

Carta do Gestor – 3T2018 – 4º Edição

Prezado Investidor,

O 3R RE FIA completou 2 anos no 3T18. Apesar da evolução no lado macro ter sido na direção esperada, a velocidade de melhora foi morna, o que impactou muito nos números contábeis das incorporadoras (como já comentamos em cartas anteriores). Mas analisando o que aconteceu até agora, e as perspectivas macro de médio e longo prazo após a eleição presidencial, estamos muito otimistas com o setor, e com a performance futura do 3R RE FIA.

Ao longo do trimestre tivemos muita volatilidade, mas o 3R RE FIA terminou o trimestre parecido com o final do 2T18, com performance acumulada no ano de -17,4%. A melhora do índice Bovespa, que terminou o trimestre com performance acumulada de +3,85%, não se refletiu nas ações do setor imobiliário (IMOB -19,7% no ano).

Passado o primeiro turno das eleições, e com o cenário mais claro a respeito do resultado do segundo turno, a mudança foi muito rápida. O fundo fechou Outubro com variação de +30% no mês e +7,4% no ano (+19,4% desde o início), comparado à -1% do IMOB no ano e +23,3% no mês de outubro.

Performance – 3R RE FIA x IBOV x IMOB x Selic (Base 100 – 02/01/2017)





Do lado das empresas, com os dados das prévias operacionais já publicados e o que percebemos conversando com as empresas do setor, de maneira geral o 3T18 foi razoável. O trimestre começou bem, mas as incertezas eleitorais influenciaram as vendas no final do trimestre.

Para algumas empresas a melhora nas vendas líquidas pode ser um pouco mais relevante, principalmente as empresas em que o volume de distratos ainda estavam muito altos nos trimestres anteriores. Os resultados contábeis podem ser um pouco melhores, assim como a geração de caixa. A mudança de direção deve ganhar velocidade ao longo dos próximos trimestres, e pode ser mais acentuada se confirmada melhora no ambiente macroeconômico, e na confiança do consumidor e de empresários (com aceleração no crescimento de lançamento, e de vendas).

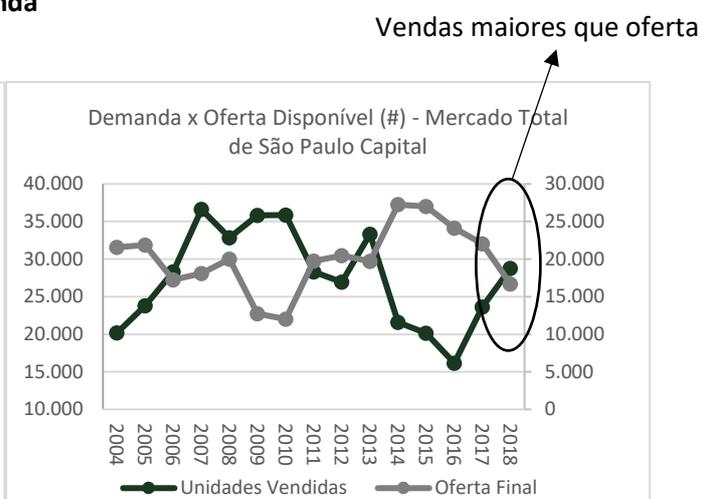
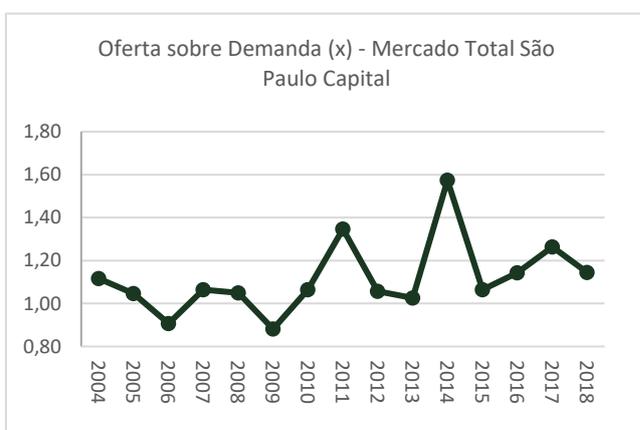
Já no aspecto de *valuation*, usando como métrica o *Net Asset Value (NAV)*, o 2T18 já marcou uma importante inflexão (que está em linha com nossas expectativas). Foi o primeiro trimestre desde o 4T14 em que verificamos uma “criação de valor” considerando o agregado das empresas que acompanhamos. E mesmo só considerando as empresas focadas em produtos de média e alta renda, a variação no trimestre foi positiva. Esperamos que esta inflexão se confirme nos próximos trimestres também.

Algo novo do lado operacional das empresas e do setor?

De maneira geral, as notícias ao longo do trimestre foram razoavelmente positivas para quem foca no médio/longo prazo. Dois pontos a destacar:

- i) estoque de produtos continua tendência de baixa, voltando aos níveis de 2010/2012;
- ii) poupança continua a captar recursos, e como consequência a disposição dos bancos para emprestar continua a crescer.

Oferta X Demanda



Fonte: Secovi-SP e 3R Investimentos.

Em termos de desempenho de vendas, especificamente, não foi um trimestre empolgante. O início do trimestre foi relativamente bom, mas com a proximidade das eleições o consumidor assumiu uma postura mais cautelosa, adiando a decisão de compra o que já era esperado.

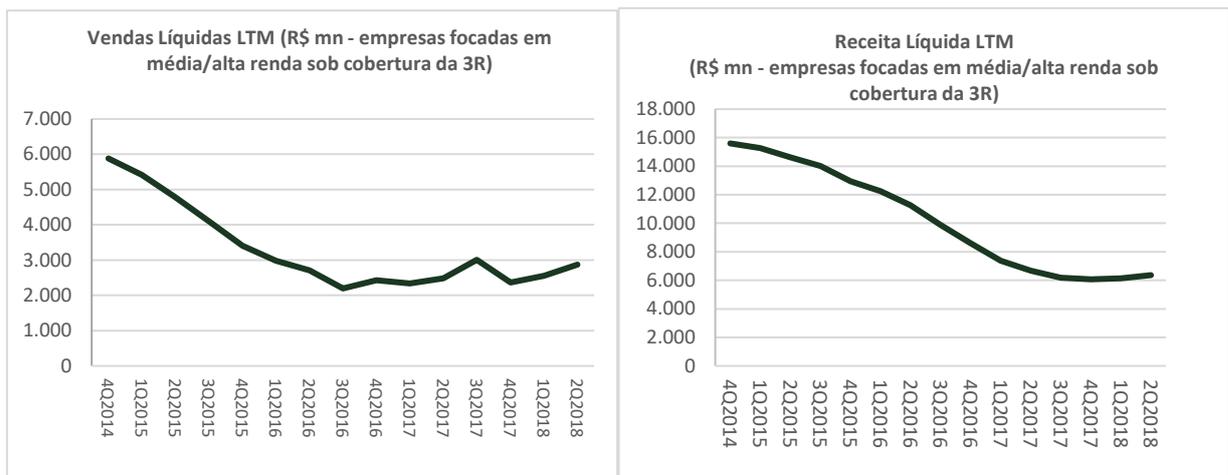
Por último, o projeto que regula os distratos continua parado no Congresso. Por um lado, a eleição sinalizou um perfil mais pró-negócios no Congresso como um todo, o tende a ser positivo para o setor. Mas alguns dos senadores e deputados mais envolvidos com o projeto e que até então estavam comprometidos com a votação do projeto de lei, não se reelegeram, o que poderia atrasar o processo de aprovação ou até não ser pautado no senado. Ainda temos pouca visibilidade sobre o provável sucesso ou não de aprovação, teremos que aguardar indícios mais claros do senado.

Drivers de criação de valor continuam caminhando na direção esperada

A queda dos distratos, crescimento de vendas brutas e líquidas continuam como tendência, variando de empresa para empresa de acordo com o mix de produtos sendo entregues (tanto por tipo de produto como por localização do mesmo) e pelo volume de entregas em sí.

Como consequência, já conseguimos ver uma virada na tendência de receitas contábeis, que cada vez mais deve seguir a virada já vista nas vendas líquidas das empresas.

