

Carta do Gestor – 4Q2017 – 2º Edição

Prezado Investidor,

O 3R RE FIA acabou o ano com performance de +32,3%, aprox. 5,5% acima do Ibovespa e em linha com os 31,9% do IMOBB. O ano foi marcado por uma melhora um pouco aquém da esperada no lado operacional das empresas e do setor como um todo, apesar da direção positiva continuar alinhada à nossa tese de investimento.

A delação dos donos da JBS em maio afetou o setor mais que o resto da economia na nossa opinião, já que se trata de um ativo de *duration* muito longo, e cuja decisão de compra do consumidor é mais sensível às suas perspectivas de longo prazo que ficaram um pouco mais incertas. Outra das consequências práticas foi uma postura mais cautelosa das empresas, que postergaram ou desaceleraram o processo de retomada de lançamentos de novos produtos.

Neste contexto, as demonstrações contábeis de resultados continuaram mostrando uma foto muito feia nas construtoras listadas em bolsa de maneira geral, inibindo o processo de antecipação da melhora esperada nos preços dos ativos listados em bolsa que vinham se desenhando.

O evento de maio também tornou mais complexa e congestionada a agenda de votações do congresso nacional, o que resultou no esquecimento do projeto que determinava novas condições para a relação consumidor e construtoras/desenvolvedoras, regulando melhor a questão dos distratos.

O que aconteceu desde o momento que apresentamos o produto em agosto de 2016?

Do lado macro a evolução foi mais positiva do que o que antecipávamos:

- I) Inflação consolidou-se (ao menos no curto/médio prazo) abaixo do antecipado, abrindo espaço para juros nominais e reais bem abaixo dos antecipados e que em algum momento vão se fletir na demanda por produtos imobiliários;
- II) Apesar do atraso, ainda acreditamos que em algum momento ao longo de 2018 será votado o projeto que regula os distratos;
- III) Confirmação de uma agenda microeconômica muito sólida e positiva, com amplo movimento para aumentar a presença do setor privado em detrimento do estatal. Tanto nos ministérios, quanto em agências regulatórias e empresas estatais, este movimento é claro;

Do lado micro, do setor de incorporadoras, tivemos:

- i) Vendas brutas melhorando trimestre a trimestre de maneira geral. Mas não é uma evolução linear quando se observa empresa por empresa, por que a cada trimestre podem existir eventos específicos influenciando o número final de vendas, como venda de projetos comerciais de tamanho significativo, ou o fator de ter lançamentos ou não no trimestre. Ajustando os números publicados por estes fatores o que podemos dizer é que as vendas de estoques ficaram estáveis ou melhoraram um pouco, as vendas de lançamentos foram muito bem, e normalmente nas empresas que fizeram lançamentos as vendas de estoques foram positivamente influenciadas pelos lançamentos;
- ii) As empresas que lançaram foram claramente as que mais evoluíram em termos de vendas e de deixar de destruir NAV, ou minimizaram esta tendência, ou voltaram a criar valor (NAV);
- iii) Distratos em termos nominais em tendência de queda, de maneira geral lenta. Mas aqui também existem diferenças claras entre as empresas, dependendo do volume de entregas e do perfil dos estoques. Esperamos para 2018 uma melhora mais acentuada.

Dito isto, o que mudou na nossa tese de investimento, e na maneira como acreditamos que o fundo deve estar alocado entre os diferentes players?

Na nossa tese de médio prazo, nada mudou. Por um lado, tivemos sim alguma destruição adicional de valor no curto prazo, dada a recuperação mais lenta. Mas nossos *valuations* já consideravam premissas suficientemente conservadoras. Por outro lado, apesar de pouco visível agora, acreditamos que o potencial de criação de valor das empresas pode ser ainda maior do que esperávamos, dado o macro melhor a longo prazo.

Continuamos trabalhando no cenário base de *valuation* para as empresas, que agrupamos em 4 diferentes clusters qualitativos/quantitativos. Mas continuamos achando possível migrar para o cenário mais *bullish* ao longo do tempo, primordialmente pós-eleições de 2018.

