

04 de abril de 2022



MRV Engenharia

Atualizando o Modelo

Elevando o Preço-Alvo para R\$ 22,50 em Meio a Maiores Estimativas para a AHS

MRV Engenharia (MRVE3)

Santander Equity Research

Construtoras

04 de abril de 2022

Atualizando o Modelo

Elevando o Preço-Alvo para R\$ 22,50 em Meio a Maiores Estimativas para a AHS

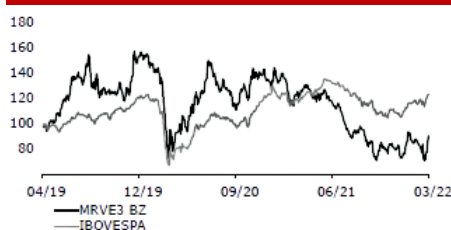
Compra

Preço-Alvo: R\$ 22,50

Fanny Oreng; Antônio Castrucci; Matheus Meloni

Elevando o preço-alvo para R\$ 22,50 dado que a AHS mais do que compensa as margens fracas das operações brasileiras. Estamos atualizando as nossas estimativas para incorporar os resultados do 4T21 e as novas projeções para a AHS Development. Como consequência, estamos aumentando o nosso preço-alvo para o fim de 2022 para R\$ 22,50 (de R\$ 19,00) e reiterando a nossa recomendação de “Compra” na MRVE3. De acordo com nossas estimativas, a ação está sendo negociada atualmente a um múltiplo P/BV (2022E) de 0,9x vs. a sua média histórica de 1,4x, embora argumentemos que ela agora tem um perfil de menor risco, dada: (i) a sua estratégia de diversificação de financiamento (fora FGTS) via Luggo, Urba e Sensia; e (ii) a sua diversificação de países/moedas por meio dos seus investimentos na AHS Development. Além disso, estimamos que o lucro líquido da MRV crescerá em um CAGR de 3 anos de 24%, ou ~1.300 bps acima da média das demais construtoras que cobrimos. A MRV continua sendo a nossa *Top Pick* entre as construtoras brasileiras.

Desempenho de Preços (R\$)



Por um lado, reduzimos nossas estimativas para o segmento de CVA Brasil: A queda de 220 bps em relação ao trimestre anterior na margem dos pedidos da empresa no 4T21 – em conjunto a novas preocupações sobre pressões adicionais de custo de matérias-primas (além dos custos trabalhistas) devido aos eventos geopolíticos – nos levou a tomar uma postura conservadora em relação à rentabilidade de curto prazo dos negócios ligados a Casa Verde e Amarela (CVA) no Brasil. Como consequência, revisamos a nossa margem bruta estimada de 2022 no Brasil para 22,5%, contra 27,2% anteriormente.

Por outro lado, aumentamos as nossas estimativas de vendas de projetos pela AHS e pela Luggo: Revisamos as nossas estimativas de lucro líquido para refletir: (i) o aumento na projeção de vendas de projetos da AHS para US\$ 378 milhões em 2022, contra a estimativa anterior de US\$ 141 milhões, refletindo a demanda observada pelos seus empreendimentos antes da fase de estabilização; (ii) a forte demanda por projetos multifamiliares no sul dos EUA, levando-nos a revisar as estimativas de vendas de longo prazo (até 2031 vs. o *guidance* da MRV de 2026) para 8.000 unidades anuais (em linha com o *guidance* da MRV), vs. 5.000 anteriormente; e (iii) a incorporação das vendas de projetos da Luggo, em linha com o acordo anunciado em parceria à Brookfield para a venda de ~5.100 unidades (R\$ 1,26 bilhão) entre 2021 e 2025. Com isso, aumentamos

nossas projeções de lucro líquido para 2022 e 2023 em 34,3% e 15,1%, respectivamente. Após essa revisão, a AHS representa ~55% do nosso preço-alvo da MRV.

MRV

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020-22E (R\$ em Milhões)

	2021A	2022E	2023E
P&L Account			
Revenues	7,118	7,508	7,835
EBITDA	1,269	1,184	1,662
EBITDA YoY Change (%)	56.6	(6.7)	40.4
EBITDA as % of Revenue	17.8	15.8	21.2
EBIT	1,141	1,046	1,494
Net Financial Result	35	40	(77)
Associates	0	0	0
Taxes	(200)	(198)	(290)
Minorities	(85)	(93)	(101)
Net Profit	805	760	1,062
Adj Net Profit	684	566	922
YoY Change (%)	24.4	(17.3)	63.0
as % of Revenues	9.6	7.5	11.8
Cash Flow			
EBITDA	1,269	1,184	1,662
Lease Payments	0	0	0
Changes in Wkg. Capital	(974)	(646)	383
Capital Expenditures	(550)	(2,539)	(3,661)
Cash Financials	39	176	164
Cash Taxes	(277)	(351)	(464)
Free Cash Flow to Equity	(376)	(2,851)	(2,997)
Other Invest./Divest.)	(116)	2,110	3,522
Dividends	(309)	(190)	(266)
Capital Increases/Other	(397)	0	0
Change in Net Fin. Debt	581	547	(652)
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	2,772	2,392	1,988
Current Assets	6,945	7,430	7,641
Goodwill	0	0	0
Non-Curr Assets (ex g'will)	10,508	12,064	13,419
Total Assets	20,225	21,885	23,048
Current Liabilities	3,916	4,253	4,438
Non-Current Liabilities	9,709	10,449	10,609
Minorities	480	493	514
Shareholders' Equity	6,120	6,689	7,486
Total Liabilities & Equity	20,225	21,885	23,048
Net Financial Debt	2,461	3,387	3,140
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	38.4	25.0	25.0
ROCE (%)	10.1	7.9	10.0
EV/EBIT (x)	7.2	9.2	6.3
FCFF Yield (%)	(7.6)	(10.9)	2.2
P/BV (x)	0.9	0.9	0.8
Launches (Cia Stake) - Ex-properties	44.2	7,427.3	8,302.2
Contracted Sales (Cia Stake) - Ex-properties	6,711.0	6,711.0	7,427.9
Sales Speed (%)	41.6	40.3	40.8

Principais Mudanças para as Nossas Estimativas

Atualizamos as nossas estimativas para a MRV ao considerarmos os resultados do 4T21 abaixo do esperado em sua operação principal no Brasil (CVA). Portanto, revisamos para baixo as nossas estimativas de margem bruta em 470 bps, dado que passamos a adotar uma postura mais conservadora em relação às novas pressões de custos potenciais causadas pelos eventos geopolíticos. Pelo lado positivo, aumentamos as nossas estimativas de vendas de projetos da AHS para estabilizar em 8.000 unidades vendidas por ano a partir de 2031 (anteriormente ~5.000 unidades até 2026). Além disso, também incluímos as novas estimativas de inflação da nossa equipe de macroeconomia.

Reduzindo a receita líquida em relação às estimativas anteriores: Reduzimos ligeiramente as nossas estimativas de lançamentos e de pré-vendas para 2022 em 2,9% e 7,3%, respectivamente, uma vez que entendemos que a MRV deve tentar implementar novos aumentos de preços como forma de mitigar futuras pressões de custos em projetos recém-lançados. Como resultado, agora projetamos uma receita líquida de R\$ 7,5 bilhões e R\$ 7,8 bilhões em 2022 e 2023, respectivamente, com queda de 2,0% e 6,4% em relação às nossas estimativas anteriores.

Reduzindo as margens das operações da CVA: Após a implementação das revisões orçamentárias ao longo de 2021 — a carteira de pedidos e a margem bruta reportada caíram 420 bps e 440 bps, respectivamente, desde o 1T21 até o 4T21. Este último, em conjunto à retomada das preocupações associadas a possíveis pressões de custos devido aos eventos geopolíticos, nos levou a reduzir as nossas estimativas de margem bruta para 2022 e 2023 da MRV Brasil em 473 bps e 534 bps, respectivamente. Projetamos uma margem bruta de 22,1% no 1T22 convergindo para 22,8% no 4T22.

Elevando as estimativas para a AHS: Continuamos vendo fundamentos sólidos para propriedades multifamiliares em todos os mercados dos EUA em que a AHS opera, refletindo o forte aumento da força de trabalho na região sul durante a pandemia. Como resultado, aumentamos as nossas estimativas de vendas de projetos da AHS para estabilizar em 8.000 unidades vendidas por ano a partir de 2031 (vs. ~5.000 unidades até 2026, anteriormente). Além disso, também projetamos um crescimento mais rápido no curto prazo, com a AHS atingindo US\$ 378 milhões em vendas de projetos no ano de 2022 (vs. US\$ 141 milhões, anteriormente) e US\$ 618 milhões em 2023 (US\$ 391 milhões, anteriormente). A título de comparação, essa adição anual de 3.000 unidades vendidas, com uma margem bruta média de 28%, deve adicionar cerca de US\$ 202 milhões (ou R\$ 967 milhões) ao lucro operacional consolidado da MRV por ano, o que equivale a 120% do lucro líquido da empresa em 2021.

De acordo com nossas estimativas, a AHS representa ~60% do nosso preço-alvo: Dada a valorização do real observada no 1T22, preparamos uma análise de sensibilidade para melhor entender o impacto de um real terminal mais forte no preço-alvo da MRV. A sensibilidade a seguir indica que a MRV ainda teria um forte potencial de valorização, mesmo em um cenário improvável do dólar abaixo de R\$ 4,00.

Figura 1. Análise de Sensibilidade da MRVE3: Câmbio Terminal vs. Vendas da AHS

		Stabilized Sales AHS (units)				
Terminal FX R\$/US\$		6500	7250	8000	8750	9500
	R\$3.80	17.80	18.40	19.10	19.70	20.30
	R\$4.30	19.30	20.10	20.80	21.50	22.20
	R\$4.80	20.90	21.70	22.50	23.40	24.20
	R\$5.30	22.40	23.30	24.30	25.20	26.10
	R\$5.80	24.00	25.00	26.00	27.00	28.00

Fontes: dados da companhia e Santander.

Vendas de projetos Luggo devem acelerar após parceria com a Brookfield: Também consideramos nos nossos números a venda de projetos da Luggo para a Brookfield. Vale ressaltar que a MRV acertou com a Brookfield a venda de 5.100 unidades (R\$ 1,26 bilhão) entre 2021 e 2025. O acordo reforça o interesse de investidores institucionais no ainda pouco penetrado negócio multifamiliar no Brasil. Projetamos que a Luggo atinja 3.000 unidades produzidas e vendidas por ano a partir de 2026, com uma margem média de 30%.

Lucro Líquido: Ao todo, projetamos um lucro líquido de R\$ 759,9 milhões e R\$ 1,06 bilhão em 2022 e 2023, respectivamente, 34,3% e 15,1% acima das nossas estimativas anteriores.

Figura 2. Estimativas da MRVE3: Atuais vs. Anteriores (R\$ em Milhões)

	2021A			2022E			2023E		
	Current	Previous	Δ	Current	Previous	Δ	Current	Previous	Δ
Launches (% MRV)*	7,434.2	7,727.8	-4%	7,427.3	7,650.0	-3%	8,302.2	8,188.5	1%
Pre-Sales (% MRV)*	6,239.1	6,497.0	-4%	6,711.0	7,239.8	-7%	7,427.9	7,626.0	-3%
Net Revenues	7,118.4	6,997.2	2%	7,507.6	7,657.7	-2%	7,834.9	8,369.2	-6%
Gross Profit	1,841.0	1,861.3	-1%	1,689.0	2,084.3	-19%	1,901.3	2,477.4	-23%
Gross Margin	25.9%	26.6%	-74 bps	22.5%	27.2%	-473 bps	24.3%	29.6%	-534 bps
Adj. EBITDA	1,417.9	1,193.9	19%	1,390.8	1,099.9	26%	1,892.3	1,700.1	11%
Adj. EBITDA Margin	19.9%	17.1%	286 bps	18.5%	14.4%	417 bps	24.2%	20.3%	384 bps
Net Income	804.9	684.3	18%	759.9	566.0	34%	1,062.1	922.4	15%
Net Income Margin	11.3%	9.8%	153 bps	10.1%	7.4%	274 bps	13.6%	11.0%	254 bps

Fontes: dados da companhia e Santander. *Lançamentos e pré-vendas excluídas da AHS e da Luggo

Onde Estamos ante ao Consenso?

Estamos praticamente em linha com o consenso em termos de receita líquida, mas mais conservadores em termos de margem bruta para 2022 em 128 bps. Por outro lado, estamos mais agressivos em termos de EBITDA e de lucro líquido, o que provavelmente indica que há espaço para uma revisão de resultado consensual positiva na AHS para 2022 e 2023.

Figura 3. Estimativas do Santander vs. o Consenso (R\$ em Milhões)

	2022E			2023E		
	SANB	Consensus	Δ	SANB	Consensus	Δ
Net Revenues	7,507.6	7,609.0	-1%	7,834.9	7,888.0	-1%
Adj. Gross Profit	1,896.1	2,018.9	-6%	2,131.2	2,171.8	-2%
Adj. Gross Margin	25.3%	26.5%	-128 bps	27.2%	27.5%	-34 bps
Adj. EBITDA	1,390.8	1,197.0	16%	1,892.3	1,414.0	34%
Adj. EBITDA Margin	18.5%	15.7%	280 bps	24.2%	17.9%	623 bps
Net Income	759.9	714.0	6%	1,062.1	829.0	28%
Net Income Margin	10.1%	9.4%	74 bps	13.6%	10.5%	305 bps

Fontes: Bloomberg, dados da companhia e Santander.

Valuation

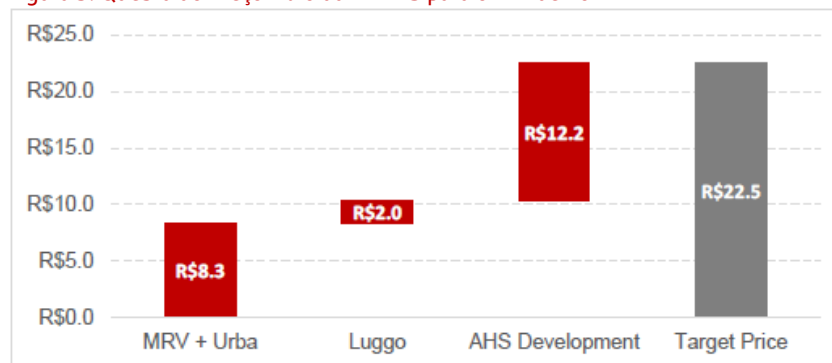
Estamos elevando o nosso preço-alvo para o fim de 2022 para R\$ 22,50, o que implica um potencial de valorização de 75% (retorno total de 78%), o que nos leva a manter a nossa recomendação de "Compra" na ação. O nosso preço-alvo baseado na metodologia de fluxo de caixa descontado (DCF) usa um WACC de 13,3% em reais e um crescimento perpétuo nominal de 2,4%. Além disso, o nosso preço-alvo de 2022 implica um múltiplo P/L alvo de 14,3x e 10,2x para 2022E e 2023E, respectivamente.

Figura 4. Síntese de Valuation da MRVE3

Stock Performance		Cost of Capital	
Ticker	MRVE3	Risk Free Rate (BRL)	8.0%
Outstanding Shares (million)	482.9	Risk Premium	5.4%
Mkt Cap (R\$ bi)	6.2	Beta	1.53
Rating	Outperform	Cost of Equity (R\$ nominal)	16.3%
Stock Price	12.88	Debt-to-Capital Ratio	25.0%
2022YE TP	R\$ 22.50	Pre-tax Cost of Debt (R\$ nominal)	5.5%
Upside	75%	Tax Rate	22.2%
Dividend Yield	3%	WACC (R\$ nominal)	13.3%
Potential Total Return	78%	Perpetuity Growth	2.4%

Fontes: dados da companhia e Santander.

Figura 5. Quebra do Preço-Alvo da MRVE3 para o Fim de 2022



Fontes: Bloomberg, dados da companhia e Santander.

Riscos

Os riscos para nossa tese de investimento incluem: (i) uma maior inflação de construção devido a um aumento significativo nos custos de materiais (aço, cimento e terreno); (ii) a inclinação da curva de juros de longo prazo do Brasil devido à deterioração fiscal, causando um impacto negativo na acessibilidade; (iii) a falta de financiamento para o Programa CVA em decorrência de eventuais saques do FGTS; e (iii) discussões recentes nos EUA sobre limites no tratamento da tributação 1031, o que pode desencorajar os investidores que ajudaram a elevar as vendas multifamiliares para níveis recordes.

Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Nós, **Fanny Oreg, Antonio Castrucci e Matheus Meloni**, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

© 2022 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados