

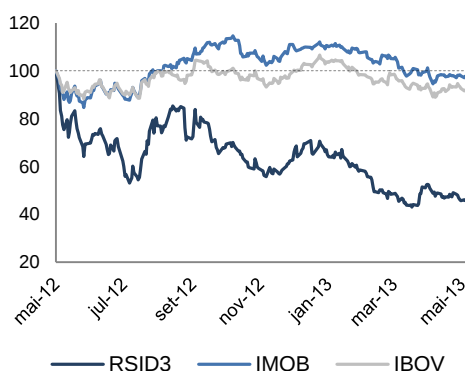
Market Perform

Ticker	RSID3
Preço de mercado em 14/05/2013	R\$ 3,19
Preço para 31/12/2013	R\$ 4,60
Potencial de valorização	44,2%
Sector	Construção Civil
Free Float	62,2%
Min (52 sem)	R\$ 2,92
Máx (52 sem)	R\$ 6,16
Volume em R\$ (21d)	20.889k

Fonte: Economatica / BB Investimentos

Múltiplos	2013E	2014E	2015E
P/E	9,6x	5,8x	4,5x
P/BV	0,6x	0,5x	0,5x
LPA (R\$)	0,33	0,55	0,71

Fonte: BB Investimentos



Fonte: Economatica / BB Investimentos

Fraco: recuperação distante

A Rossi apresentou mais um trimestre de resultados fracos. Do ponto de vista das operações, o grande volume de receitas proveniente de safras de lançamentos anteriores a 2010 carregou margens muito baixas (16%), enquanto o alto endividamento continuou a pressionar também o *bottom line*. A grande questão referente à visibilidade dos resultados futuros é em que momento se dará o ponto de inflexão para a esperada recuperação (que não ocorreu no 1T13).

Foco na venda de estoques. A companhia optou por não realizar lançamentos no período, direcionar os esforços para a venda de estoques e agilizar o processo de repasses. As vendas brutas totalizaram R\$ 471 milhões, queda de 42% em relação ao 1T12. O indicador VSO (velocidade de vendas) trimestral ficou em 13%, praticamente estável em relação ao 4T12, mas em patamar ainda baixo. As entregas não foram suficientes para acelerar a geração de caixa, fazendo com que a dívida líquida permanecesse em nível elevado (124% em relação ao PL).

Mais um trimestre de prejuízo. Dos R\$ 720 milhões reconhecidos como receita líquida no 1T13, aproximadamente 50% foram provenientes de projetos lançados até 2010, cujas margens já vinham pressionadas pelos problemas de estouro de orçamentos. Ao mesmo tempo, segundo a companhia, a receita referente aos lançamentos de 2011 carregaram os descontos concedidos para comercialização de unidades em estoque. A margem bruta, nesse contexto, foi 15 p.p. menor que a do 1T12. A redução de 40% das despesas operacionais A/A não foi suficiente para neutralizar o impacto que o resultado financeiro teve sobre o *bottom line*, que ficou negativo em R\$ 10 milhões.

Planejamento estratégico 2013-2015. Em abril, logo após a divulgação dos resultados do 4T12 e ao final dos principais ajustes, a Rossi divulgou sua nova estratégia para os próximos anos, pautada pelo foco na geração de caixa e rentabilidade, que serão perseguidos por meio de: (a) redução das praças de atuação para 7 regiões metropolitanas com eventual desmobilização de *landbank*; (b) direcionamento dos lançamentos para imóveis de valor entre R\$ 200 mil e R\$ 1 milhão – média e alta renda; (c) melhora da relação dívida líquida / PL (85% até 95% ao final de 2013), com redução do endividamento corporativo a “zero” em três anos; e (d) implementação de plano de incentivo de executivos baseado nos indicadores de geração de caixa e rentabilidade.

Revisão de preço. Aproveitamos a oportunidade para atualizar as premissas do modelo de avaliação da Rossi, incorporando a nova estrutura da companhia e a expectativa de redução do endividamento ao longo dos próximos anos. Não obstante o potencial *upside*, optamos por atribuir o *rating market perform* no curto prazo por acreditarmos que ainda serão necessários alguns trimestres para que a companhia apresente números mais consistentes.

R\$ Milhões	1T13	%1T12	%4T12
VGv Lançado	-	n.a.	n.a.
Vendas Contratadas	471,0	-41,9%	+6,8%
Receita Líquida	720,0	-13,4%	+95,9%
Lucro Bruto	114,4	-55,2%	-248,7%
Margem Bruta (%)	15,9%	-14,8 p.p.	+36,8 p.p.
Lucro Líquido	-10,0	-115,9%	n.a.
Margem Líquida (%)	-1,4%	-8,9 p.p.	+90,7 p.p.

