



“Faz sentido que limitando seus investimentos às situações em que tiver conhecimento e confiança, e apenas nessas situações, sua taxa de sucesso será muito alta”¹

Joel Greenblatt, gestor de investimento da Gotham Capital e professor na Columbia University Graduate School of Business

Carta do Gestor: Tese de Investimento em Cyrela e 2º Trimestre de 2018

Tese de Investimentos em Cyrela

História da empresa

Um elemento muito importante do processo de investimento desenvolvido pela Luminus é conhecer as pessoas que lideram as empresas analisadas, suas capacidades, envolvimento e motivações para conduzir o negócio. Consideramos que isso é especialmente relevante para o caso que iremos apresentar abaixo. A Cyrela é uma das mais conhecidas e respeitadas empresas do mercado imobiliário brasileiro e reputamos ao seu fundador o grande sucesso alcançado pela companhia. Dessa forma, antes de discorrermos sobre a cronologia da Cyrela, contaremos sobre o histórico do seu fundador.

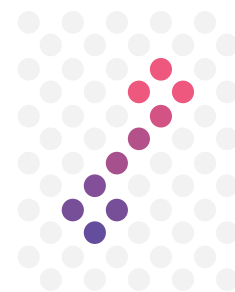
Elie Horn nasceu em Aleppo², na Síria, em 1945 numa família judaica³. Quando tinha 6 meses mudou-se para o Líbano e com 10 anos de idade, sua família, quase sem recurso financeiro algum, imigrou para o Brasil. Seu primeiro trabalho foi, ainda muito jovem, vendendo goma laca de porta em porta na cidade de São Paulo. Em seguida, iniciou sua trajetória no mercado que o consagraria, comprando e vendendo imóveis (inicialmente negociando apartamentos e mais tarde terrenos). Atuou nessa área mesmo não tendo o capital necessário para isso (utilizando-se de uma inteligente engenharia financeira).

Em 1962, Elie Horn fundou a Cyrela Comercial Imobiliária SA, que mais tarde deu origem à Cyrela Brasil Realty. Até 1981 a empresa dedicou-se exclusivamente à atividade de incorporação. A partir desse ano, passou a atuar também na construção dos prédios que incorporava, além de constituir sua própria imobiliária. Em 2005, a Cyrela realiza seu IPO e as ações da empresa passam a ser negociadas na antiga Bovespa (atual B3). Em 2007, há um *spin-off*, o que dá origem à Cyrela Commercial Properties, empresa focada no desenvolvimento, locação e comercialização de lajes corporativas de alto padrão e de shopping centers.

¹ Tradução livre de “It makes sense that if you limit your investments to those situations where you are knowledgeable and confident, and only those situations, your success rate rate will be very high”.

² Simplicidade que vai longe - Entrevista concedida à jornalista Critiane Correa no CEO Summit promovido pela Endeavor Brasil em 2014 - <https://www.youtube.com/watch?v=8-BhRKRz2qo>

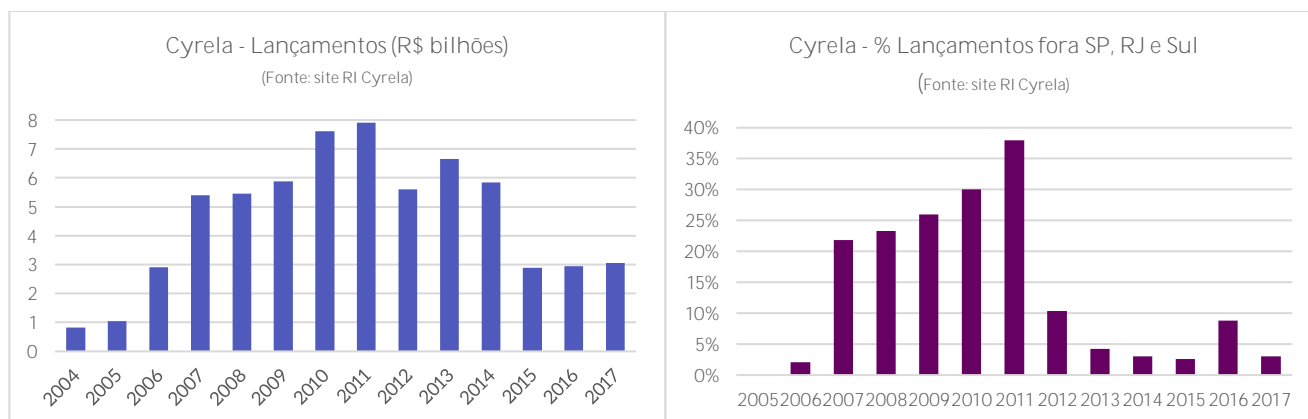
³ “Estamos aqui para fazer o bem”, diz Elie Horn, fundador da Cyrela” – Amauri Segalla – Correio Braziliense, 20/06/2018.



Entendendo a Atual Conjuntura da Cyrela

Tendo em vista o longo e bem-sucedido histórico da Cyrela, seus novos acionistas (investidores que adquiriram ações no IPO) esperavam que a empresa continuasse a entregar os bons resultados do passado, porém numa escala bastante superior. Assim, os novos recursos aportados na companhia vêm acompanhados de pressão do mercado financeiro pelo crescimento. Para atingir esse objetivo, a Cyrela aumenta seus lançamentos ano a ano (mesmo no período da grande crise financeira global, compreendido entre 2008/09).

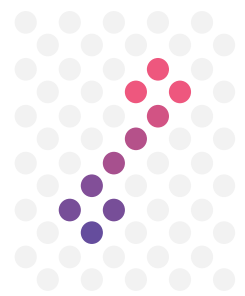
Como parte da sua estratégia de crescimento a Cyrela busca a expansão geográfica. Amplia suas operações para além dos mercados de SP e RJ, onde atuava originalmente, passando a realizar lançamentos na regiões Sul, Centro-Oeste, Nordeste e Norte. O incremento de negócios apresentado num curto espaço de tempo foi bastante significativo e a empresa chegou a ter 220 canteiros de obras em 120 cidades do Brasil⁴. Para conseguir ter capacidade de lançar e construir tantos canteiros de obras simultaneamente, a Cyrela optou por parcerias locais e em algumas praças estabeleceu *joint ventures* com construtoras regionais já estabelecidas.



O ciclo de um empreendimento imobiliário leva, aproximadamente, 5 anos: 2 anos entre compra do terreno até a aprovação do empreendimento e 3 anos entre o lançamento e a conclusão das obras. No entanto, aquela situação era inédita para empresa. A Cyrela jamais havia gerido uma quantidade tão grande de canteiros de obra e nem mesmo estabelecido parcerias com outros construtores em locais tão distantes de seu mercado original. Assim, na medida em que o primeiro ciclo dos empreendimentos lançados nas novas praças evoluiu, os problemas também surgiram. A complexidade de se atuar no segmento de incorporação de alto/médio padrão está concentrado na falta de padronização/repetição das construções. O lançamento de cada empreendimento exige do incorporador a capacidade de:

- i. Escolher a região/bairro e o produto adequado para a demanda: tamanho do imóvel, número de dormitórios e estrutura do empreendimento (salão de festas, piscina, quadra poliesportiva);
- ii. Definir o arquiteto cujas características harmonizem com as do projeto a ser desenvolvido;

⁴ Simplicidade que vai longe - Entrevista concedida à jornalista Critiane Correa no CEO Summit promovido pela Endeavor Brasil em 2014 - <https://www.youtube.com/watch?v=8-BhRKRz2qo>



- iii. Aprovar o projeto junto à prefeitura. Aqui há uma dificuldade extra, pois cada município possui exigências próprias e legislações específicas.

Assim, percebe-se que o lançamento de um empreendimento de médio/alto padrão é quase um artesanato, uma peça única cujos inúmeros detalhes demandam especial atenção do “artista”. Quanto maior a quantidade de variáveis contidas no empreendimento, maior o nível de controle exigido, tanto para desenvolver de forma certa o produto a ser ofertado, bem como para o acompanhamento de obra.