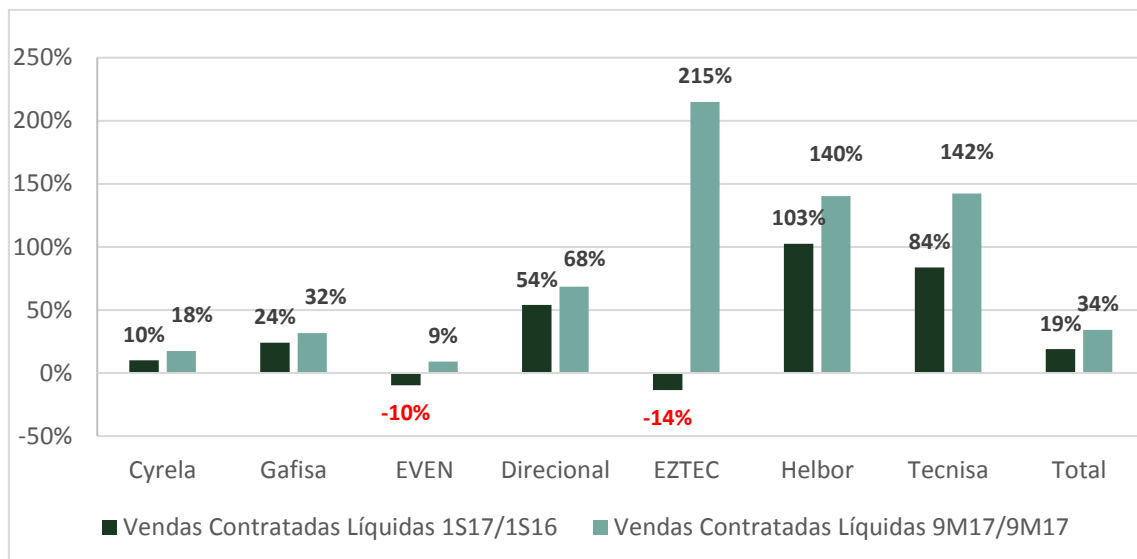
Do lado das empresas, o curto prazo foi um pouco diferente, mais difícil para as empresas de média-alta renda que eram nossas preferidas, e um pouco melhor para as de baixa renda. A longo prazo nada mudou, e continuamos preferindo as empresas focadas em média e alta renda. Entre as empresas com estas características, preferimos aquelas negociando com bom desconto para BV ou NAV, e com alguma alavancagem financeira (desde que não tenham risco de liquidez relevante) e com alavancagem operacional (aquelas que mais ajustaram seu G&A ao longo dos anos).

Dentro deste contexto, ajustamos o portfólio a este curto prazo um pouco diferente do que o que esperávamos. Reduzimos uma posição que era bem grande no início do fundo a um dos players de média/alta renda mais descontado em termos de NAV mas que tinha o curto prazo de números contábeis muito ruins. Aumentamos nossa exposição à baixa renda (hoje perto de 35% do portfólio). E montamos uma posição mais expressiva em GFS3 no começo do segundo semestre, que achávamos muito descontada e com um momento de números operacionais

muito bom. Esta posição foi muito ganhadora, mas zerada antes da conclusão do aumento de capital, dada a forte valorização (aprox. +70% em 3 meses).

A virada operacional das empresas já começou, mas deve acelerar em 2018 com uma retomada mais consistente dos lançamentos e queda dos distratos.

Evolução das Vendas Contratadas Líquidas



Fonte: Demonstrações Financeiras das empresas e 3R Investimentos.

Com já tínhamos mostrado na carta anterior, a queda nos distratos será consequência do menor volume de entregas no ano, reflexo da queda de lançamentos entre 2014 e 2015.

Evolução de Entregas e Lançamentos

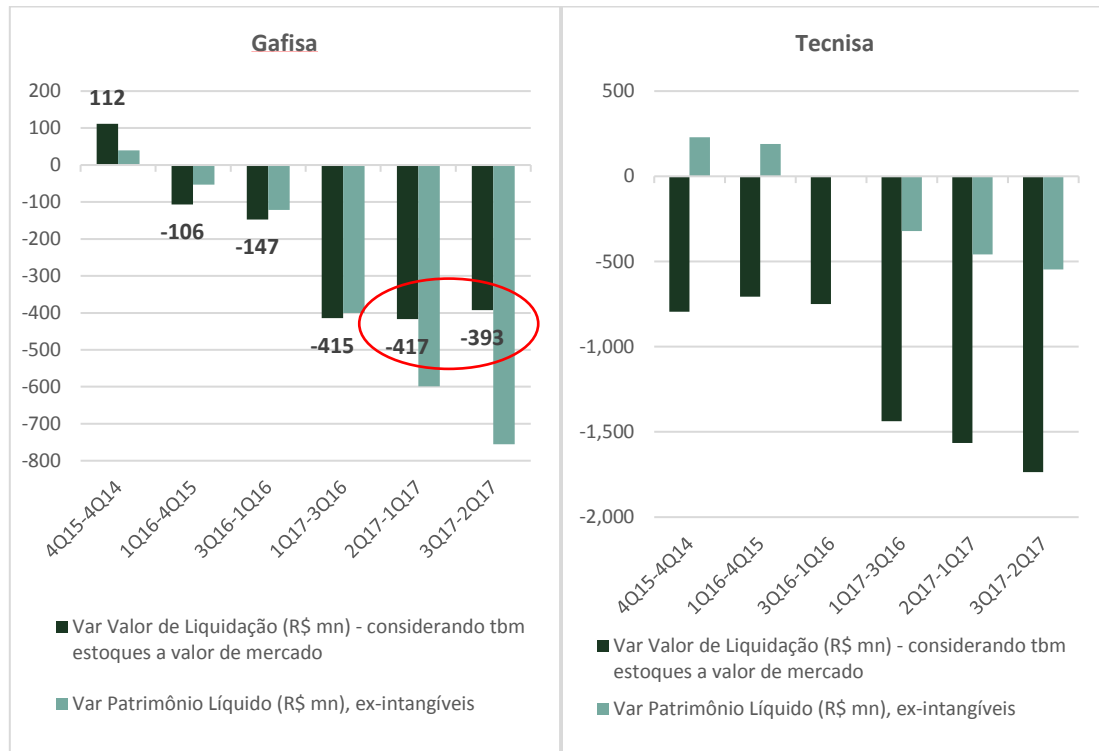
3Q17	Cyrela	Gafisa	EVEN	Direcional	EZTEC	Helbor	Tecnisa	Total	Var YoY
Entregas									
2012 (VGV R\$ mn)	5,836	2,298	2,270	828	362	857	852	13,303	
2013 (VGV R\$ mn)	5,783	1,329	2,186	839	1,007	1,445	1,394	13,983	5%
2014 (VGV R\$ mn)	6,799	1,648	2,758	887	1,180	1,628	1,989	16,888	21%
2015 (VGV R\$ mn)	6,807	2,375	2,377	383	1,087	1,564	1,850	16,442	-3%
2016 (VGV R\$ mn)	7,894	1,746	2,447	559	1,086	1,570	2,230	17,532	7%
2017YTD (VGV R\$ mn) - Anualizado	5,045	1,094	1,735	774	248	2,167	278	11,341	-31%
Lançamentos									
2012 (VGV R\$ mn)	5,597	1,609	2,801	698	1,184	1,835	1,199	14,922	
2013 (VGV R\$ mn)	6,646	1,023	2,931	586	1,915	1,972	2,522	17,595	18%
2014 (VGV R\$ mn)	4,853	1,088	2,225	493	1,068	1,263	814	11,804	-33%
2015 (VGV R\$ mn)	2,898	996	900	502	197	348	27	5,869	-50%
2016 (VGV R\$ mn)	2,937	921	1,316	832	205	281	404	6,897	18%
2017YTD (VGV R\$ mn) - Anualizado	2,379	618	987	674	91	517	0	5,266	-10%
Vendas Líquidas									
2012 (VGV R\$ mn)	6,006	1,600	2,029	620	876	1,536	1,408	14,075	
2013 (VGV R\$ mn)	7,175	961	2,440	697	1,607	1,428	2,424	16,733	19%
2014 (VGV R\$ mn)	5,684	811	1,726	468	881	1,013	829	11,413	-32%
2015 (VGV R\$ mn)	3,390	915	1,429	390	412	378	608	7,522	-34%
2016 (VGV R\$ mn)	2,766	811	1,026	494	76	261	385	5,819	-23%
2017YTD (VGV R\$ mn) - Anualizado	2,675	798	1,366	713	87	459	444	6,541	12%

