

## Bom e sem surpresas, como de costume

O resultado do 3T13 da EZTEC foi marcado por uma boa evolução de margens T/T, sustentada pelo crescimento consistente das receitas e pelo controle de custos e despesas. O resultado de R\$ 27 milhões (+98% A/A) de equivalência patrimonial – oriundo dos empreendimentos que não são controlados diretamente pela companhia – também contribuiu para o ganho final de 5,7 p.p. na margem líquida em relação ao trimestre anterior.

**Meta de lançamentos perto de ser cumprida.** Excluindo os números da venda da Torre A do *EZ Towers* no primeiro semestre, o VGV da EZTEC nos 9M13 totalizou R\$ 999 milhões, o que equivale a 76,9% do ponto médio do *guidance* de lançamentos (R\$ 1,3 bilhão) para 2013. O ritmo de novos empreendimentos diminuiu no trimestre, com apenas 3 projetos lançados, e influenciou a velocidade de vendas (VSO) trimestral, que caiu de 25,2% no 2T13 para 18,1%. Acreditamos, no entanto, que a queda na VSO se reverta no fechamento do ano e que a companhia não tenha dificuldades em cumprir, pelo menos, o ponto mínimo de seu *guidance*.

**Retorno acima da média com forte geração de caixa.** A companhia continua com forte posição de caixa líquido (R\$ 82 milhões) e apresentando um dos maiores retornos entre as incorporadoras de capital aberto. O retorno sobre o patrimônio atingiu 35,8%, uma leve queda em relação ao apurado no trimestre anterior, mas superior aos 24% de 2012. A margem REF continua em torno dos 55% e em linha com a apresentada nos últimos resultados, o que indica boas perspectivas em relação à rentabilidade futura.

**Perspectivas favoráveis.** Sem surpresas, avaliamos o resultado trimestral da EZTEC como positivo e permanecemos com um viés otimista para os próximos trimestres. A recuperação de margem no segmento residencial (+1,3 p.p. A/A) reforça a tese de que a companhia não tem sacrificado rentabilidade na busca pela redução dos estoques, o que vemos com bons olhos. Acreditamos, ainda, que esse desempenho justifique o prêmio que a construtora tem em relação aos seus pares de capital aberto.

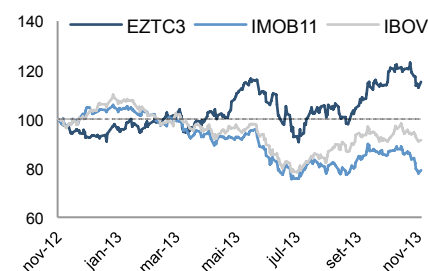
**Atualização do preço-alvo.** Nesse contexto, sem mudança nas premissas de avaliação, atualizamos a data base de nosso modelo para o final de 2014, o que implicou na alteração do preço-alvo das ações de R\$ 30,60 para R\$ 33,20. Mantivemos, contudo, o *rating* em *market perform* por entendermos que a expectativa em relação aos resultados futuros já tenha sido incorporada à cotação dos papéis, o que torna o *upside* mais restrito no curto prazo, salvo eventual anúncio da comercialização da Torre B do *EZ Towers*.

## Imobiliário – Incorporação

13 de novembro de 2013

Wesley Bernabé, CNPI  
wesley.bernabe@bb.com.br

<b>EZTC3</b>	<b>Market Perform</b>
Preço em 12/11/2013 (R\$)	30,40
Preço para 12/2014 (R\$)	33,20
Upside	9,2%
Market Cap (R\$ milhões)	4.534
Varição 1 mês	-4,6%
Varição 12 meses	15,9%
Varição 2013	22,7%
Mín. 52 sem.	24,01
Máx. 52 sem.	33,09



Fonte: Bloomberg e BB Investimentos

<b>R\$ Milhões</b>	<b>3T13</b>	<b>A/A</b>	<b>T/T</b>	<b>9M13</b>	<b>A/A</b>
VGV Lançado	275	-44,5%	-36,2%	1.564	86,1%
Vendas Contratadas	201	-27,1%	-44,6%	1.335	100,7%
Receita Líquida	252	41,1%	-8,4%	851	74,5%
Lucro Bruto	141	43,2%	0,1%	445	68,8%
Margem Bruta (%)	55,9%	0,8 p.p.	4,8 p.p.	52,3%	-1,8 p.p.
EBITDA	135	51,8%	1,4%	418	77,2%
Margem EBITDA (%)	53,5%	3,8 p.p.	5,2 p.p.	49,1%	0,8 p.p.
Lucro Líquido	139	48,6%	2,2%	426	69,2%
Margem Líquida (%)	55,2%	2,8 p.p.	5,7 p.p.	50,1%	-1,6 p.p.

<b>Endividamento (R\$ Milhões)</b>	<b>3T13</b>	<b>A/A</b>	<b>T/T</b>
Dívida Líquida	(81,9)	207,8%	17,4%
Dívida Líquida / EBITDA	-0,3x	-0,2x	0,0x
Dívida CP / Dívida Bruta	10,4%	-4,6 p.p.	4,2 p.p.
Dívida Bruta / (Div. Bruta + PL)	8,5%	0,7 p.p.	2,1 p.p.

Fonte: EZTEC e 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

### Diretor

Sandro Kohler Marcondes pesquisa@bb.com.br

### Gerente-Executivo

Eduardo César do Nascimento pesquisa@bb.com.br

## Equipe de Pesquisa

**Gerente** - Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br

### Renda Variável

### Bancos e Serviços Financeiros

Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br  
Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br

### Commodities

Carolina Flesch carolinaflesch@bb.com.br  
Victor Penna victor.penna@bb.com.br

### Consumo

Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br  
Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br

### Imobiliário

Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br

### Indústrias, Transportes e Small Caps

Mário Bernardes Junior mariobj@bb.com.br

### Infraestrutura e Concessões

Renato Hallgren renatoh@bb.com.br

### Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br  
André Ferreira andre.ferreira@bb.com.br

## Equipe de Vendas

**Atacado** bb.distribuicao@bb.com.br

**Varejo** acoes@bb.com.br

**Gerente** - Cleber Aguiar

**Gerente** - Marconi Maciel

Antonio Lima  
Bruno Finotello  
João Carlos Floriano  
Luciana de Carvalho  
Paulo Arruda  
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

Vinicius Balbino Bouhid +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 - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

### Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

### DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

### Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

### Sales

Matuya Brand +1 (646) 845-3716  
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