Infelizmente, as parcerias estabelecidas com empreendedores locais não foram eficazes em manter o controle do processo construtivo. Assim, os resultados entregues foram muito inferiores ao previamente projetado, uma vez que foram frequentes os estouros de orçamento e atrasos no cronograma das obras, sobretudo nos empreendimentos das regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste.

A expansão das operações da Cyrela coincidiu com um ciclo de forte crescimento da atividade econômica no Brasil. O aumento da renda das famílias impulsionou a demanda por unidades habitacionais, e a consequência disso foi o marcante aumento do preço dos imóveis. O ciclo de crescimento econômico foi amparado pelo significativo aumento do crédito por parte dos bancos, condição fundamental para o *boom* da atividade imobiliária.

No entanto, a partir de 2015, o Brasil enfrenta uma das piores crises da sua história. Assistimos ao PIB retrair por dois anos consecutivos, algo inédito para o País⁵. O forte crescimento do desemprego e o aumento da cautela por parte dos bancos em conceder crédito derrubaram a demanda por imóveis. Esses fatores potencializaram um dos grandes maus do mercado imobiliário, os distratos. Na entrega das chaves o cliente tem duas opções: 1) quitar a unidade junto à incorporadora; 2) contratar um empréstimo bancário para pagar a construtora (conhecido como “repasso” no mercado imobiliário). Essa segunda opção implica num importante compromisso por parte das famílias, pois compromete parte relevante de sua renda, além de constituir-se um compromisso de longo prazo. Mas, se na entrega das chaves o preço da unidade estiver significativamente menor daquele que vigorava na época em que o cliente assinou o contrato, o cliente consegue distratar a unidade sem que incorra em grandes penalidades.

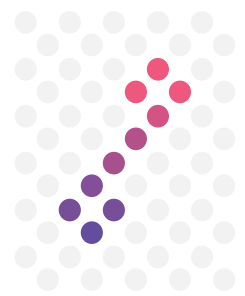
Quando há entrega do empreendimento, a expectativa da incorporadora é que ocorra o repasse ao banco e o saldo do cliente, cerca de 70% do valor da unidade, entre no caixa da empresa. Assim, quando há o distrato, além do não recebimento do saldo devido pelo cliente, a incorporadora deve ressarcir ao mesmo parte dos recursos pagos ao longo do período de obra.

Como agravante, as regiões Norte e Nordeste, foram aquelas que apresentaram o maior incremento de renda e emprego nos anos de crescimento econômico, mas foram também as regiões que apresentaram a maior contração nos anos de recessão.

A Tese de Investimentos

Concomitante aos desafios enfrentados pela Cyrela, ocorreu uma importante mudança na liderança da empresa. O fundador, Elie Horn, transmitiu o comando executivo para seus filhos, assumindo exclusivamente a presidência do conselho de administração. Raphael e Efraim Horn passaram a ser co-CEOs da Cyrela após um longo processo de seleção realizado pelo pai, no qual foram analisados os nomes de vários executivos de mercado. A troca de comando foi acompanhada de uma mudança na forma como os principais executivos enxergam o negócio da Cyrela. Ao contrário do que seria intuitivo imaginar, Raphael e Efraim são mais conservadores do que o pai. Na opinião dos novos executivos, o principal foco da empresa deveria ser a geração de retorno acima do custo de capital,

⁵ “PIB do Brasil cai 7,2% em dois anos, pior recessão desde 1948” – Alessandra Saraiva e Robson Sales – Valor Econômico, 07/03/2017



enquanto que o fundador da empresa sempre foi mais sensível ao crescimento. Os co-CEOs eram conscientes de que para atingir o novo objetivo a Cyrela precisava ter melhor controle sobre os processos de construção. Para tanto, a empresa não poderia ter o mesmo tamanho do passado e nem atuar simultaneamente em várias praças. Essa transição de uma empresa grande, mas com menor rentabilidade, para uma menor, mas que seja capaz de gerar maior valor para os acionistas, é o principal pilar da nossa tese de investimentos em Cyrela.