Fonte: Demonstrações Financeiras das empresas e 3R Investimentos.

No começo de todo este processo de ajuste a destruição de NAV foi muito maior do que do patrimônio líquido, já que grande parte do ajuste se dava no valor dos estoques a valor de mercado. Mais recentemente, este ajuste passou a ser visto de maneira mais acentuada no valor

patrimonial contábil das empresas. Esta dicotomia é ainda mais perceptível em empresas que voltaram a lançar produtos, que reduziram a velocidade de destruição de valor, ou até voltaram a criar algum valor, mas continuam tendo ajustes contábeis (redução do patrimônio líquido contábil) significativos.

NAV x Patrimônio Líquido Contábil



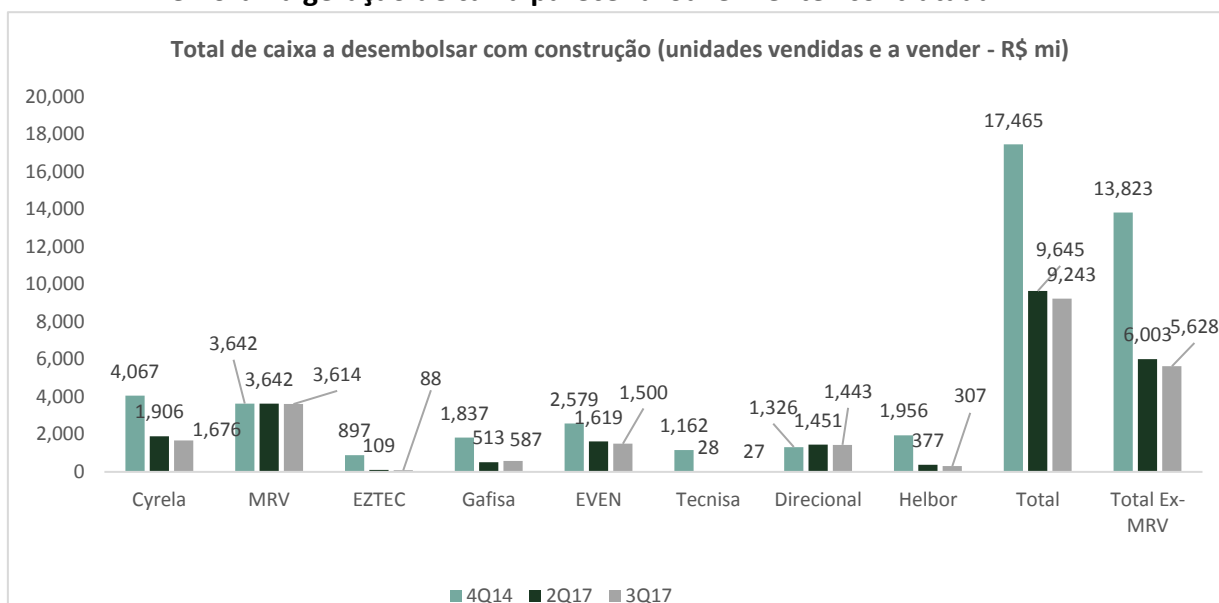
Fonte: Demonstrações Financeiras das empresas.

No geral temos a clara percepção de que o ajuste no patrimônio líquido contábil foi excessivo, e este isto será revertido ao longo do tempo com a “transformação” de NAV em lucro contábil. Obviamente isto vai depender de um próximo ciclo de negócios normal, com demanda normalizada e distratos voltando a padrões normais históricos.

O que esperamos para o curto prazo? Aonde nossa tese de investimento pode estar errada ou pode dar errado?

A melhora operacional das empresas, com vendas líquidas maiores, e geração de caixa líquida, deve continuar trimestre a trimestre. A retomada ou aceleração de lançamentos deve ser gradual, mais limitada no 1Q em função da sazonalidade, melhor no 2Q e a partir daí deve continuar a melhorar, mas pode sim sofrer impacto de incertezas no cenário político.

Melhora na geração de caixa parece razoavelmente “contratada”



Fonte: Demonstrações Financeiras das empresas.

De uma maneira geral as empresas reduziram muito o risco operacional, seja via redução forte da estrutura (e dos custos fixos, G&A), via um foco de atuação geográfica mais limitada, e por um volume de obras em execução muito menor. Boa parte delas estão dimensionadas para um volume de lançamentos próximo ao que tinham antes de fazer IPO em 2006/2007, ou até para um tamanho menor.

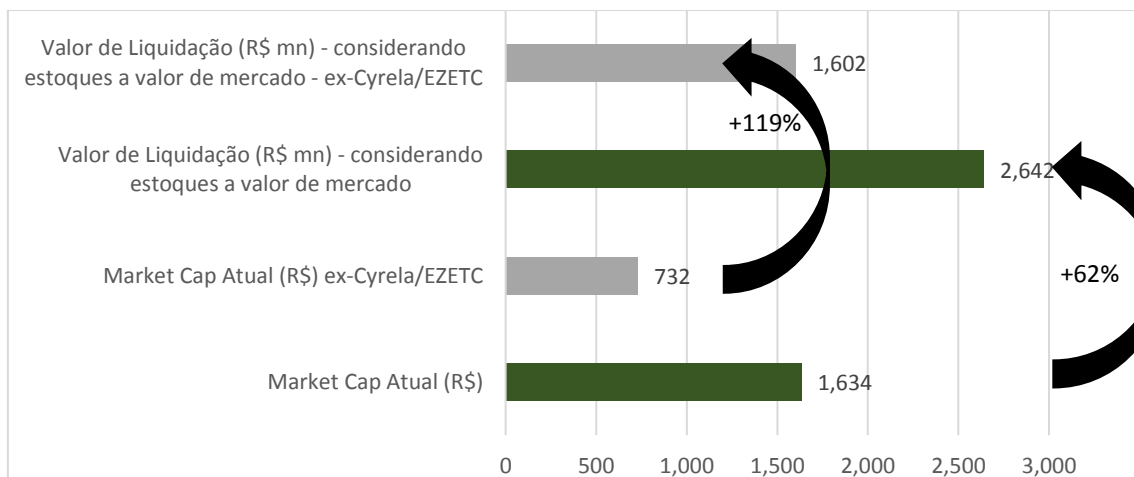
Neste contexto, mesmo num cenário ruim em que a retomada de lançamentos tenha que ser mais lenta, o fluxo de caixa vai continuar positivo e as empresas devem voltar a ser rentáveis em níveis razoáveis. Este cenário ruim não contempla uma crise com queda de PIB de 4% como vimos em 2015/2016, o que dada a base muito baixa da economia de maneira geral e a desalavancagem financeira, nos parece pouco provável.

Também do lado de risco financeiro, de maneira geral todas as empresas estão ajustadas, e das poucas que temos no nosso radar e/ou no portfólio em que o ajuste ainda não aconteceu totalmente, a perspectiva de geração mais forte de caixa é bem concreta e deve levar ao ajuste necessário.

Mas os números contábeis ainda devem continuar fracos até o 2Q18 pelo menos, obviamente variando de empresa para empresa.

Apesar da performance razoável das ações em 2017, e de uma realidade mais difícil do lado operacional que destruiu sim valor, ainda vemos muito potencial no setor. O GAP entre o valor de mercado e o valor de NAV que calculamos ainda é significativo, e já podemos vislumbrar um cenário em que as empresas voltam a gerar NAV positivo no curto/médio prazo.

Sensibilidade de *Valuation*



Fonte: 3R Investimentos.

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos