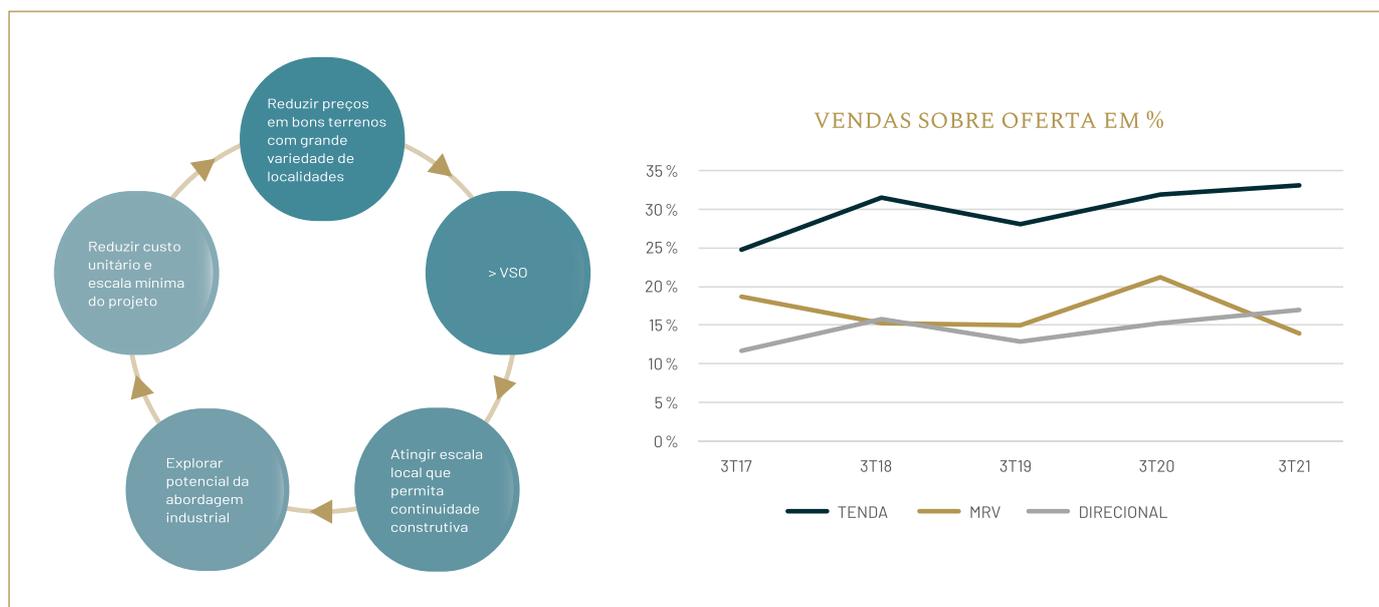


Fonte: Bloomberg
Elaboração: Athena Capital

Tenda

A Tenda possui um *approach* distinto no segmento de baixa renda. Usa abordagem industrial na construção civil, ajustando os processos de forma a ter a melhor estrutura de custo da indústria otimizando a plataforma de produção ao invés de projeto por projeto como operam as demais companhias do setor. A empresa foca em pouquíssimas tipologias, trabalhando apenas com formas de alumínio, e sequencia seus lançamentos de forma a terem as formas e sua mão de obra sempre saindo de uma obra para outra e na busca de melhoria contínua dos processos e da produtividade. Ao ter bons terrenos e custo de construção imbatível, a companhia, pode oferecer produtos com, o melhor preço do mercado em determinada localização, garantido velocidades de vendas diferenciadas que permitem que ela cresça cada vez mais e assim explore ao máximo os benefícios de escala de sua abordagem industrial o que alimenta o círculo virtuoso do processo (como descrito na imagem 24).

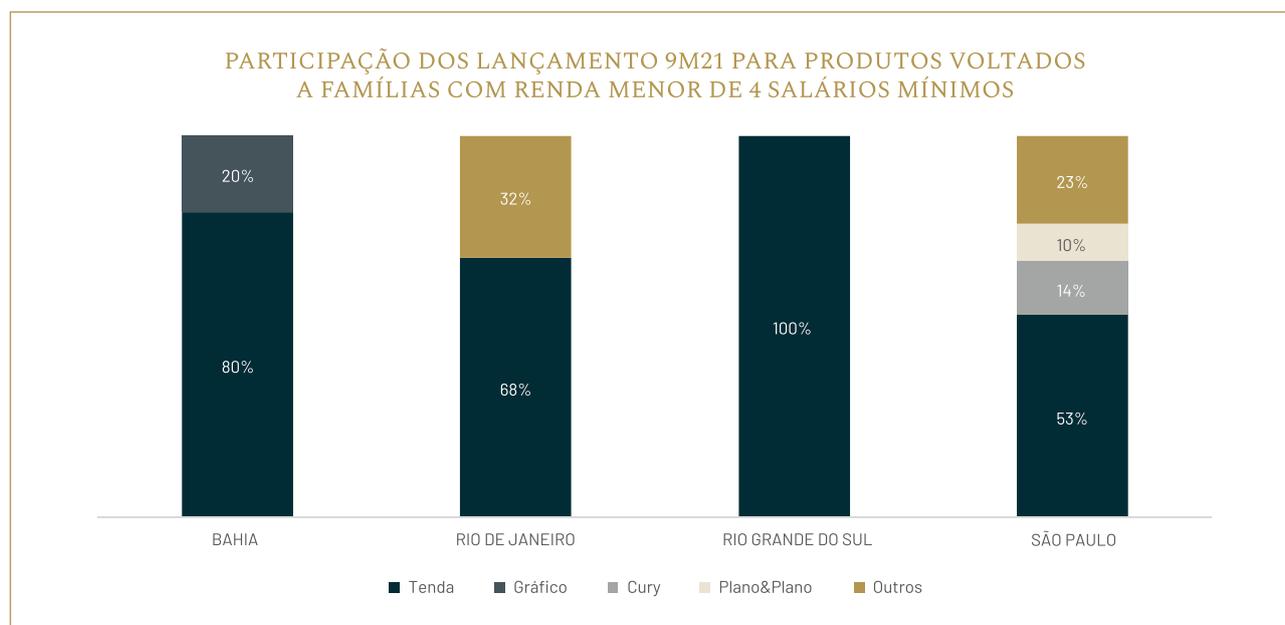
Imagem 24 e 25: Estratégia da Tenda e Vendas sobre Ofertas do Setor



Fonte: Companhias abertas listadas na B3
Elaboração: Athena Capital

Por operar quase exclusivamente nas faixas mais baixas do Programa CVA a empresa sofreu mais com a pressão de custo de construção. Mas, após vários players pequenos saírem do Programa, e mesmo os maiores deixarem essas faixas mais baixas para operar nas faixas superiores e até fora do CVA, a Tenda tem hoje um *market share* muito relevante para atendimento das famílias abaixo de 4 salários nas principais metrópoles do país (imagem 26). Recentemente vem tentando realinhar o preço de seus produtos dado que seus competidores já reposicionaram seus produtos nas faixas maiores do Programa saindo da faixa 2 que a Tenda ainda opera. Com preços mais elevados, a companhia tende a recuperar suas margens históricas nos trimestres vindouros ainda mais se for beneficiada pelo Governo revisando parâmetros dessa faixa e aumentando os subsídios para os clientes de renda mais baixa, dado que como já comentamos anteriormente sobram recursos do orçamento do FGTS para isso. A Tenda ainda possui uma carteira de pró soluto em que financia o cliente, mas sem ter a garantia do imóvel. Apesar de mais arriscada por natureza, acreditamos que a companhia provisiona adequadamente tal crédito. Além disso, a empresa vem se estruturando para, nos próximos meses, monetizar parte dessa carteira. A ideia é tornar essa venda de carteira de pro-soluto uma atividade recorrente e, dessa forma, o modelo de negócios vai ficando mais *asset light* o que tornaria a rentabilidade do negócio ainda mais elevada à frente.

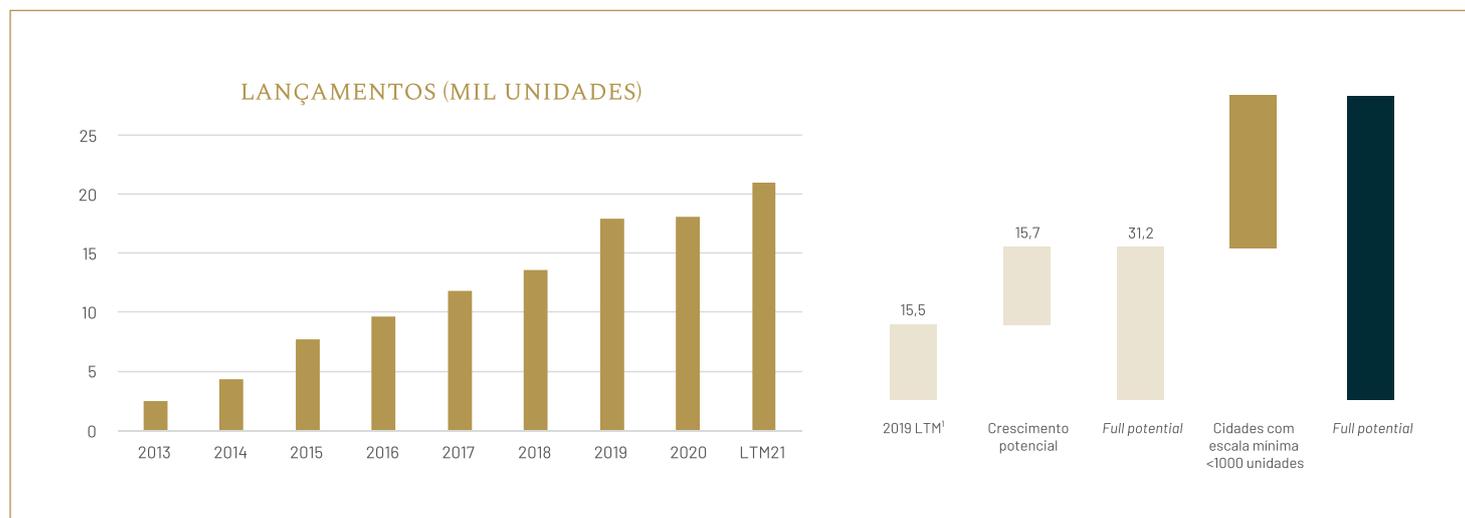
Imagem 26: Market Share em produtos destinados a Famílias até 4 salários mínimos



Fonte: Companhias abertas listadas na B3
Elaboração: Athena Capital

Além da oportunidade ainda existente de crescimento da atual operação da empresa e nos mercados que atua (empresa fala de atingir 31 mil unidades em relação ao patamar atual de 21 mil), a empresa vem desenvolvendo ainda um novo segmento usando uma metodologia ainda mais industrializada a partir do pré-moldado de madeira e para isso tem sua primeira fábrica já pronta. Ao entrar nesse segmento, através da sua nova subsidiária denominada Alea, a empresa espera manter a abordagem industrial operando no interior que, por possuir menos escala, não viabiliza o processo via forma de alumínio. Nesse segmento a empresa passa a poder incrementar seu tamanho em mais 30 mil unidades, podendo então triplicar seu tamanho atual nos próximos vários anos (Imagem 27).

Imagem 27 e 28: Lançamentos Tenda



Fonte: Companhias abertas listadas na B3
Elaboração: Athena Capital

Valuation

Vemos hoje a Tenda como uma empresa com *valuation* atrativo (P/L de 5x considerando que margem retome ao patamar normalizado após a pressão momentânea de custos de construção- provavelmente em 2023) e podendo crescer quase 15% ao ano por mais de uma década. Uma proposta de valor que julgamos bastante interessante.

Cury

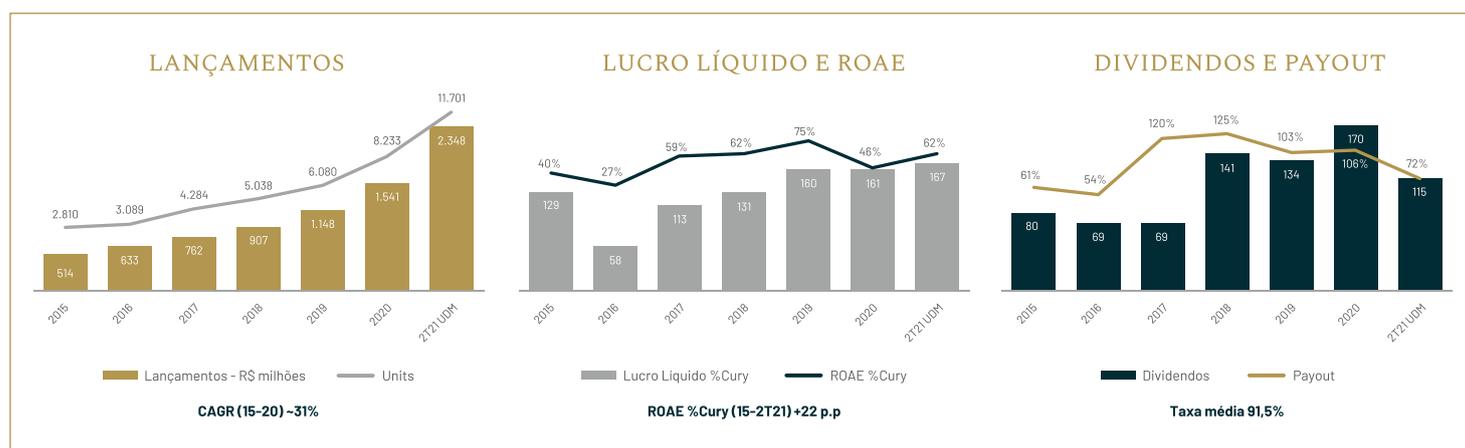
A Cury foi uma das companhias do mercado imobiliário que abriu capital em 2020, depois do primeiro *lockdown*. Mas diferentemente de alguns de seus pares que abriram o capital no mesmo momento, mas que tinham histórico bem curto de operação, acompanhamos a Cury e sua sólida execução há mais de 10 anos como uma *JV* com a Cyrela, período em que a companhia já interagiu frequentemente com os investidores.

O histórico de resultados e retornos da Cury é bastante fora da curva e, também surpreende pela flexibilidade e capacidade de adaptação aos diferentes cenários, mantendo consistentemente a maior rentabilidade do setor.

A Cury foi fundada em 1963, mas em 2007 iniciou uma *joint venture* com a Cyrela que lhe emprestava acesso a capital e em troca recebia participação de uma companhia com excelência operacional no segmento de renda mais baixa, que já naquele momento parecia muito promissor no país e com o qual a Cyrela possuía menos afinidade operacional. Com o lançamento do Programa MCMV a Cury acelerou seus lançamentos e foi uma das maiores operadoras do faixa 1, segmento em que não era preciso comercializar unidades já que era quase que integralmente subsidiado pelo Governo Federal que sorteava imóveis aos seus contemplados. Era mais um segmento de construção puro, em que a estrutura de custo de construção mais eficiente possível era necessária para viabilizar os projetos com rentabilidade. A companhia foi bem-sucedida no segmento, mas em 2015,

em decorrência do déficit fiscal crescente do país, o segmento foi praticamente descontinuado e a companhia, antevendo isso já se preparava para entrar com mais força nas faixas mais altas do Programa, onde o funding, por vir do FGTS, estava preservado. A companhia foi muito bem-sucedida nessa transição e, como fica evidente nos resultados abaixo, teve sua lucratividade pouco alterada, mantendo o ROE, geração de caixa e pagamento de dividendos em níveis impressionantes.

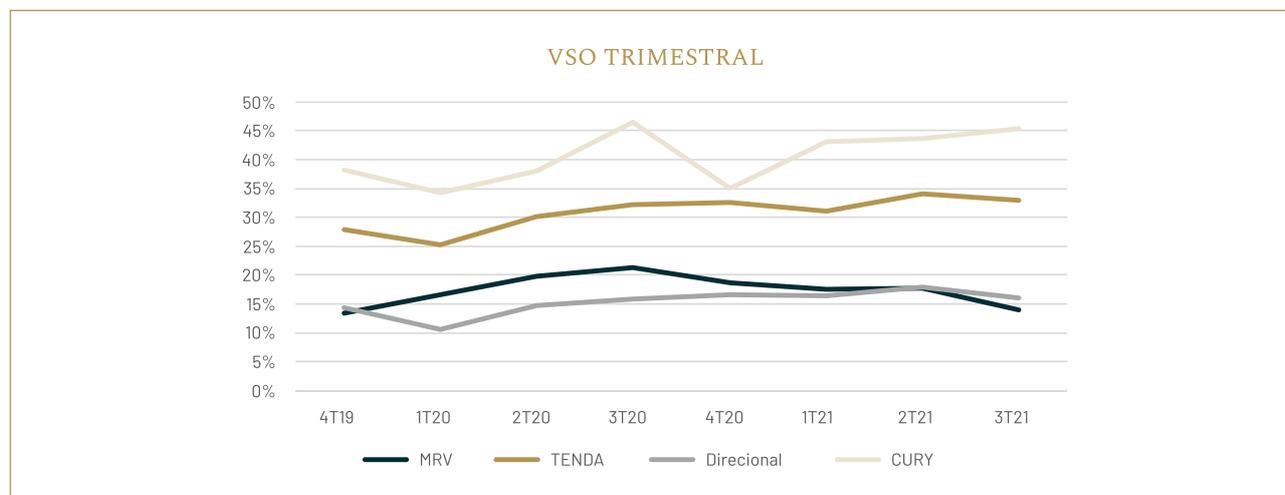
Imagem 28: Números Cury



Fonte: Companhias abertas listadas na B3
Elaboração: Athena Capital

Desde o pós pandemia, em que o setor todo foi muito afetado pela inflação de custos (a Cury operando no segmento de baixa renda tenderia a sofrer de maneira ainda mais intensa a exemplo da Tenda que detalhamos antes), mas a empresa tem se mostrado competente na capacidade de redesenhar seus projetos, diminuindo lançamento nas faixas mais baixas do Programa (Grupo 2, mais afetada pela pressão de insumos) e reaprovando-os nas faixas mais altas. A companhia inclusive lançou alguns projetos fora do CVA, aproveitando seu landbank com localização muito privilegiada para lançar produtos com ticket médio mais alto sem limitação de preço teto do programa, mas sem abrir mão do processo de repasse na planta e, portanto, sem comprometer o giro do ativo. Essa execução se deu de forma brilhante. Sua velocidade de vendas até acelerou e as margens da companhia ficaram estáveis mesmo com toda alta dos insumos.

Imagem 29: Histórico de Vendas Sobre Oferta



Fonte: Companhias abertas listadas na B3
Elaboração: Athena Capital

Para 2022 e anos seguintes, a companhia segue bem posicionada para continuar expandindo suas operações nas praças que atua: Grande São Paulo, Grande Rio e Grande Campinas. Estes são os principais centros metropolitanos no Brasil e com proximidade geográfica que permite mais controle e foco. A companhia segue com performance diferenciada de vendas praticamente sem utilizar crédito de pró soluto⁴ que posterga a entrada de caixa das empresas em um crédito com risco de inadimplência bem mais relevante (sem garantia do imóvel). Isso também evidencia a abordagem conservadora da companhia, que historicamente sempre trabalhou sub-alavancada.

Valuation

Vemos a companhia negociando a cerca de 5x P/L22, com forte geração de caixa e, utilizando o range de *payout* (70-80%) que companhia tem afirmado que vai trabalhar pós IPO, (*payout* histórico é até maior) ela teria um *dividend yield* de 14% em 2022.

⁴ Crédito Pró Soluta: Financiamento ao cliente pela construtora, inclusive no período do pós obra, sem a garantia do imóvel. Sendo assim, é um crédito bem mais arriscado.

CONCLUSÃO

A influência do passado sob a precificação de mercado não é restrita apenas ao lado racional dos investidores, mas também em aspectos mais subjetivos que fazem parte da memória coletiva do mercado. Assim como uma experiência negativa pode marcar como lembramos de uma pessoa ou lugar, acreditamos que o ciclo desastroso de 2015-2017 deixou um “trauma” no mercado que afeta a precificação dos ativos de incorporação imobiliária de forma relevante.

É da natureza humana comparar as situações presentes com algo que já vivenciamos em outros momentos, mas diversas vezes somos tentados a fazer comparações simplistas a um passado próximo que nos marcou sem nos atentar que as variáveis de contorno que se apresentam hoje são distintas a que existiam naquela época. Da mesma forma que nossos ancestrais instintivamente corriam quando ouviam algo que se assemelhava a rugidos de grandes animais que lhe remetiam a momentos de perigo, nós também somos tentados a “correr” nos primeiros indícios que possa se repetir algum evento desagradável do passado. Certas vezes, porém, soam apenas como alarmes falsos. No mundo dos investimentos, se os investidores agem dessa mesma forma instintiva e passional, oportunidades podem emergir caso o futuro se manifeste de forma não tão negativa quanto o passado próximo indicava. Para isso temos que nos manter vigilantes e analisando de forma diligente o cenário que nos cerca e, sendo o caso, seguir em frente porque eventualmente por trás de um forte e assustador rugido pode estar uma bela caça. Levando para o mundo dos investimentos por trás de um grande ruído eventualmente se descortina uma grande oportunidade de investimento.