A diferença de visão de futuro a ser perseguido pela Cyrela gerou um debate dentro da companhia. De um lado, Raphael, Efraim e demais executivos defendem uma empresa menor, mais fácil de ser controlada e mais rentável. De outro lado, Elie Horn e alguns membros do conselho de administração gostariam que, a medida que o ambiente macroeconômico permitisse, a Cyrela voltasse a aumentar o volume de lançamentos. As conversas que mantemos com a empresa nos fazem ter confiança que a opção dos executivos está, gradativamente, sendo implantada. Além disso, o próprio Elie Horn afirma que respeita a opinião dos filhos, uma vez que são eles os executivos, conforme entrevista concedida à jornalista Cristiane Correa⁶.

Dessa forma, está em curso um planejamento denominado, internamente, de 4/4/4, através do qual a Cyrela espera, até 2020, gerar anualmente R\$ 4 bilhões de lançamentos, R\$ 4 bilhões de vendas e R\$ 4 bilhões de reconhecimento de receita. Os executivos acreditam que a Cyrela deve ter um tamanho menor do que no passado para que seja possível atingir uma maior rentabilidade.

Da mesma forma que no passado a combinação de problemas internos (crescimento desordenado) com a piora do ambiente macro (queda no PIB, aumento do desemprego) provocou a tempestade perfeita (alta dos distratos e piora dos resultados operacionais), achamos que a conjuntura atual é muito propícia para a implantação do 4/4/4 pela Cyrela.

Os juros para financiamento imobiliário com taxas de mercado estão no menor nível desde o início da série informada pelo Banco Central (março/2011). Além disso, nossas pesquisas constataram que as instituições financeiras demonstram maior apetite por essa linha de crédito.

Atividade econômica mostra reação. A expectativa do mercado, medido pelo relatório Focus do Banco Central, mostra que o PIB deve subir 1,50% em 2018 e 2,50% em 2019⁷. Ou seja, conforme mencionamos na carta 1T18, acreditamos que estamos apenas no início da retomada da atividade econômica.

Outro fator conjuntural que deve ajudar a Cyrela é a melhora gradual do mercado de trabalho. Desde 2014 o desemprego subiu consideravelmente, até atingir a máxima de 13,3% em março de 2017, de acordo com o relatório PNAD Contínua elaborado mensalmente pelo IBGE. No último dado disponível, em junho desse ano, a taxa de desemprego estava em 12,4%. Apesar do valor ainda apontar um alto nível de ociosidade no mercado de trabalho, é inegável que a tendência é de redução desse índice.

Além do ambiente macroeconômico, a situação operacional, comercial e financeira da Cyrela muito contribui para que ela se torne uma empresa menor e mais rentável. Primeiramente, seu objetivo é atuar apenas na Grande SP, algumas cidades do interior Paulista, Rio de Janeiro e região metropolitana de Porto Alegre. Estar presente apenas nessas praças mostra-se a estratégia adequada, não apenas por reduzir sensivelmente o escopo de atuação da empresa, o que facilita o controle das obras, mas porque essas regiões apresentam os melhores preços e as maiores velocidades de venda.

⁶ Simplicidade que vai longe - Entrevista concedida à jornalista Cristiane Correa no CEO Summit promovido pela Endeavor Brasil em 2014 - <https://www.youtube.com/watch?v=8-BhRKRz2qo>

⁷ Banco Central do Brasil: Focus – Relatório de Mercado 03/08/2018



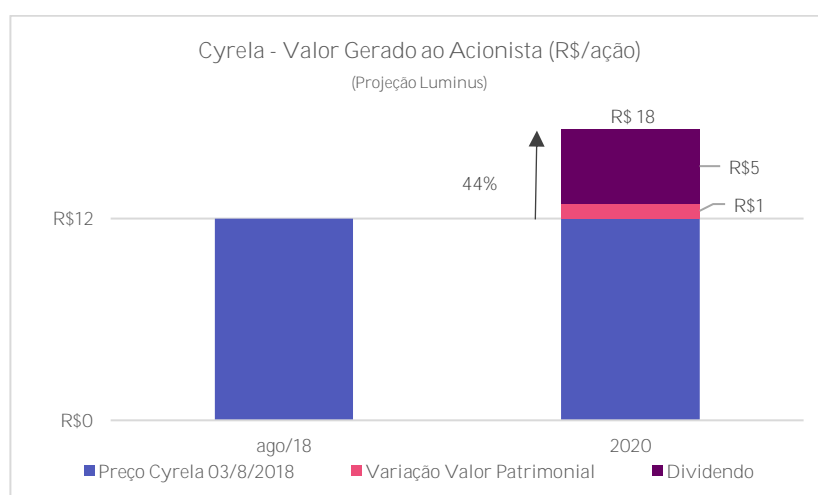
Ainda como parte da nova estratégia, os executivos escolheram focar as atividades da Cyrela em dois segmentos de mercado: o de altíssimo padrão e o de habitação para baixa renda, os quais se mostram menos sensíveis à atividade econômica. O primeiro porque seu público é de alta renda e muito frequentemente adquire um apartamento no lançamento com o objetivo de ir morar no imóvel. O segundo possui um modelo de negócio muito interessante, pois o cliente é financiado pelo banco desde a venda, quando do lançamento do empreendimento (repassa na planta). Nesse sistema não existe distrato.

Resultados Esperados

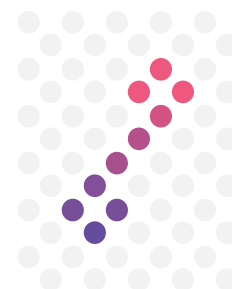
A safra problemática de empreendimentos da Cyrela ficou para trás e nossa expectativa é de entregas normalizadas e com repasses no ano de 2018 (os números do primeiro semestre do ano já trazem essa indicação). A grande quantidade de distratos nos últimos anos implicou num significativo aumento do volume de imóveis prontos que a Cyrela carrega em estoque. Mantendo-se a gradativa recuperação econômica em curso, acreditamos que haverá uma aceleração das vendas da Cyrela, sobretudo de estoque de unidades prontas. O grande destaque é que a quase totalidade do valor desse tipo de estoque é convertido em caixa, pois não há mais custo de obra a incorrer nessas unidades.

A alta geração de caixa e o desejo dos executivos de tornar a Cyrela uma empresa menor somam-se ao fato do endividamento da empresa, medido pela relação dívida líquida / patrimônio líquido, estar no seu menor nível histórico. Assim, tem-se uma condição muito propícia para a distribuição do excedente de caixa. Nossas projeções apontam que a empresa irá distribuir mais de 40% do seu valor de mercado atual como dividendos até o final de 2020.

Outro fator que torna o caso de investimento atrativo está na possível reclassificação do mercado em relação ao múltiplo de Cyrela. Na medida em que a estratégia proposta por Raphael e Efraim Horn se realizar, a companhia será capaz de entregar um maior retorno sobre patrimônio líquido. Assim, é muito provável que a empresa passe a ser negociada por um múltiplo de preço / valor patrimonial bem superior aos atuais 0,82x.



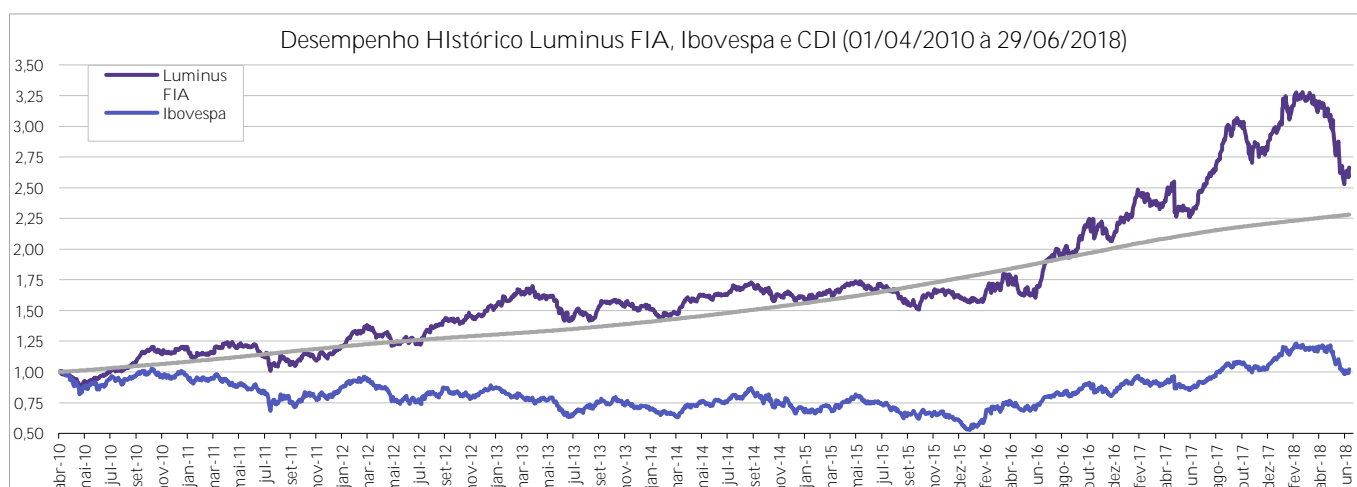
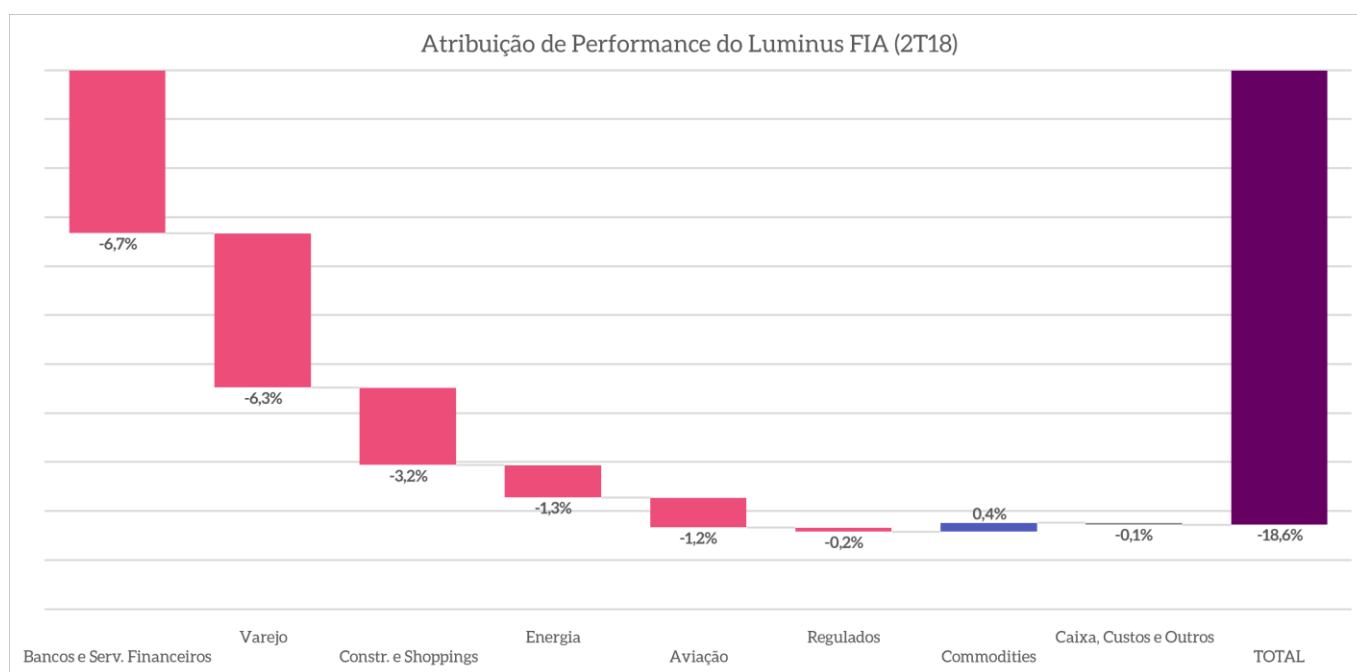
A Cyrela possui um longo histórico e o que a fez ser uma empresa diferenciada foi a maneira como seu fundador a conduziu. A transmissão do comando de Elie Horn para seus filhos, feita de forma muito natural,

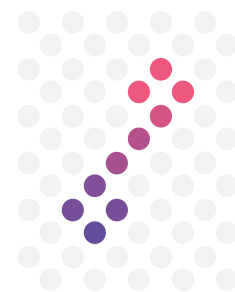


garantiu a continuidade da empresa. Acreditamos que a estratégia em curso, conduzida por Raphael e Efraim, terá êxito. Assim, para que nosso investimento em Cyrela gere bons frutos, precisamos apenas que a empresa continue a fazer o que sempre realizou ao longo de décadas de história.

Análise 2º Trimestre de 2018

No segundo trimestre de 2018 o Luminus FIA acumulou uma rentabilidade de -18,56%, contra -14,76% do Ibovespa e 1,56% do CDI. A correção do preço das ações no trimestre foi uma das piores da série histórica, influenciada por eventos globais e locais conforme detalharemos abaixo.





Do lado externo, o trimestre foi marcado pelo fortalecimento do dólar em relação às principais moedas globais, em especial as emergentes, motivados por:

- i) Aumento dos juros americanos de 10 anos (*US Treasuries*) que ultrapassaram os 3,10% a.a, maior patamar dos últimos 7 anos;
- ii) Tensões relacionadas a guerra comercial entre China e EUA, com possíveis retaliações e impactos no comércio global;

Adicionalmente, o preço internacional do petróleo acumulou alta de 13% somente neste trimestre, atingindo novamente US\$80/barril (brent).

Movimento de aversão a risco global e mal estar em relação aos emergentes, especialmente o Brasil, agravaram-se com crise na Argentina – importante parceiro comercial Brasileiro – que era apontada como um caso de sucesso em termos de mudança de política econômica. Em meados do mês de maio, o movimento se intensificou no mercado Brasileiro após reunião do Copom. O Banco Central, divergindo das expectativas de mercado, não reduziu a taxa básica de juros (Selic) sinalizando o final do ciclo de afrouxamento monetário com Selic de 6,5% ao ano, vindo de 14,25% em 2016. Expectativa de inflação na meta e ausência de reformas estruturantes foram as principais explicações para o movimento, mesmo com crescimento frustrando as expectativas. Juros futuros locais tiveram forte alta, acentuando o movimento de correção do Ibovespa e do câmbio.

Ao final de maio, a conjunção de dólar fortalecido (+17,25% no 2T18, atingindo R\$3,88/US\$ no fechamento de junho), preço de petróleo em alta e política de reajuste diário da Petrobras (iniciada em junho de 2017) foram motivadores para o início da greve dos caminhoneiros, que paralisou o país por mais de 10 dias. Esse movimento, além de impactar diretamente a atividade econômica (o que conseguimos medir nos primeiros resultados trimestrais das empresas que acompanhamos) afetou a confiança e, especialmente, a inflação (os efeitos nessa acreditamos que serão passageiros). A greve fez com que a projeção do crescimento do PIB, que já vinha frustrando as expectativas, fosse revista para baixo, contaminando negativamente os ativos.

Além das questões econômicas, a proximidade das eleições e as incertezas e receios quanto ao seu resultado acentuaram o movimento de correção.

Acreditamos, conforme já detalhamos em nossa carta do primeiro trimestre⁸, que o processo de recuperação cíclica da atividade econômica e dos resultados corporativos (não necessariamente linear) domésticos ainda está no seu início. Atribuímos baixa probabilidade de o processo eleitoral abortar esta tendência, uma vez que temas como reformas e redução do tamanho do estado estão presentes nos discursos dos principais candidatos à presidência.

Aproveitamos o grande movimento de realização dos últimos meses para incrementar de forma significativa o investimento em ativos que possuam margem de segurança adequada, principal pilar em todas nossas teses de investimento.

Equipe Luminus

contato@luminuscapital.com.br

luminuscapital.com.br

São Paulo, agosto de 2018

Aviso ao Investidor: Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou Fundo Garantidor de Crédito – FGC. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos.



⁸ [Carta do Gestor: 1º Trimestre de 2018 e Tese de Investimento em Via Varejo](#)