Endividamento (R\$ Milhões)	1T13	%1T12	%4T12
Dívida Bruta	4.210,0	+22,3%	-7,1%
Dívida Líquida	2.895,0	+35,1%	+2,0%
Dívida Líquida / PL	124,3%	+48,4 p.p.	+0,9 p.p.

Fonte: Rossi / BB Investimentos

Em busca da recuperação – Revisão de preço

Revisamos a avaliação da Rossi com o objetivo de contemplar as principais mudanças ocorridas na estrutura da construtora nos últimos trimestres. Buscamos incorporar as expectativas em relação à redução do endividamento, que segundo a companhia deve ficar entre 85% e 95% (dívida líquida / PL) ao final de 2013. Consideramos, ainda, que em função do grande volume de entregas previsto para o ano, poderemos observar uma redução dos estoques.

Ainda que haja certo ceticismo de investidores em relação às companhias do setor (leia-se as que nos últimos demonstrativos apresentaram problemas com atraso na entrega de empreendimentos e estouro/revisão no orçamento de obras), fazendo com que os negócios na bolsa estejam (atualmente) muito vinculados a premissas de valor de liquidação dos ativos, optamos por manter nossa abordagem de fluxo de caixa descontado para determinação do valor justo para a empresa.

Nesse sentido, aplicamos aos fluxos de 10 anos o custo médio ponderado de capital (WACC) de 13,6% com crescimento nominal na perpetuidade de 4%, chegando a um *equity value* de R\$ 2 bilhões ao final de 2013, conforme resumo a seguir:

Valor Total para a Firma (R\$ milhões)	4.235,3	Premissas	
VP do FCFF	2.714,9	Beta setorial (unlevered)	1,2
VP da Perpetuidade	1.520,4	WACC	13,6%
Dívida Líquida	2.260,2	Taxa livre de risco média	7,0%
Valor para os acionistas	1.975,1	Prêmio de Mercado	4,4%
Valor justo por ação ordinária (R\$)	4,6	Crescimento perpetuidade	4,0%

Fonte: BB Investimentos

Resumo dos principais indicadores

R\$ milhões

	2010	2011	2012	2013 (E)	2014 (E)	2015 (E)
VGV Lançado (parte Rossi)	3.021,0	4.130,0	1.961,9	2.000,0	2.200,0	2.420,0
Vendas Contratadas	2.800,0	3.487,0	1.533,2	3.073,3	2.742,0	2.473,2
Receita Líquida	2.349,5	2.837,1	2.714,6	2.782,1	2.992,1	2.734,2
EBIT	208,8	145,7	7,2	208,7	299,2	328,1
EBITDA	211,9	151,9	35,2	227,4	320,4	351,9
Dívida Bruta	2.110,8	3.686,5	4.529,4	4.529,4	4.529,4	4.529,4
Dívida Líquida	1.140,9	2.447,2	2.833,6	2.260,2	995,2	469,7
Margem Bruta (%)	27,1%	24,4%	21,1%	26,5%	28,5%	30,0%
Margem EBITDA (%)	9,0%	5,4%	1,3%	8,2%	10,7%	12,9%
Margem EBITDA ajustada (%)	9,0%	5,4%	1,3%	8,2%	10,7%	12,9%
Margem Líquida (%)	5,4%	2,8%	-7,6%	5,1%	7,8%	11,0%
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (%)	6,0%	4,0%	-9,6%	6,0%	9,4%	11,2%
EV/EBITDA - Valor de Mercado				15,9	11,3	10,3
EV/EBITDA - Valor Potencial				18,6	13,2	12,0

	2010	2011	2012	2013 (E)	2014 (E)	2015 (E)
Dívida Curto Prazo/Dívida (%)	37,0%	36,7%	46,1%	46,1%	46,1%	46,1%
Dívida/Dívida + Patrimônio Líquido (%)	51,6%	65,0%	66,3%	65,3%	63,7%	61,7%
Dívida Líquida/EBITDA ajustado (x)	5,4	16,1	80,6	9,9	3,1	1,3

Fonte: Rossi / BB Investimentos

Demonstrações financeiras

R\$ milhões

DRE	2010	2011	2012	2013 (E)	2014 (E)	2015 (E)
Receita Líquida	2.349,5	2.837,1	2.714,6	2.782,1	2.992,1	2.734,2
Custo dos Imóveis	1.713,3	2.146,1	2.141,5	2.044,8	2.139,4	1.914,0
Lucro Bruto	636,2	691,0	573,1	737,3	852,7	820,3
Despesas operacionais	427,3	545,3	565,9	528,6	553,5	492,2
EBIT	208,8	145,7	7,2	208,7	299,2	328,1
EBITDA	211,9	151,9	35,2	227,4	320,4	351,9
EBT	243,1	161,9	(121,4)	189,3	313,2	401,5
Resultado Líquido	127,7	78,7	(205,3)	142,0	234,9	301,2

Balanço Patrimonial	2010	2011	2012	2013 (E)	2014 (E)	2015 (E)
Ativo	5.113,5	7.134,3	8.232,0	8.314,1	8.583,8	8.908,9
Circulante	4.252,5	5.746,2	6.759,2	7.226,3	7.400,7	7.747,1
Não circulante	802,1	1.242,3	1.349,8	977,3	1.086,5	1.081,0
Imobilizado	52,0	88,1	66,4	54,1	40,1	24,2
Intangível	6,9	57,7	56,5	56,5	56,5	56,5
Passivo + PL	5.113,5	7.134,3	8.232,0	8.314,1	8.583,8	8.908,9
Circulante	1.545,5	2.304,7	2.975,3	2.935,9	2.995,6	3.059,0
Não circulante	1.584,3	2.844,9	2.958,6	2.971,9	3.002,7	3.034,7
Patrimônio Líquido	1.983,7	1.984,7	2.298,1	2.406,4	2.585,5	2.815,1

Fonte: Rossi / BB Investimentos

Informações Relevantes

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir com instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório ("Analistas de investimento"), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analista	Itens		
	3	4	5
Wesley Bernabé			

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

Administração

Gerente-Executivo
Leonardo Loyola

pesquisa@bb.com.br

Equipe de Pesquisa

Gerente - Nataniel Cezimbra

nataniel.cezimbra@bb.com.br

Renda Variável

Agronegócios

Henrique Koch

hkoch@bb.com.br

Bancos e Serviços Financeiros

Nataniel Cezimbra
Carlos Daltozo

nataniel.cezimbra@bb.com.br
daltozo@bb.com.br

Bens de Capital e Small Caps

Mário Bernardes Junior

mariobj@bb.com.br

Construção Civil

Wesley Bernabé

wesley.bernabe@bb.com.br

Consumo

Priscila Tambelli
Thiago Gramari

priscilatambelli@bb.com.br
thiago.gramari@bb.com.br

Logística e Transportes

Mário Bernardes Junior

mariobj@bb.com.br

Petróleo, Gás e Petroquímico

Andréa Aznar
Carolina Flesch

andrea.aznar@bb.com.br
carolinaflesch@bb.com.br

Utilities e Concessões

Rafael Dias
Renato Hallgren

rafaeldias@bb.com.br
renato@bb.com.br

Siderurgia, Mineração, Papel e Celulose

Victor Penna

victor.penna@bb.com.br

Telecom

Nataniel Cezimbra

nataniel.cezimbra@bb.com.br

Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves
Andre Ferreira

hmoreira@bb.com.br
andre.ferreira@bb.com.br

Equipe de Vendas

Atacado

bb.distribuicao@bb.com.br

Varejo

aco@bb.com.br

Gerente - Cleber Aguiar

Gerente - Marconi Maciel

Bruno Finotello
João Carlos Floriano
Luciana de Carvalho
Marcela Santa Ritta
Pedro Mendes Rauber
Thiago Cogo Pires
Viviane Ferro Candelária
Wagner Silveira Neustaedter

Distribuição e varejo
Mário Francisco D'Amico
Márcio Carvalho José

BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.
London EC2N 1ER - UK
+44 207 7960836 (facsimile)

Managing Director - Eduardo Nascimento
+44 (207) 3675801

Deputy Managing Director

Renato Bezerra +44 (207) 3675802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675853
Melton Plumber +44 (207) 3675843
Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852
Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

Head of Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

Structured Products

Hernan Lobert +44 (207) 3675807

Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor
New York City, NY 10022 - USA
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director

Rubens Cardoso +1 (646) 845-3710

Institutional Sales

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

Sales Trader

Daniela Valle +1 (646) 845-3712
Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715
Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02
Singapore, 049909

Managing Director

Rodrigo Afonso +65 6420-6570

Institutional Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570
Paco Zayco +65 6420-6572

BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar
Rio de Janeiro RJ - Brasil
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355