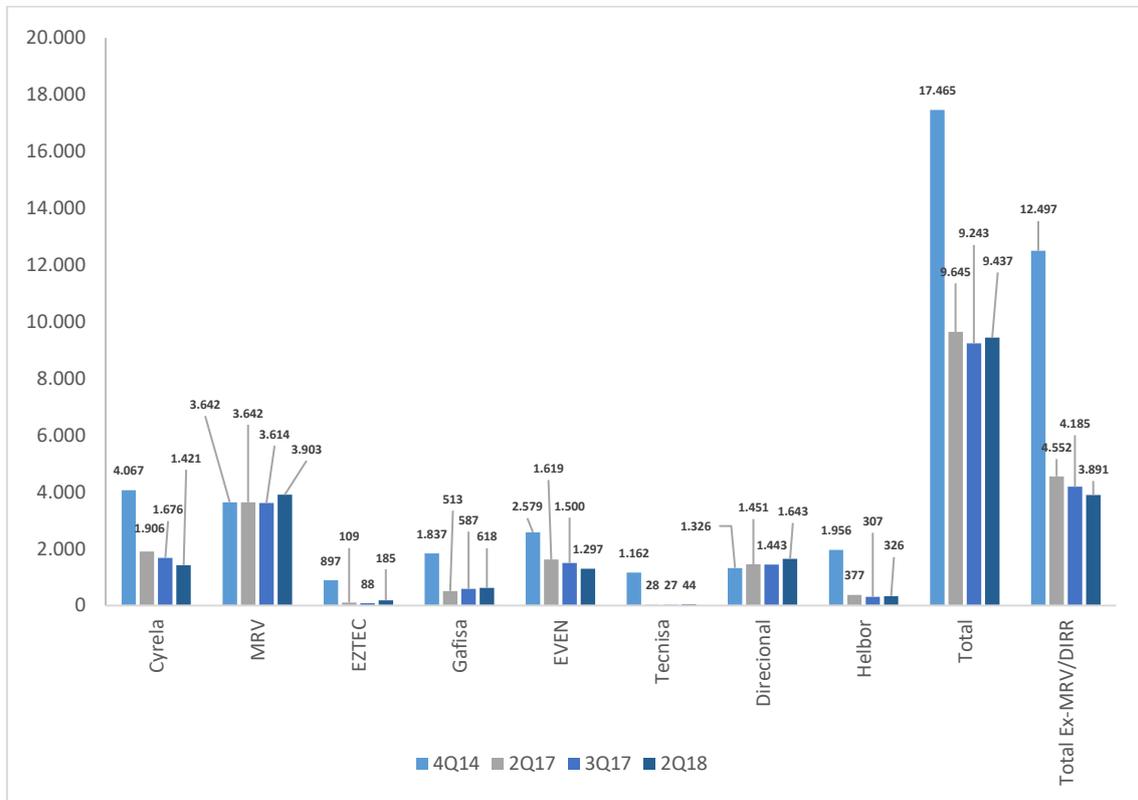
Vendas e Receitas devem convergir em sua tendência de recuperação



Fonte: Demonstrações Financeiras das empresas e 3RInvestimentos.

Os desembolsos de caixa seguem caindo, o que deve fazer com que as empresas consigam acabar de ajustar a estrutura de capital e/ou pagar dividendos.

Total de caixa a desembolsar com construção (unidades vendidas e a vender - R\$ mi)



Fonte: Demonstrações Financeiras das empresas e 3R Investimentos.

O próximo ciclo de crescimento, ao contrário dos dois anteriores, não deve ser tão intenso em consumo de capital (caixa), devido a:

- i) o *land bank* das empresas já está razoavelmente ajustado (dado a forte queda de lançamentos nos últimos anos, e ao tamanho muito menor das empresas hoje);
- ii) custo da estrutura administrativa estão muito ajustados, e não devemos ver um ciclo de crescimento disto (diversificação geográfica por exemplo) num primeiro momento desse novo ciclo;
- iii) ainda existe um bom volume de estoque de produto pronto (que é forte fonte de caixa quando vendido), e que com a melhora do ambiente deve ser vendido/reduzido ao longo do tempo.

Estoques Totais e % de Estoques Pronto em relação ao Total

2Q18	Cyrela	Gafisa	EVEN	Direcional	EZTEC	Helbor	Tecnisa	Total
Estoque Prontos (a valor de mercado)								
2008 (VGV R\$ mn)	na	90	4	0	4	17	19	134
2012 (VGV R\$ mn)	953	194	49	130	102	118	96	1.643
2013 (VGV R\$ mn)	971	279	141	154	150	135	127	1.957
2014 (VGV R\$ mn)	1.349	283	293	218	335	349	314	3.140
2016 (VGV R\$ mn)	2.402	593	674	355	754	914	878	6.569
3Q2017 (VGV R\$ mn)	2.656	507	797	473	896	1.250	803	7.382
2Q2018 (VGV R\$ mn)	3.102	500	893	628	950	1.619	964	8.656
Queda desde o pico	0%	-16%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Estoque Total (a Valor de mercado)								
2008 (VGV R\$ mn)	na	1.776	1.526	0	324	654	1.364	5.644
2012 (VGV R\$ mn)	6.626	1.984	2.062	800	926	1.275	2.026	15.698
2013 (VGV R\$ mn)	6.704	2.100	2.439	725	1.153	2.079	2.240	17.440
2014 (VGV R\$ mn)	7.331	2.295	2.996	846	1.338	2.427	1.976	19.208
2016 (VGV R\$ mn)	6.537	1.760	2.318	1.460	1.368	2.471	1.446	17.359
3Q2017 (VGV R\$ mn)	6.212	1.581	2.325	1.439	1.260	2.383	1.154	16.353
2Q2018 (VGV R\$ mn)	5.789	1.396	2.139	1.742	1.320	2.677	1.228	16.290
Queda desde o pico	-21%	-39%	-8%	19%	-3%	0%	-45%	-15%

Fonte: Demonstrações Financeiras das empresas e 3R Investimentos.

A melhora no ambiente macro e na confiança do consumidor num cenário pós-eleitoral deve ajudar, dando velocidade à virada operacional e contábil das empresas do setor (acelerando volume de lançamentos e melhorando velocidade de vendas).

Ajustamos o portfólio novamente para buscar maximizar os resultados e capturar um novo momento que deve se iniciar

Nunca abordamos muito em nossas cartas a questão de como fazer o *valuation* das construtoras/incorporadoras. Nos 12 anos que acompanhamos o setor, já vimos muitas maneiras diferentes de fazer uma projeção de valor justo, e nós mesmos já utilizamos métricas diferentes em momentos distintos.

Não acreditamos em desconto de fluxo de caixa, dada a grande incerteza na continuidade do volume de lançamentos e dificuldade de projetar o capital de giro a ser utilizado (que pode variar muito em função da estratégia da empresa para compra de terrenos, ao tamanho do ciclo total dos produtos e fluxo de pgto. oferecido ao cliente).

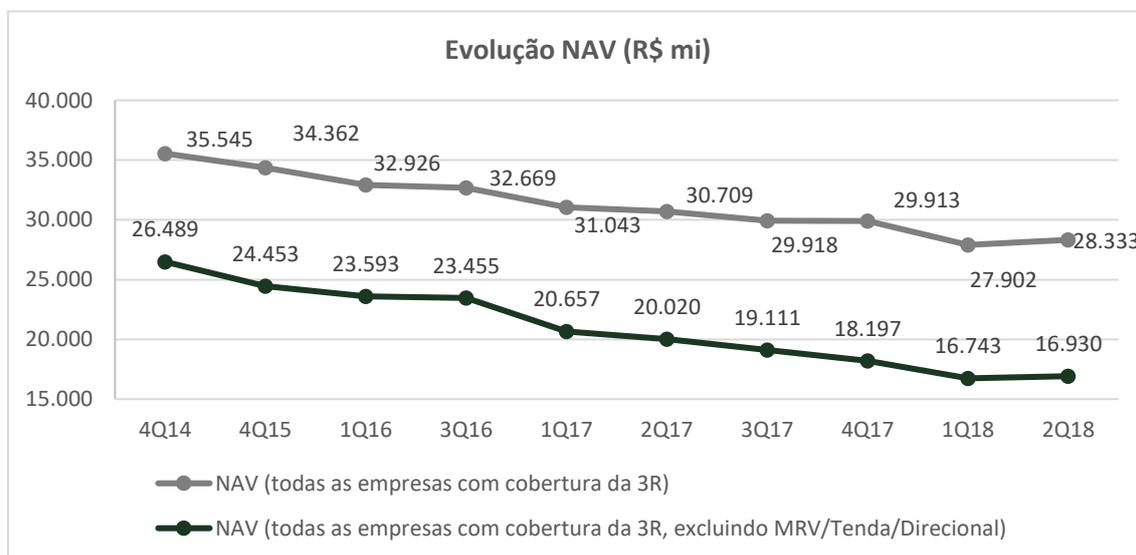
Indicadores de curto/médio prazo como lucro contábil também tem várias limitações que não nos agrada. O lucro contábil reflete o que foi feito a dois ou três anos atrás, e está muito descolado com a geração de caixa da empresa.

No final, o *Net Asset Value (NAV)*, uma conta relativamente simples, que reflete aproximadamente o valor líquido (deduzindo dívida financeira e provisões para contingências) dos ativos é o que preferimos. Também tem uma série de limitações que precisam ser bem monitoradas e de alguma maneira refletidas no momento de atribuir um valor justo à empresa.

As principais limitações são a “visão estática” a que se chega. Nos últimos dois anos, por exemplo, as empresas “destruíram” NAV quase todo trimestre, seja por re-precificação dos ativos (queda no valor dos estoques), seja pelos custos operacionais recorrentes (G&A) incorridos todos os trimestres, seja pelo aumento da dívida em função dos seus altos custos e tamanho desproporcional, dentre outros fatores.

Nós preferimos tentar acertar a tendência destas variáveis, de maneira a ter uma boa estimativa da tendência de criar ou destruir NAV, e a partir disto atribuir um valor justo para a empresa em função do NAV, que em cenários normais deveria ser de algum desconto em momentos piores e algum prêmio durante momentos de retomada (momentos “bons” em que se espera que a empresa “crie” NAV ao longo do tempo).

Evolução do NAV (R\$ mn - empresas focadas em média/alta renda sob cobertura da 3R)

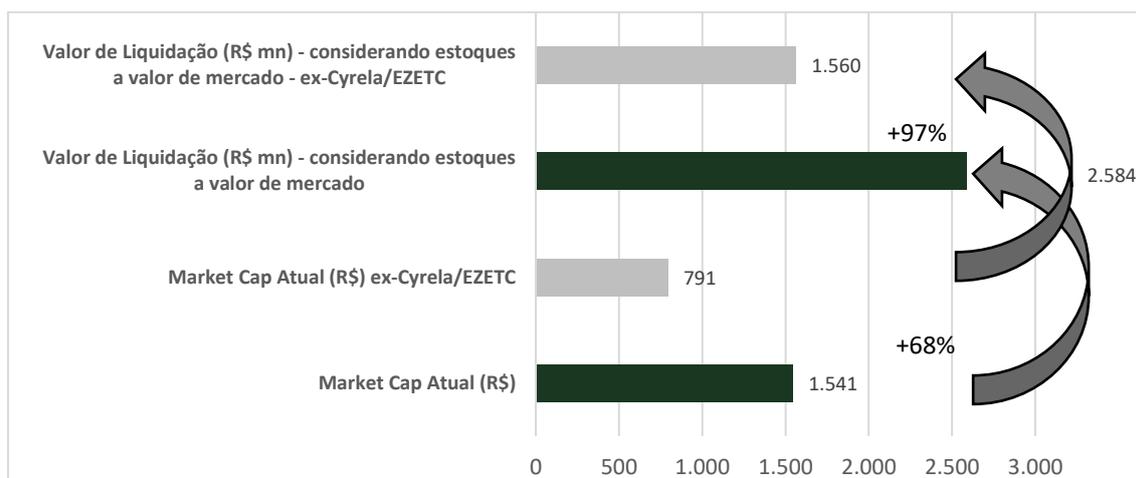


Fonte: Demonstrações Financeiras das empresas e 3R Investimentos.

Passado o primeiro turno das eleições e com um cenário que na nossa opinião parece mais claro e benigno, fizemos um razoável ajuste na alocação do fundo. Reduzimos o caixa para pouco menos de 5% e nossa exposição em empresas focadas na baixa renda, em favor das empresas focadas na média e alta renda que estão mais alavancadas, seja operacionalmente e/ou financeiramente.

A diferença entre o NAV atualizado, segundo nossos cálculos, e o valor de mercado das empresas de nosso portfólio, continua indicando um potencial de valorização ainda muito alto. Nosso portfólio, ponderado pelo peso de cada papel, está hoje à 0.55x do NAV de hoje. Continuamos a acreditar que ao final deste ciclo que se inicia para as empresas vamos entregar uma performance bem atraente para os cotistas.

Desconto para NAV



Fonte: Demonstrações Financeiras das empresas e 3R Investimentos.

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos