



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CAMPUS REITOR JOÃO DAVID FERREIRA LIMA
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO E SISTEMAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO MECÂNICA

André Borges Parente

Avaliação Econômica da Empresa Eztec S.A.

Florianópolis
2024

André Borges Parente

Avaliação Econômica da Empresa Eztec S.A.

Trabalho de Conclusão de Curso submetido ao curso de Engenharia de Produção Mecânica do Campus Reitor João David Ferreira Lima da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Engenharia Mecânica, com habilitação em Engenharia de Produção.

Orientador: Prof. Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, Dr.

Florianópolis

2024

Borges Parente, André

Avaliação Econômica da Empresa Eztec S.A. / André Borges Parente ; orientador, Marco Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, Dr., 2024.

103 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico,
, Florianópolis, 2024.

Inclui referências.

1. . 2. Avaliação de Empresas. 3. Fluxo de Caixa Descontado. I. Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, Dr., Marco . II. Universidade Federal de Santa Catarina. . III. Título.

André Borges Parente

Avaliação Econômica da Empresa Eztec S.A.

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado para obtenção do título de Bacharel em Engenharia Mecânica e aprovado em sua forma final pelo Curso em Engenharia de Produção.

Florianópolis, 10 de Dezembro de 2024.



Coordenação do Curso

Banca examinadora



Prof. Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, Dr.

Orientador



Prof. Javier Gutierrez Castro

Banca Examinadora - UFSC



Prof. Antonio Cezar Bornia

Banca Examinadora - UFSC

Florianópolis, 2024

RESUMO

A avaliação de empresas é uma ferramenta essencial para estimar o valor econômico de uma companhia, possibilitando uma análise detalhada de seu potencial de mercado e subsidiando decisões estratégicas para investidores e gestores. Este trabalho teve como objetivo avaliar a Eztec S.A., uma das principais incorporadoras do setor imobiliário no Brasil, por meio do modelo de fluxo de caixa descontado, além de complementar essa análise com a metodologia de avaliação por múltiplos. O estudo buscou identificar o valor econômico da empresa e estimar o preço justo de suas ações, levando em consideração as especificidades de sua atuação no estado de São Paulo, com destaque para o segmento de imóveis residenciais e comerciais.

A metodologia empregada incluiu a análise do modelo de negócios da Eztec e o levantamento do histórico financeiro recente, com projeções elaboradas até 2033. As projeções abrangeram as principais linhas financeiras, como receitas, custos, despesas operacionais e investimentos, ajustadas às condições macroeconômicas, incluindo inflação e taxa de juros. Os resultados obtidos indicaram um valor econômico de R\$ 3,71 bilhões para a empresa pelo método do fluxo de caixa descontado, com preço-alvo por ação de R\$ 16,81, enquanto a avaliação por múltiplos forneceu um valor médio por ação de R\$ 11,09 para o indicador Preço/Lucro (P/L) e R\$ 15,66 para o indicador Preço/Valor Patrimonial (P/VP).

Essa convergência entre os dois métodos reforça a consistência das estimativas e destaca o potencial de crescimento futuro da Eztec, mesmo em um ambiente desafiador para o setor.

Por fim, o estudo oferece uma análise abrangente da empresa, considerando tanto os fatores internos de sua operação quanto as influências externas de um mercado cíclico e altamente competitivo. Ao combinar duas abordagens de valuation, a pesquisa buscou entregar uma visão complementar do valor da companhia, contribuindo para o entendimento do setor imobiliário e para a tomada de decisões informadas por parte de investidores.

Palavras-chave: Avaliação de Empresas, Fluxo de Caixa Descontado, Mercado Imobiliário, Setor de Construção Civil.

ABSTRACT

Company valuation is an essential tool for estimating the economic value of a company, enabling a detailed analysis of its market potential and supporting strategic decision-making for investors and managers. This study aimed to evaluate Eztec S.A., one of the leading developers in Brazil's real estate sector, using the discounted cash flow model, complemented by the multiples valuation methodology. The research sought to determine the company's economic value and estimate the fair price of its shares, considering its operations in São Paulo state, with a focus on the residential and commercial real estate segments.

The methodology employed included analyzing Eztec's business model and reviewing its recent financial history, with projections developed through 2033. These projections encompassed key financial lines such as revenues, costs, operating expenses, and investments, adjusted for macroeconomic conditions, including inflation and interest rates. The results indicated an economic value of BRL 3.71 billion for the company using the discounted cash flow model method, with a target price per share of BRL 16.81. Meanwhile, the multiples valuation provided an average share value of BRL 11.09 based on the Price/Earnings (P/E) ratio and BRL 15.66 based on the Price/Book Value (P/BV) ratio.

The convergence between the two methods reinforces the consistency of the estimates and highlights Eztec's potential for future growth, even in a challenging environment for the sector.

Finally, the study provides a comprehensive analysis of the company, considering both internal operational factors and external influences in a cyclical and highly competitive market. By combining two valuation approaches, the research aimed to deliver a complementary perspective on the company's value, contributing to a better understanding of the real estate sector and supporting informed decision-making by investors.

Keywords: Business Valuation, Discounted Cash Flow, Real Estate Market, Construction Industry.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Estrutura DRE	27
Figura 2 – Estrutura DFC – Método Indireto	28
Figura 3 - Fluxograma da Metodologia de Trabalho	38
Figura 4 – Ciclo Construtivo EZTEC	55
Figura 5 – Projeções dos Fluxos Operacionais, de Investimento e de Financiamento	91

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Composição Acionária EZTEC	40
Tabela 2 – Principais Acionistas EZTEC	41
Tabela 3 – Composição Despesas Operacionais.....	72
Tabela 4 – Demonstração de Resultados (milhares de R\$).....	83
Tabela 5 - Projeção DRE	87
Tabela 6 - Projeção CMV.....	87
Tabela 7 – Projeções de Prazos (dias).....	90
Tabela 8 – Projeção Fluxo de Caixa Livre e Valor da Perpetuidade	92
Tabela 9 – Cálculo Custo de Capital Próprio.....	94
Tabela 10 – Cálculo Custo de Capital	95
Tabela 11 – Projeção Fluxos de Caixa Futuros.....	96
Tabela 12 – Valor da Firma e do Equity	96
Tabela 13 – Matriz de Sensibilidade.....	97
Tabela 14 – Tabela de Múltiplos.....	Erro! Indicador não definido.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Taxa de Crescimento da População Brasileira	48
Gráfico 2 – Número de pessoas por Domicílio	49
Gráfico 3 – Alteração da Pirâmide etária	49
Gráfico 4 – Lançamentos de imóveis	50
Gráfico 5 – Número de Distratos Imobiliários	51
Gráfico 6 – Índice Nacional de Custos da Construção	51
Gráfico 7 – Custos por m ²	52
Gráfico 8 – <i>Market Share</i> Principais <i>Players</i>	60
Gráfico 9 – Análise 5 Forças de Porter	65
Gráfico 10 – Receita Líquida (R\$ milhões)	69
Gráfico 11 – Volume de distratos (R\$ milhões)	69
Gráfico 12 – Volume de lançamentos em VGV (R\$ milhões)	70
Gráfico 13 – Custos de Mercadorias Vendidas (R\$ milhares)	72
Gráfico 14 – Evolução Despesas Operacionais (R\$ milhares)	73
Gráfico 15 – Evolução Despesas Operacionais Destaque (R\$ milhares).....	73
Gráfico 16 – Lucro Líquido (R\$ Milhões) e Margem Líquida (%).....	75
Gráfico 17 – ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido).....	76
Gráfico 18 – Endividamento	78
Gráfico 19 – Geração de Caixa Operacional e Posição de Caixa	79
Gráfico 20 – Indicadores de Vendas	83
Gráfico 21 – Projeção Receita de Vendas (milhares R\$)	84
Gráfico 22 – Valor Geral de Vendas em estoque (milhões).....	85
Gráfico 23 – Projeção de Receita Total (milhões R\$).....	85
Gráfico 24 – Projeção CMV e Receitas (Despesas) Operacionais	87
Gráfico 25 – Projeção Imobilizado e Intangível.....	89

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	13
1.1	JUSTIFICATIVA.....	14
1.2	DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	14
1.3	OBJETIVOS.....	14
1.3.1	Objetivo Geral	14
1.3.2	Objetivos Específicos.....	15
1.3.3	Estrutura do Trabalho	15
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	16
2.1	AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	16
2.2	MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	16
2.2.1	Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado	17
2.2.2	Avaliação Relativa	23
2.2.3	Avaliação Patrimonial.....	24
2.3	DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS.....	25
2.3.1	Balanço Patrimonial	25
2.3.2	Demonstração de resultado do exercício.....	27
2.3.3	Demonstração de Fluxo de Caixa	27
2.4	INDICADORES FINANCEIROS	29
2.4.1	Indicadores de Liquidez.....	29
2.4.2	Indicadores de Giro	30
2.4.3	Indicadores de Margem.....	31
2.4.4	Indicadores de Endividamento.....	32
2.4.5	Indicadores de Rentabilidade	33
2.5	ANÁLISES ESTRATÉGICAS.....	34
2.5.1	Análise SWOT	34
2.5.2	Análise 5 Forças de Porter.....	35
3	METODOLOGIA.....	37
3.1	CLASSIFICAÇÃO METODOLÓGICA.....	37
3.2	PROCEDIMENTO METODOLÓGICO	37
4	A EZTEC S.A.....	39

4.1	ESTRUTURA SOCIETÁRIA	40
4.2	CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DIREÇÃO EZTEC	42
4.2.1	Empreendimentos Comerciais	45
4.2.2	Residencial de Médio e Alto Padrão	46
4.2.3	Residencial de Baixa Renda	47
5	ANÁLISE DA EZTEC	48
5.1	ANÁLISE SETORIAL	48
5.1.1	Direcionadores de Crescimento.....	48
5.2	DINÂMICA DE COMPETITIVIDADE.....	52
5.2.1	Modelo de Negócios	53
5.3	VANTAGENS COMPETITIVAS	55
5.4	RISCOS 56	
5.5	FORÇAS DE PORTER	59
5.5.1	Rivalidade entre concorrentes	59
5.5.2	Poder de Barganha dos Fornecedores.....	61
5.5.3	Poder de Barganha dos Clientes.....	62
5.5.4	Ameaça de Novos Entrantes	63
5.5.5	Produtos Substitutos	64
5.5.6	Conclusão das Forças de Porter.....	64
5.6	MATRIZ SWOT	65
5.6.1	Forças	65
5.6.2	Fraquezas	66
5.6.3	Oportunidades	66
5.6.4	Ameaças	67
6	ANÁLISE FINANCEIRA	68
6.1	ANÁLISE DAS RECEITAS.....	68
6.2	ANÁLISE DOS CUSTOS E DESPESAS.....	71
6.3	ANÁLISE DE LUCRATIVIDADE E RENTABILIDADE.....	74
6.4	ANÁLISE DE INVESTIMENTOS.....	77
6.5	CONCLUSÕES SOBRE ANÁLISE FINANCEIRA.....	79
7	VALUATION	81

7.1	PREMISSAS	81
7.2	MERCADO ENDEREÇAVEL	82
7.3	PROJEÇÃO DE RECEITA.....	82
7.4	PROJEÇÕES DOS CUSTOS E DESPESAS	86
7.5	PREMISSAS DE PROJEÇÃO PATRIMONIAL	88
7.5.1	Premissas de Capex	89
7.5.2	Premissas de Capital de Giro	90
7.6	PROJEÇÃO DA PERPETUIDADE	91
7.7	CUSTO DE CAPITAL.....	92
7.7.1	Custo do Capital Próprio.....	92
7.7.2	Custo do Capital de Terceiros	94
7.7.3	Cálculo do Custo do Capital da EZTEC	95
7.8	VALOR DA FIRMA E DO EQUITY	95
7.9	ANÁLISE POR MÚLTIPLOS	98
8	CONCLUSÃO.....	100
	REFERÊNCIAS.....	102

1 INTRODUÇÃO

A dinâmica do mercado de capitais brasileiro tem sido profundamente influenciada por fatores como a globalização e o aumento do fluxo de capital estrangeiro para o país, alterando significativamente a abordagem dos investidores nacionais em relação ao mercado local (Póvoa, 2012). Neste contexto, a capacidade de avaliar corretamente o valor de uma empresa, torna-se crucial, tanto para investidores quanto para as próprias corporações envolvidas. Como apontado por Damodaran (2012), é vital para os investidores entenderem não apenas o valor intrínseco dos ativos, mas também as fontes desse valor.

Dentro desse contexto, a técnica de *valuation* é empregada para trazer objetividade ao processo de valoração de uma empresa, estabelecendo premissas que ajudam a definir um determinado preço justo para o ativo. Essa técnica é essencial para a gestão estratégica e operacional, influenciando diretamente decisões em finanças corporativas, fusões, aquisições e no gerenciamento de portfólios (Damodaran, 2012a). Em adição, identificar ativos que estejam sendo negociados abaixo do seu valor justo, torna-se uma oportunidade de investimento atrativa.

Contudo, avaliar o preço justo de um ativo está longe de ser uma tarefa simples e existem diversos métodos que podem ser utilizados. Como protagonista entre esses métodos, está o fluxo de caixa descontado, sendo frequentemente utilizado para fornecer um melhor embasamento nessa tomada de decisão. Apesar de sua ampla aceitação, esse método enfrenta desafios significativos, como a estimativa precisa de variáveis-chave e a sensibilidade a premissas subjetivas, o que pode introduzir incertezas nos resultados (DAMODARAN, 2023). Ainda assim, é amplamente preferido em avaliações que demandam precisão, destacando-se como ferramenta central para decisões estratégicas, como fusões e aquisições (PINTO et al., 2019)

Isto posto, pode-se encontrar uma série de relações no processo de avaliação de empresas com os conceitos chave da engenharia econômica, enquadrada pela Associação Brasileira de Engenharia de Produção (ABEPRO) como uma das 10 subáreas da engenharia de produção. Este campo inclui técnicas essenciais de análise financeira como Valor Presente Líquido (VPL), Taxas Internas de Retorno (TIR), e Payback, além de envolver habilidades em engenharia de custos, as quais são fundamentais para avaliar os custos de capital e a eficácia da companhia.

1.1 JUSTIFICATIVA

A aplicação do método de fluxo de caixa descontado apresenta uma oportunidade para aprofundar o entendimento sobre uma das técnicas mais respeitadas e utilizadas na avaliação de empresas. Este método proporciona uma visualização sobre como as expectativas futuras de fluxos de caixa e as taxas de desconto afetam o valor das empresas.

A motivação para o desenvolvimento do trabalho sobre a EZTEC S.A. se encontra na relevância e robustez da empresa dentro do setor de construção civil e mercado imobiliário brasileiro. A empresa é reconhecida por sua eficiência operacional e financeira, destacando-se por uma gestão focada na rentabilidade e na qualidade de seus empreendimentos (EZTEC, 2024). Além disso, a indústria de construção civil está focada em dobrar sua participação no PIB nos próximos cinco anos, com planos para melhorar a produtividade, competitividade, sustentabilidade e construção voltada para o desenvolvimento social de acordo com a Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC, 2024). Essas estatísticas destacam não apenas a resiliência do setor, mas também sua importância estratégica para o crescimento econômico e desenvolvimento social do país.

1.2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Qual o valor econômico estimado para a EZTEC S.A?

1.3 OBJETIVOS

Os objetivos deste trabalho podem ser divididos entre gerais e específicos.

1.3.1 Objetivo Geral

O objetivo geral deste trabalho é apresentar o valor econômico da EZTEC S.A, empresa brasileira do setor de construção civil, através do método do Fluxo de Caixa Descontado.

1.3.2 Objetivos Específicos

- Analisar o setor de construção civil no qual a EZTEC está inserida;
- Realizar a análise estratégica, posicionamento competitivo, modelo de negócio e fontes de valor da companhia;
- Realizar projeções futuras das demonstrações financeiras da empresa, baseando-se em premissas financeiras e econômicas;
- Apresentar o valor da EZTEC SA a partir do método do Fluxo de Caixa Descontado;
- Validar os resultados encontrados através da Análise de Múltiplos.

1.3.3 Estrutura do Trabalho

A estrutura deste trabalho é composta com a finalidade de explorar o tema proposto e alcançar o objetivo geral e os específicos. O primeiro capítulo introduz o tema da pesquisa, através de uma breve contextualização e justificativa, e apresenta os objetivos e a estrutura do trabalho.

O segundo capítulo, por sua vez, apresenta a fundamentação teórica utilizada no desenvolvimento do trabalho, apresentando as principais características dos demonstrativos e indicadores utilizados na análise financeira da empresa, assim como as ferramentas para análise estratégica e do modelo de negócio da companhia. O terceiro capítulo, traz os procedimentos metodológicos utilizados na formulação do estudo.

Em seguida, o quarto capítulo aborda o desenvolvimento do estudo de caso proposto, onde são feitas a descrição detalhada da empresa e do seu setor de atuação, bem como a aplicação das ferramentas escolhidas para a análise financeira da empresa.

Por fim, o último capítulo aborda as considerações finais do estudo realizado, além de recomendações para futuros estudos.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

A compreensão de preço versus valor é uma questão central na tomada de decisão de compra. Comumente, consumidores avaliam intuitivamente se uma compra é considerada “cara” ou “barata”, o que vai além da simples etiqueta de preço, adentrando na percepção subjetiva do valor que aquele bem proporciona em relação aos benefícios percebidos.

Essa avaliação subjetiva, que inclui aspectos como satisfação pessoal e adequação às necessidades, distingue-se claramente do montante monetário exigido para adquirir um determinado bem. No contexto de bens financeiros, como participações em empresas, essa análise se torna mais complexa, apesar de muito similar. O preço reflete a interação da oferta e demanda em um dado momento, enquanto o valor é influenciado por percepções individuais sobre o potencial futuro e a capacidade de geração de caixa dessa empresa.

A prática conhecida como *valuation* (ou valoração de empresas) surge como uma ferramenta crítica nesta análise. Ela emprega teorias econômicas e modelos financeiros para estimar o valor justo de um ativo, reduzindo a inerente subjetividade dessa avaliação. Apesar de as metodologias de *valuation* oferecerem uma gama de possíveis valores em vez de um número exato, o objetivo é proporcionar uma base sólida para que investidores e compradores façam escolhas informadas e economicamente justificáveis (Póvoa, 2012).

O processo de *valuation* busca alinhar o preço de mercado com o valor econômico estimado, levando em consideração variáveis como crescimento esperado, expansão de mercado e eficiência operacional. Assim, tanto no cotidiano dos consumidores quanto no complexo mundo dos negócios e investimentos, entender a distinção e a relação entre preço e valor é fundamental para decisões de compra racionais e estrategicamente vantajosas (Póvoa, 2012).

2.2 MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

No campo da avaliação de empresas, uma variedade de modelos é empregada por analistas e investidores para prever o comportamento futuro de ativos

financeiros. Esses modelos variam em termos de técnicas, suposições, análises e benefícios, como destacam Assaf Neto (2014b), Damodaran (2012a) e Serra e Wickert (2019). Os métodos mais discutidos na literatura financeira incluem a Avaliação Patrimonial, Avaliação Relativa e Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado, além de métodos mais especializados como a Avaliação por Direitos Contingentes os quais serão detalhados a seguir.

2.2.1 Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

O método de avaliação do Fluxo de Caixa Descontado é amplamente reconhecido por sua robustez técnica e conceitual, sendo considerado um dos mais completos para determinar o valor justo de uma empresa. Segundo Damodaran (2012a), o método do fluxo de caixa serve como a fundação sobre a qual muitos outros modelos de avaliação são desenvolvidos, sendo por isso uma técnica predominante no mercado financeiro para realizar avaliações de empresas.

De forma geral, o Fluxo de Caixa Descontado estima o valor de um investimento ao trazer para o presente os fluxos de caixa futuros esperados de uma empresa, aplicando uma taxa de desconto que reflete o nível de risco associado ao investimento. Essa metodologia se baseia no princípio da matemática financeira do valor presente, o qual determina que o valor de um ativo deve ser a soma dos fluxos de caixa futuros descontados ao valor presente, conforme a equação (1):

$$VPL = \sum_{t=1}^n \left(\frac{FCt}{(1+k)^t} \right) \quad (1)$$

Onde:

VPL = Valor presente líquido do ativo;

FCt = Fluxo de Caixa no período t;

n = Período de vida útil do ativo;

k = Taxa de desconto.

Ao avaliar o valor de uma empresa utilizando o método de Fluxo de Caixa Descontado, é fundamental considerar que as empresas são vistas como entidades com vida útil indeterminada. Nesse contexto, não apenas os fluxos de caixa de curto

e médio prazo são relevantes, mas também o valor residual, que representa o valor dos fluxos de caixa após o período de projeção inicial. Este valor residual capta a expectativa de geração de caixa a longo prazo, a qual pode ser difícil de projetar com precisão.

Para calcular o valor de uma firma, é necessário então somar os fluxos de caixa projetados durante o período previsível à estimativa do valor residual, que representa uma parte significativa do valor total em muitas avaliações. Damodaran (2012a) enfatiza a importância do valor residual e oferece uma fórmula específica para sua estimativa, que integra este componente crítico ao valor presente dos fluxos futuros esperados. Esta abordagem assume que, apesar de não ser possível prever com precisão os fluxos de caixa muito distantes, a empresa continuará suas operações indefinidamente, contribuindo assim para o seu valor contínuo. Desse modo, o valor de uma firma é dado por:

$$\text{Valor de uma firma} = \sum_{t=1}^{t=n} \left(\frac{\text{Fluxos de caixa esperados}}{(1+k)^t} \right) + \left(\frac{\text{Valor Residual}}{(1+k)^n} \right) \quad (2)$$

Onde:

t = Cada período;

n = Período final de projeção;

k = Taxa de desconto;

2.2.1.1 Fluxo de Caixa para o Acionista e Fluxo de Caixa para a Firma

Ao abordar as projeções dos fluxos de caixa futuros de uma empresa, é crucial diferenciar entre duas formas de fluxo de caixa: o Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF do inglês *free cash flow to firm*) e o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE do inglês *free cash flow to equity*).

Essa distinção é fundamental devido à estrutura de capital da empresa, que pode incluir tanto o capital de acionistas quanto o de credores, que são remunerados de maneiras distintas durante a apuração dos resultados.

O FCFF representa o fluxo de caixa que a empresa gera após cobrir suas despesas operacionais, mas antes de pagar os juros aos credores. É calculado a partir

do lucro operacional (EBIT), conforme descrito por Serra e Wickert (2019), e não leva em conta os pagamentos de juros, sendo assim representativo do fluxo de caixa disponível tanto para os acionistas quanto para os credores.

Por outro lado, o FCFE é o fluxo de caixa que resta para os acionistas após todos os pagamentos, incluindo juros aos credores. Este valor é o que efetivamente pode ser distribuído aos detentores de capital próprio.

Essas duas abordagens refletem as diferentes prioridades e riscos associados a cada tipo de capital dentro da empresa. Enquanto o FCFF fornece visão abrangente do desempenho operacional da empresa sem considerar a estrutura de financiamento, o FCFE foca exclusivamente nos retornos disponíveis para os acionistas após atender às obrigações financeiras. Ambos são essenciais para uma análise financeira completa e oferecem uma visão sobre a saúde financeira e o potencial de investimento de uma companhia. De acordo com Serra e Wickert (2019), o fluxo de caixa da firma pode ser obtido a partir do lucro operacional (EBIT), representado pela equação (3):

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} (1 - \text{IR}) + D\&A - \text{Capex} - \Delta\text{CapGiro} \quad (3)$$

Onde:

FCFF = Fluxo de caixa livre para a firma;

EBIT = Lucro antes de juros e imposto de renda;

IR = Alíquota do Imposto de Renda em %;

D&A = Depreciação e Amortização;

Capex = Investimento em imobilizado e intangíveis;

$\Delta\text{CapGiro}$ = Variação no capital de giro.

Enquanto o fluxo de caixa do acionista pode ser calculado a partir do lucro líquido conforme a equação (4):

$$\text{FCFE} = \text{LL} + D\&A + \Delta\text{Endividamento} - \text{Capex} - \Delta\text{CapGiro} \quad (4)$$

Onde:

FCFE = Fluxo de caixa livre para o acionista;

LL = Lucro líquido;

Δ Endividamento = (+) aumento ou (-) redução das dívidas.

2.2.1.2 Valor Residual

A modelagem financeira é uma ferramenta essencial que projeta os resultados futuros baseando-se em premissas e análises atuais. Apesar de oferecer previsões com um grau confiável de precisão, com base no modelo de negócio e no contexto em que a empresa está inserida, é crucial lembrar que tais premissas sempre contêm uma incerteza inerente, que aumenta com a extensão do tempo projetado.

Para o cálculo do valor residual da companhia, considera-se que a empresa operará indefinidamente, e o valor do último fluxo de caixa projetado é utilizado para calcular o valor residual, aplicando-se uma taxa de crescimento constante para perpetuidade, conforme descrito por Damodaran (2012b) e Serra e Wickert (2019). Este valor residual é crucial para determinar o valor contínuo da empresa, enfatizando a necessidade de limitar as projeções de fluxo de caixa e utilizar uma taxa de crescimento constante em análises de avaliação de longo prazo, podendo ser encontrado a partir da seguinte equação:

$$\text{Valor Residual} = \frac{FC_{n+1}}{k-g} = \frac{FC_n(1+g)}{k-g} \quad (5)$$

Onde:

FC_n = Fluxo de caixa no período anterior à perpetuidade (último projetado);

g = Taxa de crescimento na perpetuidade;

k = Taxa de desconto na perpetuidade.

2.2.1.3 Custo de capital

Como abordado anteriormente, dentro do processo de avaliação de empresas, os fluxos de caixa projetados e o valor residual de uma empresa são trazidos a valor presente utilizando uma taxa de desconto, que representa o custo de oportunidade dos fornecedores de capital, considerando o risco assumido. Essa taxa é o retorno mínimo exigido por esses agentes financeiros. Credores e acionistas, ao fornecerem capital, enfrentam diferentes níveis de risco e, portanto, exigem diferentes

retornos mínimos. O custo de capital próprio é o retorno esperado pelos acionistas, enquanto o custo de capital de terceiros é o retorno exigido pelos credores.

Na avaliação de empresas pelo método do fluxo de caixa descontado mostrado no tópico 2.2.1, dois tipos de fluxo de caixa são considerados: o fluxo de caixa livre do acionista e o fluxo de caixa livre da firma.

Ao utilizar o fluxo de caixa livre do acionista, a taxa de desconto aplicada é o custo de capital próprio. Já na avaliação pelo fluxo de caixa livre da firma, utiliza-se o custo médio ponderado de capital (WACC), que combina o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros.

2.2.1.4 Custo de Capital Próprio

O custo de capital próprio é o retorno mínimo exigido pelos acionistas de uma empresa, apesar de existir certa subjetividade nessa decisão, existem diversos métodos que buscam tornar o cálculo mais objetivo. O modelo mais utilizado no mercado é o CAPM (*Capital Asset Pricing Model* ou Modelo de Precificação de Ativos Financeiros), segundo Damodaran (2007), esse método relaciona o retorno esperado de um ativo em função de uma taxa livre de risco, do prêmio pelo risco de mercado e da correlação entre o ativo com o mercado β . Sendo assim, o custo de capital pode ser calculado pela expressão 6:

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (6)$$

Onde:

K_e = Retorno Esperado do Investimento (*Expected Return of Investment*);

O modelo estabelece o custo de capital ideal como a combinação da taxa livre de risco e o prêmio de risco de mercado, ajustado pela volatilidade do ativo em relação ao mercado.

R_f = Taxa Livre de Risco (*Risk-free rate*);

A taxa livre de risco é o ativo com menor incerteza quanto ao recebimento, geralmente representada por títulos públicos de longo prazo (Neto, 2012). Em economias com baixa credibilidade ou histórico inflacionário, podem ser usadas taxas dos *treasury bonds* americanos, ajustadas pelo risco cambial.

β = Beta do Ativo;

O beta quantifica a sensibilidade de um ativo em relação ao mercado, refletindo seu risco sistemático. Um β de 1 sugere que a volatilidade do ativo historicamente acompanha a do mercado como um todo.

R_m = Retorno Esperado do Mercado (*Expected Return of Market*);

O Retorno Esperado do Mercado é determinado pela média histórica dos retornos do mercado, incluindo o risco de mercado na taxa calculada.

Em mercados emergentes, onde o risco de mercado é mais elevado, o risco-país precisa ser incluído ao calcular o custo de capital próprio. Para adaptar o modelo CAPM a essas condições, são feitas algumas modificações. Considerando R_p como o risco-país, um dos ajustes mais comuns para determinar o custo de capital próprio pode ser determinado pela expressão 7:

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + R_p \quad (7)$$

2.2.1.5 Custo de Capital de Terceiros

O custo de capital de terceiros, frequentemente identificado como custo da dívida, é o valor que uma empresa despende ao levantar empréstimos e financiamentos no mercado financeiro (Neto, 2012, p. 95).

Este custo é derivado do custo médio das obrigações financeiras da empresa, analisando-se as despesas financeiras relativas ao seu endividamento. A composição desse custo inclui a taxa livre de risco, acrescida de um *spread* que reflete o risco de não pagamento ou possibilidade de renegociação da dívida.

Essencialmente, o custo da dívida é a taxa de desconto que ajusta as entradas e saídas de caixa de um projeto ou investimento. Além de influenciar diretamente a taxa de desconto em avaliações e análises financeiras, ele também serve como um indicador de quão acessível é o crédito para a empresa e o nível de risco que os credores atribuem a ela. Adicionalmente, o custo final do capital de terceiros considera os benefícios fiscais obtidos através da dedução dos juros, com ajuste pela alíquota de imposto sobre o valor do custo da dívida, podendo ser calculado conforme a equação 8:

$$\text{Custo de Cap. de Terceiros} = \text{Custo da Dívida} \times (1 - \text{Alíquota de Impostos}) \quad (8)$$

2.2.1.6 Custo Médio Ponderado de Capital – WACC

O WACC (Custo Médio Ponderado de Capital) é definido como uma combinação do custo de capital dos acionistas e dos credores, ponderado de acordo com a composição do capital da empresa (Damodaran, 2007). Essa métrica não só serve como uma taxa de desconto para o fluxo de caixa livre para a empresa (FCFF), mas também facilita a comparação do retorno sobre o capital investido (ROIC) com o custo médio do capital. Quando se analisa o WACC em relação ao ROIC, é possível avaliar se a empresa está criando ou destruindo valor para seus acionistas. Assim, o WACC representa a média ponderada do custo de financiamento que a empresa enfrenta ao levantar capital tanto de acionistas quanto de credores e pode ser calculado através da seguinte expressão:

$$WACC = \left(\frac{E}{V} \times Re\right) + \left(\frac{D}{V} \times Rd \times (1 - Tc)\right) \quad (9)$$

Onde:

E = Valor do Equity da Empresa;

D= Valor da Dívida;

V = Valor Total da Empresa (E+D);

Re = Custo do Capital Próprio;

Rd = Custo da Dívida;

Tc = Taxa de Imposto.

2.2.2 Avaliação Relativa

A Avaliação Relativa, ou Avaliação por Múltiplos, é uma metodologia essencial no campo da análise financeira, usada para estimar o valor de um ativo com base em ativos comparáveis já precificados pelo mercado (Damodaran, 2012b). Para realizar uma Avaliação Relativa eficaz, é necessário escolher uma amostra adequada de empresas comparáveis. Isso geralmente se baseia em critérios como setor de

atuação, fundamentos econômicos, capacidade de geração de caixa e potencial de crescimento (Damodaran, 2012b; Serra e Wickert, 2019). Dentro desta abordagem, os múltiplos mais utilizados são o P/L (Preço / Lucro por Ação), P/VP (Preço / Valor Patrimonial por Ação) e o EV/EBITDA (Valor da Firma / EBITDA).

Embora a Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado seja popular, a Avaliação Relativa oferece uma aplicação mais rápida e um reflexo direto das condições de mercado. Por isso, muitas análises combinam esses métodos para capturar diferentes dimensões do valor de uma empresa.

Dentro desse contexto, destaca-se a importância de padronizar os preços em múltiplos para avaliar ativos de forma relativa, comparando-os com empresas de características semelhantes em termos de risco e potencial de crescimento. Essa metodologia, apesar de sua aparente simplicidade, pode ser desafiadora ao avaliar empresas únicas ou com pouca receita e lucros negativos, indicando a necessidade de cuidado e discernimento na seleção e aplicação dos múltiplos apropriados.

2.2.3 Avaliação Patrimonial

O método de Avaliação Patrimonial determina o valor de uma empresa analisando seu patrimônio líquido, que representa a diferença entre ativos e passivos exigíveis, segundo Assaf Neto (2014b) e Martins (2001). Esta técnica, que foca nos valores contábeis registrados, calcula o valor da empresa ao somar seu patrimônio líquido ao total de suas obrigações.

Entretanto, essa metodologia enfrenta limitações devido à sua dependência de valores históricos das demonstrações financeiras. Estes registros não refletem as projeções futuras ou mudanças potenciais no mercado, limitando a utilidade deste método para avaliar o valor justo de uma empresa de forma abrangente.

É mais apropriado em circunstâncias onde os valores contábeis dos ativos são semelhantes aos valores de mercado, por exemplo, em empresas com ativos facilmente quantificáveis e que estão pouco sujeitos a variações significativas de avaliação.

2.3 DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

A análise financeira de uma empresa é fundamentalmente ancorada na compreensão e interpretação de suas demonstrações financeiras. Conforme a legislação brasileira, especificamente o art. 176 da Lei nº 6.404/76, também conhecida como Lei das Sociedades Anônimas, e a posterior Lei nº 11.638/07, empresas de capital aberto são obrigadas a publicar uma série de documentos contábeis após cada exercício social (Brasil, 1976; Brasil, 2007). Esses documentos incluem o Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC), Demonstração de Valor Adicionado (DVA) e as Demonstrações de Lucros ou Prejuízos Acumulados.

Essas demonstrações financeiras não apenas retratam a situação econômico-financeira da empresa, mas também servem como ferramentas essenciais para a tomada de decisões por investidores, gestores e outros *stakeholders*, conforme destacado por Silva e Souza (2011). Elas oferecem uma visão detalhada das operações da empresa, suas capacidades de geração de caixa, suas estratégias e perspectivas de negócio, assim como um panorama geral do mercado em que atuam.

Entender essa linguagem contábil é crucial para qualquer avaliação de empresa. A precisão dessa análise depende de um entendimento aprofundado desses documentos, que fornecem as informações financeiras necessárias para entender a posição atual da empresa e projetar seus resultados futuros.

2.3.1 Balanço Patrimonial

O balanço patrimonial é um relatório financeiro fundamental que proporciona uma visão abrangente dos ativos, passivos e patrimônio líquido de uma empresa, revelando, assim, sua posição financeira em um determinado momento. Segundo Boschilia e Olivo (2012), este documento é indispensável para a análise da saúde financeira de uma organização, pois detalha tanto os bens e direitos quanto as obrigações e deveres da empresa.

Neto (2010) complementa que o balanço patrimonial é essencial para o cálculo do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), uma vez que oferece os dados necessários para estimar as entradas e saídas de caixa futuras, fundamentais na

avaliação do valor presente da empresa. Os principais componentes de um balanço patrimonial são:

a. Ativo Circulante: Inclui todos os direitos a receber dentro do período de um ano. As principais contas são: Disponível (dinheiro em caixa), Aplicações Financeiras, Contas a Receber (financiamento a consumidores) e Estoques.

b. Ativo Realizável a Longo Prazo: Refere-se a direitos a receber após um ano, como Aplicações Financeiras e Contas a Receber.

c. Imobilizado: Compreende bens imóveis destinados à manutenção das atividades da empresa, além de registros de marcas e patentes.

d. Investimentos: Inclui participações em outros negócios e imóveis que não são destinados à manutenção do negócio principal da empresa.

e. Ativos Intangíveis: Representam valores gastos atualmente que poderão gerar benefícios futuros. Esses gastos são rigorosamente avaliados quanto à sua capacidade de retorno futuro.

f. Passivo Circulante: Abrange todas as obrigações a pagar dentro do período de um ano, com a principal conta sendo Contas a Pagar (pagamentos a fornecedores por compras a prazo).

g. Passivo Exigível a Longo Prazo: Refere-se a obrigações a pagar após um ano, incluindo Empréstimos e Contas a Pagar de longo prazo.

h. Patrimônio Líquido (PL): A principal linha é a conta “Capital”, onde são contabilizados todos os novos aportes de capital na empresa. Os lucros ou prejuízos da empresa durante o exercício afetam o PL, assim como o Ajuste de Avaliação Patrimonial. O PL também inclui reservas de capital, reservas de reavaliação, reservas de lucros e lucros acumulados.

2.3.2 Demonstração de resultado do exercício

A Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) é um relatório contábil que apresenta a situação econômica da organização ao revelar suas receitas e despesas (Assaf Neto, 2014). Esse relatório demonstra as receitas e custos incorridos pela empresa, utilizando o regime de competência no período de apuração. Isso significa que as receitas e despesas são reconhecidas no período em que são geradas, independentemente de quando o dinheiro é de fato recebido ou pago.

A partir desse relatório contábil, é possível analisar o desempenho da organização no período designado, pois ele fornece uma visão clara do resultado financeiro, independentemente do fluxo de caixa. A estrutura do DRE pode sofrer alteração de acordo com a companhia, mas deve incluir as seguintes informações essenciais:

Figura 1 - Estrutura DRE

RECEITA OPERACIONAL BRUTA
Vendas de Produtos
Prestação de Serviços
(-) DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA
Devoluções de Vendas
Abatimentos
Impostos e Contribuições Incidentes sobre Vendas
(=) RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA
(-) CUSTOS DAS VENDAS
Custos dos Produtos Vendidos
Custos dos Serviços Prestados
(=) RESULTADO OPERACIONAL BRUTO
(-) DESPESAS OPERACIONAIS
Despesas com Vendas
Despesas Administrativas
Depreciação e Amortização
(-) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS
(+) Receitas Financeiras
(-) Despesas Financeiras
(-) Variações Monetárias e Cambiais Ativas
OUTRAS RECEITAS E DESPESAS
(=) RESULTADO OPERACIONAL ANTES DO IR E CSLL
(-) Provisão para IR e CSLL
(=) LUCRO LÍQUIDO

Fonte: BUFFET; CLARK, 2010, elaborado pelo autor.

2.3.3 Demonstração de Fluxo de Caixa

A Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) se distingue das demais demonstrações contábeis pelo fato de ser elaborada sob o regime de caixa, enquanto

as outras são baseadas no regime de competência (Bonízio *et al.*, 2010). Essa demonstração detalha a movimentação dos recursos monetários da empresa, incluindo caixa e equivalentes de caixa.

Existem diversos modelos e formas de apresentação do fluxo de caixa, mas o formato mais convencional classifica cada elemento em três grupos principais:

a. Fluxo das Operações: Relacionado às receitas e despesas derivadas da atividade principal da companhia;

b. Fluxo dos Investimentos: Abrange os gastos com realizáveis de longo prazo, como imobilizados ou intangíveis, utilizados para a produção de bens e serviços;

c. Fluxo de Financiamentos: Inclui empréstimos e financiamentos de curto prazo. As saídas correspondem à amortização dessas dívidas e aos valores pagos aos acionistas como dividendos e distribuição de lucros.

Existem duas formas de elaborar e apresentar a DFC: pelo método direto e pelo método indireto. No método direto, todas as entradas e saídas de caixa (e equivalentes de caixa) ocorridas em um determinado período são classificadas nos grupos operacionais, de investimento e de financiamento. Já no método indireto, o qual é praticado pelas empresas, parte-se do lucro líquido ajustado para se chegar ao fluxo de caixa operacional gerado, que é a medida adequada de geração de caixa. Esse método é representado a seguir:

Figura 2 – Estrutura DFC – Método Indireto

Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais
Lucro Líquido do Exercício
(+) Depreciação e Amortização
(+/-) Aumento / Diminuição em Fornecedores
(+/-) Aumento / Diminuição em Contas a Pagar
(+/-) Aumento / Diminuição em Contas a Receber
(+/-) Aumento / Diminuição em Estoques
(=) Caixa Líquido das Atividades Operacionais
Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento
(+) Venda de Imobilizado
(-) Aquisição de Imobilizado
(-) Aquisição de Outras Empresas
(=) Caixa Líquido das Atividades de Investimentos
Fluxo de Caixa das Atividades de Financiamento
(+) Empréstimos Líquidos Tomados
(-) Pagamento de Leasing
(+) Emissão de Ações
(=) Caixa Líquido das Atividades de Financiamento
(=) Variações Líquidas de Caixa

2.4 INDICADORES FINANCEIROS

Uma técnica de análise amplamente utilizada, conforme Assaf Neto (2014a), é a apuração de índices econômico-financeiros derivados das demonstrações financeiras. A análise desses índices auxilia acionistas, credores e gestores a monitorar o desempenho e a eficiência operacional de uma organização.

Além disso, permite que os indicadores revelem aspectos financeiros e econômicos de uma empresa, facilitando a análise de padrões e a identificação de tendências.

Para o desenvolvimento deste trabalho, serão abordados os principais indicadores financeiros utilizados. De acordo com Póvoa (2012), esses indicadores podem ser divididos em diferentes categorias: liquidez, endividamento, alavancagem, atividade, margens financeiras, rentabilidade e estrutura de capital.

2.4.1 Indicadores de Liquidez

Os indicadores de liquidez fornecem uma visão sobre a capacidade da empresa de atender suas obrigações financeiras em diferentes prazos, analisando a disponibilidade de caixa e outros ativos circulantes que podem ser usados para pagamentos. Conforme Póvoa (2012, p. 40), os indicadores de liquidez demonstram a capacidade de uma empresa honrar seus compromissos. Os principais indicadores de liquidez incluem:

- a. Índice de Solvência de Caixa:** Esse indicador é representado pelo caixa dividido pelo passivo circulante. É feita a análise se a empresa tem recursos para liquidar as dívidas de curto prazo;

$$\text{Solvência de Caixa} = \frac{\text{Caixa}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (10)$$

- b. Liquidez Corrente:** corresponde ao ativo circulante dividido pelo passivo circulante. Esse índice mostra se os ativos de curto prazo são maiores ou menores do que os passivos de curto prazo;

$$\text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

- c. **Liquidez Seca:** difere do índice de liquidez corrente, pois é o ativo circulante descontado dos estoques e posteriormente dividido pelo passivo circulante. É um índice mais rigoroso, por não considerar que o estoque consiga ser vendido instantaneamente;

$$\text{Liquidez Seca} = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (12)$$

- d. **Liquidez Geral:** (Ativo Circulante + Ativo Realizável LP) / (Passivo Circulante + Passivo Exigível de Longo Prazo). Indicador de liquidez mais abrangente pois considera os ativos e passivos de longo prazo.

$$\text{Liquidez Geral} = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Exigível Total}} \quad (13)$$

2.4.2 Indicadores de Giro

Os indicadores de giro são essenciais para analisar o ciclo operacional e a eficiência operacional de uma empresa. Essas métricas, destacadas por Assaf Neto (2014) e Gitman (2004), avaliam quão eficazmente uma empresa gerencia seus recursos, transformando ativos em receitas. Entre os indicadores mais importantes estão:

- a. **Giro de Estoques:** Um alto índice de Giro de Estoques, conforme descrito por Gitman (2004), sugere que a empresa está eficazmente transformando seu estoque em vendas, o que reflete uma administração eficiente e uma demanda robusta por seus produtos. Este indicador é calculado dividindo o custo das mercadorias vendidas pelo estoque médio e demonstra quantas vezes o estoque é vendido e repostado em um período, tipicamente anual;

$$\text{Giro de Estoque} = \frac{\text{Custo de Produtos Vendidos}}{\text{Estoque Médio}}$$

- b. Giro do Ativo Total:** Esse indicador reflete a eficiência com que a empresa utiliza seus ativos totais para gerar vendas (Gitman, 2004). Um valor mais alto para este indicador sugere que a empresa está gerenciando seus ativos de forma eficiente, maximizando a produção de receita a partir de seus recursos disponíveis.

$$\text{Giro do Ativo Total} = \frac{\text{Vendas Totais}}{\text{Ativo total Médio}} \quad (15)$$

2.4.3 Indicadores de Margem

Segundo Póvoa (2012), os indicadores de margem são fundamentais para avaliar como a empresa converte seu faturamento em lucros, além de comparar sua competitividade em relação aos concorrentes. As principais margens utilizadas são:

- a. Margem Bruta:** A Margem de Lucro Bruto, como explica Gitman (2004), é um indicador calculado dividindo o lucro bruto pela receita líquida das vendas. Essa métrica é essencial para entender a proporção da receita que resta após cobrir o custo dos bens ou serviços vendidos, oferecendo uma perspectiva clara sobre a eficiência operacional e a gestão dos custos de produção da empresa em relação ao seu volume de vendas;

$$\text{Margem Bruta} = \frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Receita Líquida}} \quad (16)$$

- b. Margem Operacional:** Obtida dividindo o Lucro Operacional (Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) pela receita líquida, este indicador avalia a eficiência da empresa em converter receitas em lucro operacional ajustado;

$$\text{Margem Operacional} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Receita Líquida}} \quad (17)$$

- c. Margem Líquida:** A Margem de Lucro Líquido, detalhada por Gitman (2004), é um indicador crucial que reflete a proporção da receita que a empresa retém após cobrir todos os custos e despesas, incluindo juros, impostos e dividendos de ações preferenciais. Calculada pela divisão do lucro líquido pela receita total de vendas, essa métrica serve como um indicador eficaz da capacidade da empresa de gerar lucro, mostrando a rentabilidade final após todas as despesas.

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}} \quad (18)$$

2.4.4 Indicadores de Endividamento

A análise do endividamento de uma empresa é fundamental para compreender a relação entre suas dívidas e ativos, assim como a proporção de recursos de terceiros na geração de lucro. Conforme Gitman (2004), uma empresa demonstra maior alavancagem financeira quanto mais capital de terceiros emprega em relação ao seu ativo total, o que pode gerar maior potencial de retorno, mas também implica em riscos elevados. Nesse contexto, os principais indicadores de endividamento são:

- a. Percentual de Endividamento de Curto Prazo:** Este indicador compara as dívidas de curto prazo (até 12 meses) com a dívida total da empresa, avaliando a necessidade de recursos a curto prazo;

$$\% \text{ Endividamento CP} = \frac{\text{Endividamento de Curto Prazo} * 100}{\text{Endividamento Total}} \quad (19)$$

- b. Dívida Líquida/EBITDA:** Este índice avalia o tempo necessário para a empresa quitar sua dívida líquida utilizando a geração de caixa operacional;

$$\frac{\text{Dívida Líquida}}{\text{EBITDA}} \quad (20)$$

- c. **Dívida Líquida/Patrimônio Líquido:** indica a representatividade do capital de terceiros na estrutura de capital da empresa.

$$\frac{Dívida Líquida}{Patrimônio Líquido} \quad (21)$$

2.4.5 Indicadores de Rentabilidade

Os indicadores de rentabilidade são fundamentais para entender como uma empresa transforma seus investimentos em resultados financeiros positivos. Eles são vitais para analisar o desempenho econômico e auxiliar gestores, analistas e investidores nas decisões estratégicas, desempenhando um papel crucial na orientação das operações corporativas (Assaf Neto, 2014a; Gitman, 2004; Marion, 2019). Esses índices refletem o retorno gerado em relação ao capital investido, e, como destaca Póvoa (2012), o principal objetivo de qualquer empresa é maximizar esse retorno. Os indicadores mais relevantes de rentabilidade serão explorados a seguir.

- a) **Retorno sobre o Ativo (ROA):** É calculado dividindo o lucro operacional pelo valor médio dos ativos. Este indicador mede a eficiência da empresa em gerar lucro a partir de seus ativos;

$$Retorno sobre os Ativos (ROA) = \frac{Lucro Líquido}{Ativo Médio} \quad (22)$$

- b) **Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE):** Este indicador é obtido dividindo o lucro líquido pelo patrimônio líquido total (Neto, 2017). Avalia a lucratividade do capital próprio investido na empresa;

$$Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) = \frac{Lucro Líquido}{Patrimônio Líquido Médio} \quad (23)$$

c) **Retorno sobre o Capital Investido (ROIC):** O ROIC (*Return on Invested Capital*), conforme explicado por Assaf Neto (2014a) e Gitman (2004), é um indicador financeiro que mede o retorno sobre todo o capital investido na empresa, abrangendo tanto o capital próprio dos acionistas quanto o capital de terceiros. Este índice é obtido pela divisão do lucro operacional, já descontado dos impostos, pelo total do capital investido. Diferentemente do ROE, que foca apenas no retorno sobre o patrimônio líquido, o ROIC fornece uma análise mais abrangente ao considerar tanto o patrimônio quanto as dívidas na sua formulação.

$$ROIC = \frac{(\text{Lucro Operacional antes do Resultado Financeiro} - \text{Impostos})}{(\text{Patrimônio Líquido} - \text{Dívida Líquida})} \quad (24)$$

2.5 ANÁLISES ESTRATÉGICAS

Na avaliação estratégica de empresas, é essencial não apenas criar um modelo financeiro robusto e técnico, como também fundamentar esse modelo em análises qualitativas profundas sobre o negócio, seus concorrentes e o setor em geral. Essas análises preliminares são vitais para alimentar o modelo de avaliação com informações de qualidade. Uma estratégia bem definida diferencia a empresa no mercado e assegura sua posição de liderança ou a manutenção de seu posicionamento.

O processo de avaliação envolve, portanto, tanto trabalho quantitativo, quanto qualitativo, crucial para o sucesso da avaliação e do planejamento estratégico.

2.5.1 Análise SWOT

Desenvolvida na década de 60 por Albert Humphrey na Universidade de Stanford, a matriz SWOT se estabeleceu como uma ferramenta essencial para análise competitiva e estratégica de empresas (BAPSTISTA et al., 2011). Ela divide-se em quatro principais categorias que ajudam a avaliar tanto aspectos internos quanto externos da organização. As categorias internas incluem:

- a) **Forças:** elementos que a empresa executa excepcionalmente bem em comparação aos concorrentes, que atuam como vantagens no ambiente de mercado.
- b) **Fraquezas:** aspectos onde a empresa está em desvantagem relativa, que necessitam de melhoria para evitar impactos negativos no desempenho e na competitividade.

Já as categorias externas compreendem:

- c) **Oportunidades:** condições externas que a empresa pode explorar para expandir sua operação e aumentar sua rentabilidade.
- d) **Ameaças:** fatores externos que podem comprometer a trajetória estratégica da organização, incluindo novos competidores, regulamentações ou mudanças tecnológicas.

2.5.2 Análise 5 Forças de Porter

A metodologia das 5 Forças de Porter, desenvolvida por Michael Porter na década de 1980, é outra ferramenta crucial para análises setoriais, focando em entender não apenas as operações internas de uma empresa, mas as dinâmicas do setor em qual ela atua (PORTER, 2004). Através dessa ferramenta, analistas e gestores podem melhor identificar tanto oportunidades quanto riscos, e ajustar suas estratégias para melhor se posicionar no mercado.

As cinco forças descritas pelo modelo de Porter são:

- a) **Ameaça de novos entrantes:** examina as barreiras que novas empresas enfrentam ao entrar no mercado. A entrada de novos competidores pode diluir a parcela de mercado das empresas estabelecidas, pressionando os preços e a rentabilidade.
- b) **Poder de barganha dos fornecedores:** avalia como a quantidade e o poder de negociação dos fornecedores afetam os custos e a disponibilidade de insumos. Em mercados com poucos fornecedores, esses detêm maior poder, podendo impulsionar os preços e impactar as margens de lucro das empresas.
- c) **Rivalidade entre os concorrentes:** considera o grau de competição dentro da indústria. Uma rivalidade intensa pode levar a guerras de preços, inovações competitivas e campanhas de marketing agressivas, que

embora aumentem os custos, são cruciais para ganhar ou manter a participação no mercado.

- d) Poder de barganha dos compradores:** foca na capacidade dos clientes de influenciar os preços e as condições. Clientes com alto poder de barganha podem forçar a redução dos preços e exigir qualidade superior e mais benefícios, influenciando diretamente a rentabilidade.
- e) Ameaça de produtos substitutos:** Investiga como produtos e serviços alternativos podem representar uma ameaça ao setor, limitando o potencial de lucros ao impor um teto aos preços que as empresas podem praticar.

3 METODOLOGIA

3.1 CLASSIFICAÇÃO METODOLÓGICA

Este estudo adota uma abordagem empregando tanto análises quantitativas quanto qualitativas para avaliar o valor econômico da EZTEC S.A. utilizando o método do fluxo de caixa descontado.

A pesquisa é classificada como exploratória, conforme definido por Gil (2010), que descreve o estudo de caso como uma investigação profunda e detalhada de um ou poucos objetos para um entendimento completo deles. Este trabalho também se enquadra como uma pesquisa aplicada, pois utiliza métodos e conceitos já estabelecidos para realizar uma análise prática e específica da EZTEC S.A.

Além disso, o estudo envolve um levantamento bibliográfico amplo e a aplicação prática dos conceitos teóricos na realidade da empresa estudada, seguindo uma tradição de pesquisas que integram teoria e prática para gerar *insights* significativos e aplicáveis sobre o valor e a performance da organização em seu ambiente competitivo.

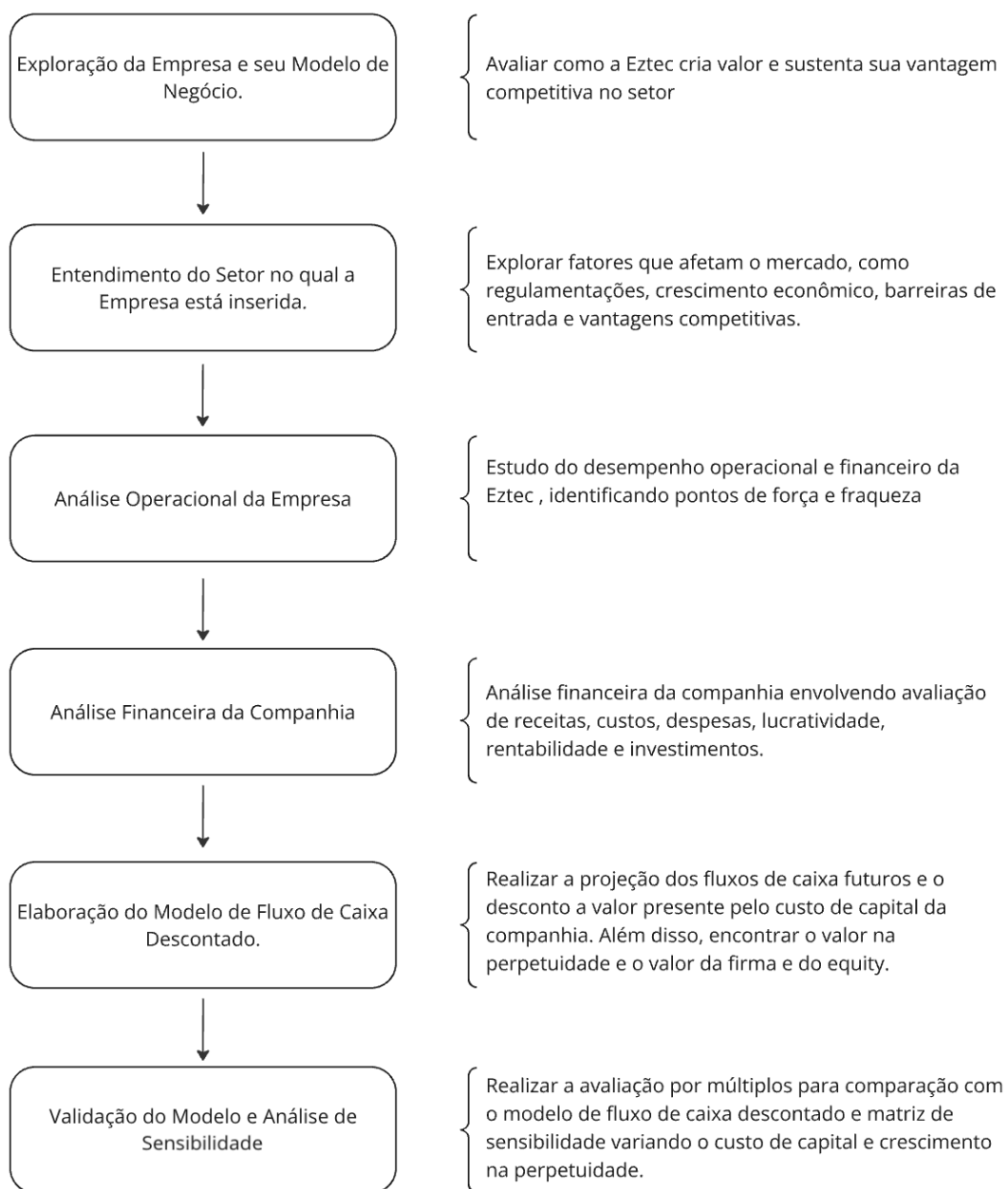
3.2 PROCEDIMENTO METODOLÓGICO

Este estudo fundamenta-se no uso do método do fluxo de caixa descontado, uma técnica amplamente reconhecida e aplicada para determinar o valor de empresas, conforme identificado durante a revisão bibliográfica inicial. Seguindo a escolha deste método, a pesquisa prosseguiu para uma análise aprofundada baseada em um estudo de caso.

Os dados essenciais para este estudo de caso foram obtidos diretamente dos relatórios financeiros e comunicados oficiais da empresa, complementados por artigos e informações que auxiliam na compreensão detalhada do ambiente de negócios da empresa, do setor em que opera e de seus competidores.

O processo e as etapas da análise são apresentados no diagrama subsequente na Figura 1, que esquematiza todas as atividades necessárias para alcançar os resultados desejados, detalhando cada passo desde a coleta inicial de dados até as fases finais de análise.

Figura 3 - Fluxograma da Metodologia de Trabalho



Fonte: elaborado pelo autor

4 A EZTEC S.A

A EZTEC S.A., fundada em 1979, é uma das principais incorporadoras e construtoras do Brasil, com atuação focada na Grande São Paulo. A empresa se especializou em projetos residenciais e comerciais de médio e alto padrão, priorizando a excelência em todas as etapas do desenvolvimento de seus empreendimentos (EZTEC, 2024).

Desde sua fundação em 1979, a empresa desenvolveu um modelo de negócios verticalizado, o que significa que ela é responsável por todas as etapas do processo de incorporação imobiliária, desde a aquisição de terrenos até a entrega das unidades. Isso permite um controle da qualidade e dos custos dos projetos, aspectos centrais para o sucesso da empresa. Desde 2007, a empresa é listada no Novo Mercado da B3, o mais alto nível de governança corporativa da bolsa brasileira, o que reforça seu compromisso com a transparência e boas práticas administrativas. A empresa é negociada com o código EZTC3 (Infomoney, 2023).

O fundador da empresa, Ernesto Zarzur, em conjunto com Flávio Ernesto Zarzur e Silvio Ernesto Zarzur, desempenharam um papel fundamental na construção dessa trajetória de sucesso. Nascido em 1934, filho de imigrantes libaneses, Ernesto começou sua carreira como corretor de imóveis, o que lhe deu uma visão prática e detalhista do mercado imobiliário. Em 1967, antes de fundar a companhia, ele abriu a Vilamar Veículos S.A., uma concessionária de sucesso da General Motors. No entanto, sua verdadeira paixão era o mercado imobiliário, o que o levou a fundar a EZTEC. Conhecido por sua proximidade com os colaboradores, Ernesto acompanhava de perto as obras e negócios da empresa, sempre valorizando a criação de um legado arquitetônico para São Paulo. Desde então, as atividades da empresa vêm sendo conduzidas por meio de sociedades operacionais detidas e administradas pelos acionistas fundadores da companhia, os quais permanecem até hoje na administração dos seus negócios, e por sociedades *holdings* de seu grupo operacional (EZTEC, 2024).

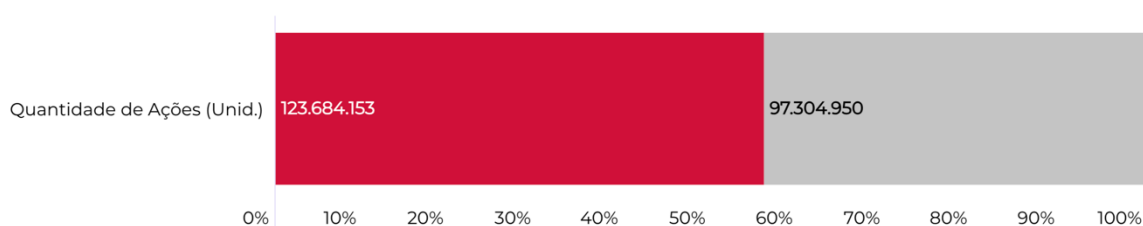
Com 45 anos de história, e flexibilidade e competência em acompanhar as oscilações do mercado, a EZTEC é uma das empresas com maior lucratividade entre as empresas de capital aberto do setor de incorporação e construção no Brasil. Com

seu modelo de negócio totalmente integrado, a companhia já lançou 180 empreendimentos, totalizando mais de 5,4 milhões de metros quadrados de área construída e em construção e 41.110 unidades (EZTEC, 2024).

4.1 ESTRUTURA SOCIETÁRIA

A estrutura societária da EZTEC S.A. é dividida entre acionistas controladores, acionistas minoritários, e ações em tesouraria. A empresa tem uma base acionária diversificada, mas grande parte de suas ações está sob o controle da família Zarzur, fundadora da empresa, que possui cerca de 54,67% do total das ações, garantindo o controle direto sobre a companhia. Pode-se observar a composição acionária conforme a tabela 3:

Tabela 1 – Composição Acionária EZTEC



Acionista	Quantidade de Ações (Unid.)	%
Controladores	120.818.872	54,67%
Administradores e Pessoas Ligadas	1.881	0,00%
Ações em Tesouraria	2.863.400	1,30%
Outros Acionistas	97.304.950	44,03%
Total	220.989.103	100%

Fonte: RI EZTEC, 2024

A empresa é marcada por uma forte presença familiar em sua administração e governança, o que é comum em muitas grandes empresas brasileiras. Os principais acionistas incluem Flávio Ernesto Zarzur, que detém 6,56% das ações, Silvio Ernesto Zarzur com 6,32%, e Marcelo Ernesto Zarzur, com 5,55%, além de Anna Lucia Zarzur Maalouli, que tem a maior participação individual com 6,57%.

Esses membros da família não apenas controlam grandes porções das ações, mas também ocupam cargos estratégicos na empresa, o que fortalece sua influência sobre as decisões operacionais e estratégicas da companhia (Fundamentus, 2024).

Além da família fundadora, a estrutura acionária da empresa também inclui grandes investidores institucionais, como a BlackRock Inc., que detém 5,18% das ações, e a NAVI Holding Participações S.A., que possui 5,11%. A EZTEC também mantém 1,30% de suas ações em tesouraria, uma prática comum entre grandes corporações, permitindo flexibilidade para operações de recompra de ações, ou para atender outros objetivos financeiros.

A estrutura societária reflete uma combinação entre controle familiar e participação de grandes investidores institucionais, proporcionando à EZTEC um equilíbrio entre continuidade administrativa e abertura ao mercado financeiro. Pode-se observar a participação dos acionistas mais relevantes na tabela 4:

Tabela 2 – Principais Acionistas EZTEC

Acionista	Participação (%)
Anna Lucia Zarzur Maalouli	6,57
Flávio Ernesto Zarzur	6,56
Silvio Ernesto Zarzur	6,32
Marcelo Ernesto Zarzur	5,55
Samir Zakkhour El Tayar	5,55
BlackRock Inc.	5,18
NAVI HOLDING PARTICIPAÇÕES S.A.	5,11
Silvana Zarzur Alberto	4,5
Marcos Ernesto Zarzur	3
Eduardo Zarzur Alberto	1,51
Felipe Zarzur Alberto	1,51
Alexandre Ernesto Zarif Zarzur	1,06
Giovanna Zarif Zarzur Tchalian	1,05
Rafael Ernesto Zarif Zarzur	1,05
Cesar Ernesto Gonçalves Zarzur	1,04
Henrique Ernesto Gonçalves Zarzur	1,04
Priscilla Zarzur Graco	1,02
Camila Luftalla Zarzur	0,96
Pedro Ernesto Luftalla Zarzur	0,96

Fonte: Fundamentos, 2023

Esse arranjo resulta em uma dinâmica que busca equilibrar interesses variados, impactando a condução dos negócios e as decisões estratégicas da companhia.

4.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DIREÇÃO EZTEC

O Conselho de Administração da EZTEC é responsável pelo estabelecimento das políticas estratégicas gerais da Companhia e, dentre outras atribuições, é responsável pelo estabelecimento de suas políticas comerciais gerais, por eleger os seus diretores e fiscalizar a gestão deles, bem como também é responsável pela escolha e destituição dos auditores independentes da empresa. (EZTEC, 2024).

Os conselheiros têm um mandato conjunto de dois anos, com a possibilidade de serem reeleitos ou removidos a qualquer momento. Antes de assumir suas funções, eles devem assinar um termo de compromisso com os administradores, conforme estabelecido pelo Regulamento do Novo Mercado. Além disso, são realizadas reuniões regulares uma vez por mês e em caráter extraordinário sempre que for solicitado pelo Presidente ou pelo Vice-Presidente do Conselho. As decisões do Conselho são tomadas pela maioria dos votos dos conselheiros presentes, e, em caso de empate, o Presidente tem o voto de desempate. Os membros do conselho de administração da companhia são:

a. Flávio Ernesto Zarzur

- i. Cargo: Presidente do Conselho de Administração
- ii. Sócio fundador da EZTEC, formado em Engenharia Civil pela FAAP. Também é membro do Conselho de Administração da ABRAINCO.

b. Samir Zakkhour El Tayar

- i. Cargo: Vice-Presidente do Conselho de Administração
- ii. Sócio da EZTEC desde 1979, com vasta experiência no ramo de incorporação imobiliária. Graduado em Contabilidade e Comércio.

c. Silvio Ernesto Zarzur

- i. Cargo: Membro efetivo do Conselho de Administração
- ii. Sócio fundador da EZTEC, graduado em Engenharia Civil pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Atua também como Diretor Presidente da empresa.

d. Marcos Ernesto Zarzur

- i. Cargo: Membro efetivo do Conselho de Administração

- ii. Parte da EZTEC desde 1986, atuando em diversas funções até se tornar Diretor.

e. Nelson de Sampaio Bastos

- i. Cargo: Membro independente do Conselho de Administração
- ii. Experiência de mais de 40 anos em cargos de gestão, com passagens por grandes empresas como Gessy Lever e BRF. Formado em Administração de Empresas.

f. Anis Chacur Neto

- i. Cargo: Membro independente do Conselho de Administração
- ii. Foi CEO do Banco ABC Brasil, com mais de 30 anos de experiência no setor financeiro. Graduado em Administração de Empresas pela FAAP.

g. Juliana Salvador Ferreira de Mello

- i. Cargo: Membro independente do Conselho de Administração
- ii. Mestre em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais, com mais de 25 anos de experiência em áreas de gestão de pessoas e negócios, destacando-se em projetos de transformação organizacional.

Os Diretores da EZTEC são os seus representantes legais, responsáveis, principalmente, pela administração cotidiana da Companhia e pela implementação das políticas e diretrizes gerais estabelecidas pelo Conselho de Administração. Até um terço dos membros do Conselho de Administração da EZTEC poderão ser eleitos para o cargo de Diretores.

O Estatuto Social da Companhia dispõe que a Diretoria será composta por, no mínimo, cinco e, no máximo, dez diretores. Os Diretores são eleitos pelo Conselho de Administração com mandato de dois anos, podendo ser reeleitos e destituídos a qualquer tempo. Os membros que compõem a diretoria da companhia são (EZTEC, 2024):

a. Silvio Ernesto Zarzur

- i. Cargo: Diretor Presidente
- ii. Informações: Sócio fundador, já atuou como Diretor Comercial e de Incorporação.

b. Flávio Ernesto Zarzur

- i. Cargo: Diretor Vice-Presidente
- ii. Informações: Sócio fundador. Também é Presidente do Conselho de Administração e Coordenador do Comitê de ESG.

c. Marcelo Ernesto Zarzur

- i. Cargo: Diretor Vice-Presidente e Diretor Comercial
- ii. Informações: Graduado em Engenharia Civil pela Faculdade de Engenharia São Paulo. Atua na EZTEC desde 1989, com experiências em cargos técnicos e comerciais.

d. Mauro Alberto

- i. Cargo: Diretor Administrativo
- ii. Informações: Na empresa desde 1986, graduado em Engenharia Mecânica pela FAAP. Ocupa o cargo de Diretor Administrativo desde 2007.

e. Roberto Mounir Maalouli

- i. Cargo: Diretor Jurídico
- ii. Informações: Graduado em Direito pelas Faculdades Metropolitanas Unidas, pós-graduado em Direito Empresarial pela FGV. Diretor Jurídico desde 2013.

f. Silvio Hidemi Yamamura

- i. Cargo: Diretor de Operações Imobiliárias e de Novos Negócios, Diretor de Incorporação
- ii. Informações: Graduado em Arquitetura pela Universidade de Guarulhos. Atua na EZTEC desde 2007, com passagens por outras empresas do setor.

g. Antônio Emílio Clemente Fugazza

- i. Cargo: Diretor Financeiro e de Relações com Investidores
- ii. Informações: Graduado em Engenharia Civil pela UFSCar. Na EZTEC desde 2007, também já atuou como Diretor de Planejamento.

h. Silvio Luiz Gava

- i. Cargo: Diretor Técnico

- ii. Informações: Graduado em Engenharia Civil pela Universidade Presbiteriana Mackenzie, com ampla experiência no setor de construção civil, incluindo passagens por MRV.

A EZTEC está inserida no mercado imobiliário brasileiro, focando principalmente na região metropolitana de São Paulo, sendo uma das áreas mais dinâmicas e valorizadas do país. Esse mercado, especialmente nas grandes capitais, tem enfrentado altos e baixos ao longo das últimas décadas, impactado por fatores como ciclos econômicos, mudanças nas taxas de juros e programas governamentais de habitação. No entanto, São Paulo se mantém como o principal polo de desenvolvimento imobiliário no país, com forte demanda tanto para o setor residencial quanto comercial (EZTEC, 2024).

A cidade se destaca por apresentar áreas de valorização constante, como as zonas sul e oeste, onde o preço do metro quadrado pode ser de 20% a 50% superior à média. Essa demanda é impulsionada pela escassez de terrenos em regiões centrais e pela busca por imóveis que combinem qualidade e localização estratégica, principalmente por pessoas de renda média e alta, além de empresas que necessitam de escritórios em áreas bem localizadas (Fundamentus, 2024).

Além disso, o mercado imobiliário brasileiro está em constante transformação, impulsionado por mudanças demográficas e econômicas. Nos últimos anos, o setor tem sido impactado por fatores como a alta da inflação e o aumento do INCC (Índice Nacional da Construção Civil), o que tem pressionado as margens de muitas empresas (FGV, 2024).

Dentro desse contexto, a companhia possui uma estratégia focada em três segmentos distintos: empreendimentos comerciais, residenciais de médio e alto padrão, e habitação de interesse social voltada para a baixa renda.

4.2.1 Empreendimentos Comerciais

Dentro do segmento de empreendimentos comerciais, a empresa atua de forma estratégica no desenvolvimento de lajes corporativas e salas comerciais em São Paulo, atendendo à demanda crescente por espaços empresariais.

A cidade é um dos principais centros financeiros do Brasil, o que gera alta procura por empreendimentos comerciais de alto padrão, especialmente em bairros centrais e nobres.

A empresa atua nesse segmento através de sua divisão EzInc, especializada na construção de grandes edifícios comerciais. Esses projetos atendem a empresas de diversos setores, principalmente aquelas que buscam escritórios modernos e bem localizados ((JLL – JONES LANG LASALLE. Mercado Imobiliário Corporativo em São Paulo. 2024.)

De acordo com dados da Cushman & Wakefield (2023), o estoque de lajes corporativas de alto padrão (Classes A e A+) ultrapassa 4 milhões de metros quadrados. Nas regiões mais valorizadas, como Faria Lima e Vila Olímpia, o valor de locação pode ultrapassar R\$ 200 por metro quadrado, o que demonstra a alta demanda por esses espaços. A taxa de vacância em regiões prime da cidade permanece relativamente baixa, em torno de 12%, o que reforça a resiliência do mercado, mesmo em cenários econômicos desafiadores.

Além disso, a demanda por espaços flexíveis e por edifícios que sigam padrões modernos de sustentabilidade tem impulsionado o desenvolvimento de empreendimentos certificados, como os que possuem a certificação LEED (*Leadership in Energy and Environmental Design*). Esses edifícios, que utilizam soluções sustentáveis e eficiência energética, têm se tornado cada vez mais atraentes para empresas que buscam alinhar suas operações com políticas ESG (*Environmental, Social, and Governance*).

4.2.2 Residencial de Médio e Alto Padrão

A EZTEC também é reconhecida pela sua expertise no segmento residencial voltado para famílias de renda média e alta. A empresa desenvolve projetos residenciais de médio e alto padrão em áreas de alta valorização, como as zonas sul e oeste de São Paulo. Esses projetos são voltados para compradores que buscam imóveis com acabamento de qualidade, segurança, conforto e, principalmente, localização privilegiada. A companhia se diferencia nesse segmento por entregar empreendimentos que aliam inovação, sustentabilidade e design, fatores que tornam seus projetos atrativos para o mercado.

Aliado a isso, o mercado residencial de médio e alto padrão em São Paulo continua extremamente resiliente, com lançamentos crescendo e a valorização dos imóveis em bairros nobres permanecendo alta, como observado no aumento de até 6% ao ano nos preços do metro quadrado em áreas como Vila Olímpia e Itaim Bibi, de acordo com o FIPEZap (2024).

4.2.3 Residencial de Baixa Renda

Nos últimos anos, a EZTEC ampliou seu portfólio para incluir o segmento de habitação de interesse social, por meio de sua subsidiária FitCasa, que opera na faixa 3 do programa governamental Minha Casa Minha Vida. Esse programa é voltado para famílias de baixa renda, com o objetivo de reduzir o déficit habitacional do Brasil, que, segundo o IBGE, atinge mais de 5,8 milhões de domicílios. A atuação da EZTEC nesse segmento permite à empresa diversificar seus negócios e atender um público maior, ao mesmo tempo em que contribui para um problema social significativo.

O segmento de baixa renda é um dos mais promissores no setor imobiliário brasileiro, especialmente em grandes centros urbanos. Programas como o Minha Casa Minha Vida impulsionam a demanda por moradias populares, com 80% dos lançamentos imobiliários no país voltados para esse programa, de acordo com a ABRAINCA (ABRAINCA, 2024). A entrada da EZTEC nesse mercado amplia suas oportunidades de crescimento, oferecendo imóveis acessíveis e de qualidade, além de contar com incentivos governamentais (Brasil, 2024).

Através da FitCasa, a EZTEC mantém sua qualidade construtiva, focando na eficiência e no controle de custos, fatores essenciais nesse segmento de margens mais reduzidas. Com a demanda por habitação popular em alta e a continuidade de programas habitacionais, a empresa está bem-posicionada para capturar oportunidades de crescimento enquanto desempenha um papel importante na redução do déficit habitacional no Brasil.

5 ANÁLISE DA EZTEC

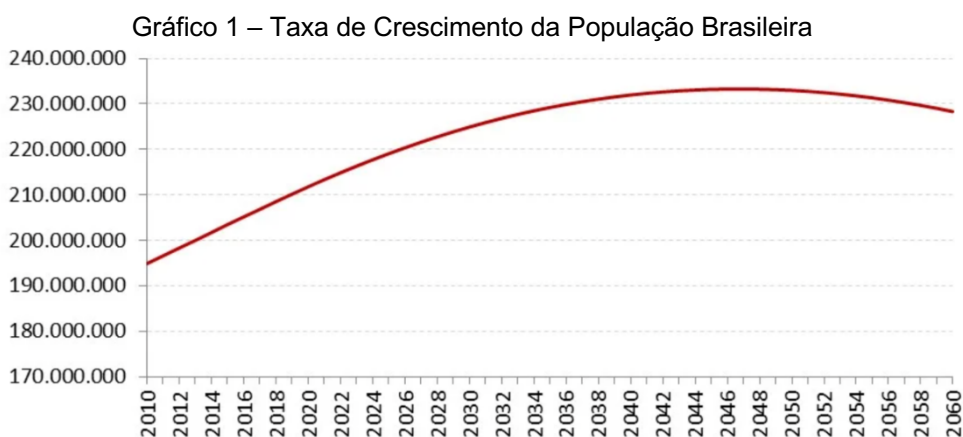
5.1 ANÁLISE SETORIAL

A análise setorial tem como foco avaliar o contexto econômico em que uma empresa opera e o setor ao qual ela pertence. Esse processo envolve a identificação de riscos, oportunidades de mercado e a análise do cenário competitivo. Tais informações são essenciais para compreender o desempenho da empresa e mapear seu potencial de crescimento. Ao reunir esses dados, é possível ter uma visão clara sobre os principais fatores que podem influenciar seu desenvolvimento e sua posição no mercado.

5.1.1 Direcionadores de Crescimento

Os direcionadores de crescimento de uma empresa são fatores fundamentais que impulsionam seu desenvolvimento e expansão no mercado. Ao identificar e explorar esses direcionadores, as empresas conseguem aumentar sua participação no mercado e garantir um crescimento sustentável. Os principais direcionadores de crescimento do setor no qual a Eztec está inserida são:

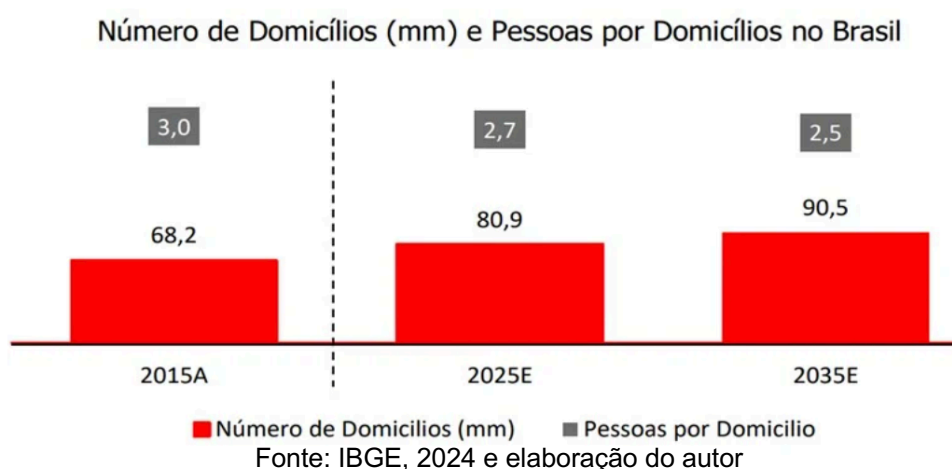
- a. **Taxa de crescimento da população:** segundo dados do IBGE, em 2030, a população brasileira deverá ser de 220 milhões de pessoas, um crescimento de 3% em relação à atual. Com o aumento da população, haverá uma demanda maior por moradias para atender às necessidades de novas famílias.



Fonte: IBGE, 2024 e elaboração do autor

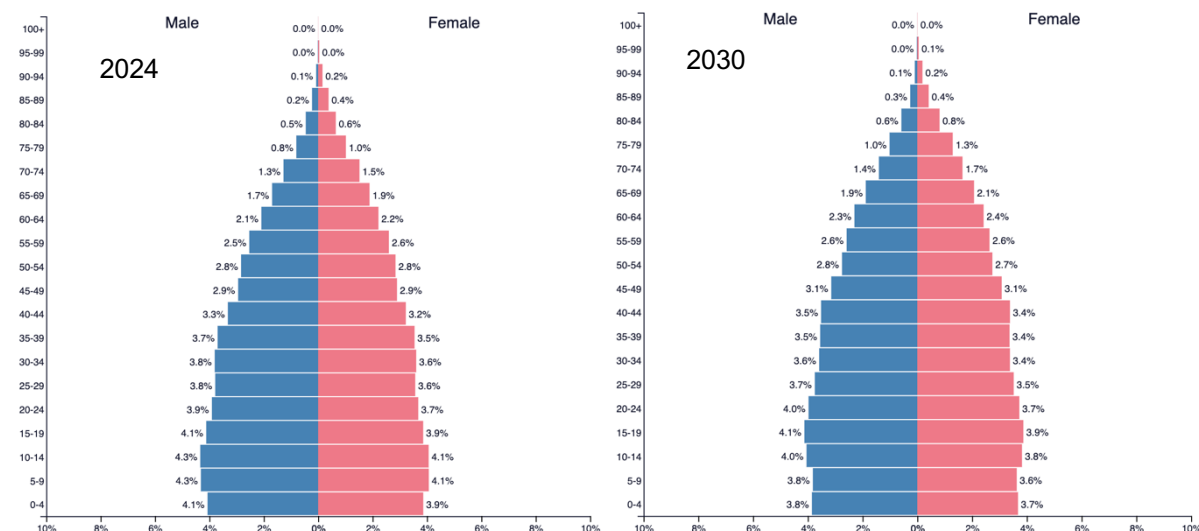
- b. **Número médio de pessoas por moradia:** outro fator que impulsiona o crescimento da demanda por imóveis é a diminuição do número médio de pessoas por residência, que vem caindo aceleradamente nos últimos anos. De acordo com um estudo da Ernst & Young, espera-se que o número médio de pessoas por moradia diminua em 17% nos próximos anos, o que resultará em um aumento da demanda por novas moradias a um ritmo superior ao crescimento populacional. (ERNST & YOUNG. 2024.)

Gráfico 2 – Número de pessoas por Domicílio



- c. **Alteração na pirâmide etária:** a pirâmide etária brasileira tem sofrido modificações significativas nos últimos anos. Atualmente, a população é majoritariamente composta por jovens adultos (15 a 29 anos). Até 2030, a expectativa é de que 37% da população esteja na faixa de 25 a 49 anos, o que incorrerá em um aumento significativo da demanda por imóveis e essa tendência deverá se seguir até 2040 (Population Pyramid, 2024).

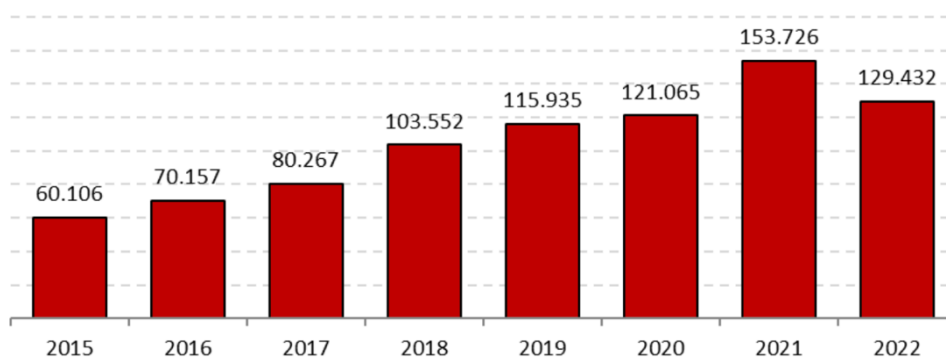
Gráfico 3 – Alteração da Pirâmide etária



Fonte: Population Pyramid e Suno Research, 2023

d. Ciclo de Crédito: o mercado imobiliário possui uma forte dependência do ciclo de crédito, tendo em vista que são bens viabilizados a partir do financiamento. Tal fato pode ser demonstrado entre 2015 e 2021, no qual a taxa básica de juros brasileira (Selic) passou de 14,25% a.a. para 2% a.a., o que impulsionou o setor. Isso se refletiu em um maior número de lançamentos de imóveis, que saiu de um total de unidades lançadas em 2015 de 60 mil unidades para mais de 153 mil, aumento de 155% no período. Momentos em que a taxa básica de juros está em patamares mais reduzidos, viabilizam uma melhora para empresas do setor de construção, incorporação e imobiliário.

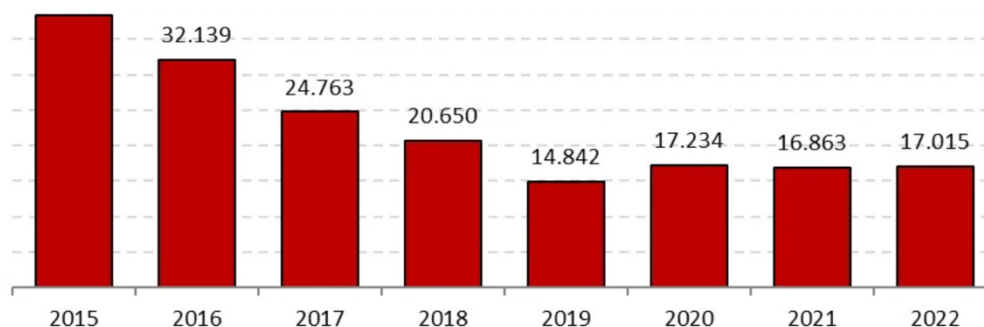
Gráfico 4 – Lançamentos de imóveis



Fonte: Abrainc, 2024 e elaboração do autor

e. Redução do Número de Distratos Imobiliários: A redução significativa dos distratos imobiliários no Brasil, que caíram de 38,3 mil unidades em 2015 para 17 mil em 2022, se deve principalmente às mudanças trazidas pela Lei dos Distratos (Lei nº 13.786/2018). Essa lei estabeleceu penalidades mais rigorosas para os compradores que cancelam contratos de compra de imóveis, impondo perdas financeiras de até 50% do valor pago, dependendo do estágio da obra. Essas novas regras deram mais segurança jurídica às incorporadoras, como a EZTEC, permitindo um planejamento financeiro mais estável e reduzindo a instabilidade causada pela devolução dos imóveis.

Gráfico 5 – Número de Distratos Imobiliários



Fonte: Abrainc, 2024 e elaboração do autor

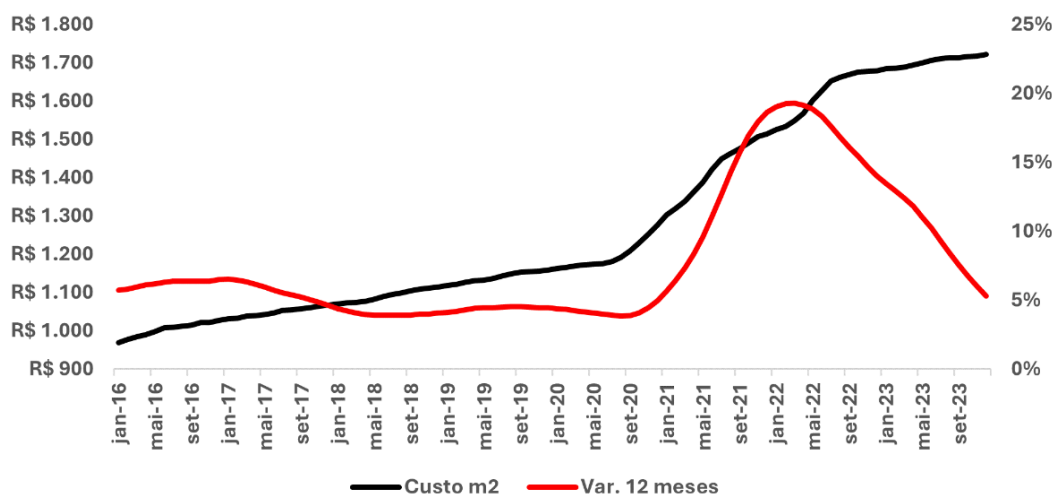
- f. **Índice Nacional de Custos da Construção:** um dos grandes desafios do setor e direcionadores de crescimento é a gestão eficiente dos custos de construção. Após a pandemia, o setor imobiliário viu uma elevação expressiva nos custos, impulsionada principalmente pelo aumento no INCC (Índice Nacional de Custos da Construção), que registrou uma variação acumulada de 17%. Esse aumento foi impulsionado por serviços e materiais, que, entre julho de 2020 e julho de 2021, tiveram uma variação próxima de 30% (FGV, 2024). Esse aumento nos custos impactou diretamente o valor por metro quadrado de construção, que alcançou R\$1700,00 em 2023 (CBIC, 2024). Para incorporadoras como a EZTEC, o desafio é manter a competitividade e a rentabilidade, mesmo diante dessa elevação de custos.

Gráfico 6 – Índice Nacional de Custos da Construção



Fonte: FGV, 2024 e elaboração do autor

Gráfico 7 – Custos por m2



Fonte: CBIC, 2024 e elaboração do autor

5.2 DINÂMICA DE COMPETITIVIDADE

A EZTEC se estabelece como uma das principais incorporadoras do mercado imobiliário de São Paulo, operando em um setor caracterizado por intensa concorrência. A competitividade da empresa é sustentada por uma combinação de fatores estratégicos que a posicionam de forma robusta no mercado. Um diferencial crucial da companhia é a experiência consolidada e o envolvimento direto de seus administradores e acionistas, muitos dos quais são sócios-executivos ou membros da família fundadora, com ampla experiência no setor imobiliário. Essa proximidade entre gestão e acionistas assegura decisões estratégicas orientadas para o longo prazo, fundamental em um setor onde os projetos imobiliários têm ciclos de desenvolvimento prolongados.

Como comentado anteriormente, a empresa adota uma estrutura verticalizada, que abrange todas as etapas do desenvolvimento imobiliário, desde a aquisição de terrenos até o financiamento dos clientes. Essa integração permite um controle mais eficaz dos custos, maior eficiência na aquisição de materiais e preservação das margens de construção, evitando a necessidade de terceirizações. Essa abordagem integrada oferece à EZTEC a flexibilidade necessária para ajustar suas operações conforme as condições do mercado, fortalecendo sua resiliência (EZTEC, 2024).

Outro ponto de destaque é a versatilidade da EZTEC no mercado imobiliário, com atuação em segmentos que vão desde torres de alto padrão até habitação de interesse social, por meio do programa Minha Casa Minha Vida. Essa diversificação permite à empresa adaptar sua estratégia às diferentes demandas econômicas e sociais, maximizando as oportunidades de crescimento

Atualmente, a EZTEC opera exclusivamente no estado de São Paulo, abrangendo 39 municípios que compõem a região metropolitana da capital paulista. Essa área tem grande relevância para o PIB brasileiro, o que gera um enorme potencial de mercado para a empresa. Ao concentrar suas operações nessa região, a empresa não só consolida sua expertise, mas também mantém um rígido controle sobre as obras, tornando a coordenação logística mais eficiente. A proximidade geográfica de terrenos, canteiros de obras e lançamentos facilita negociações diretas com fornecedores, permitindo à empresa obter preços mais competitivos por comprar em grande escala, o que reduz os custos de construção (EZTEC, 2024).

5.2.1 Modelo de Negócios

A EZTEC opera com um modelo de negócios dividido em três principais segmentos: Incorporação; Engenharia e Construção; e imobiliária. A área de Incorporação envolve a prospecção e desenvolvimento de empreendimentos, antecipando tendências do mercado. Já o segmento de Engenharia e Construção foca na garantia da qualidade dos empreendimentos e no cumprimento rigoroso dos prazos estabelecidos. Por fim, o segmento Imobiliário é responsável pela venda dos empreendimentos e pelo oferecimento de financiamento próprio aos clientes.

O processo produtivo da EZTEC segue várias etapas críticas, começando pela prospecção, avaliação e aquisição de terrenos. A empresa se destaca pela participação ativa da alta administração na identificação e negociação de terrenos, o que permite a realização de negócios vantajosos e ágeis. A EZTEC prefere adquirir terrenos utilizando recursos próprios ou financiamentos, evitando permutas para maximizar a lucratividade. Essa etapa inclui o reconhecimento da região do terreno, estudo técnico sobre o desenvolvimento dos projetos e estudo de viabilidade (Suno Research, 2023).

Após a aquisição, a empresa passa ao desenvolvimento e aprovação dos projetos, levando em consideração as tendências de mercado, preferências dos

consumidores e a oferta de concorrentes. A equipe técnica da EZTEC composta por engenheiros, arquitetos, decoradores e outros especialistas, atua em conjunto com equipes de vendas e parceiros independentes para elaborar projetos que atendam às expectativas do público-alvo (Suno Research, 2023).

Em seguida, a empresa realiza o lançamento e se inicia a fase de marketing e vendas. Esse processo começa com a pré-venda, onde são realizados treinamentos das equipes para maximizar as vendas e minimizar os riscos e custos. As vendas são conduzidas por uma equipe própria da empresa, dedicada exclusivamente aos seus empreendimentos, além de corretoras independentes. Quando a companhia alcança um patamar satisfatório de unidades vendidas, inicia-se o processo de construção (EZTEC, 2024).

Essa etapa por sua vez, é supervisionada pela própria EZTEC, que atua como empreiteira geral, contratando subempreiteiras para executar as obras, o que garante um controle rigoroso sobre custos e prazos. Após a construção, ocorre a entrega das unidades, momento em que se dá o repasse financeiro para os bancos e uma forte geração de caixa para a companhia. A EZTEC preserva uma sólida posição de caixa, permitindo à administração tomar decisões com um horizonte de longo prazo, sem a necessidade de monetizar rapidamente seus ativos.

Além disso, a companhia possui um diversificado banco de terrenos (*landbank*) avaliado em cerca de R\$ 9,3 bilhões, o que garante lançamentos para os próximos quatro anos, principalmente nas zonas Sul e Oeste de São Paulo, as regiões mais valorizadas do Brasil.

Em resumo, pode-se visualizar o ciclo construtivo da companhia no diagrama exposto na Figura 2 abaixo:

Figura 4 – Ciclo Construtivo EZTEC



Fonte: Suno Research, 2023

Esse planejamento estratégico proporciona à empresa uma posição confortável em relação ao principal insumo da construção civil, que são os terrenos, e sustenta sua capacidade de continuar expandindo seus negócios de forma sustentável (EZTEC, 2024).

5.3 VANTAGENS COMPETITIVAS

A EZTEC consegue se destacar por meio de diferenciais competitivos estratégicos que a tornam uma das principais incorporadoras do mercado imobiliário de São Paulo. A empresa se beneficia de uma combinação de fatores que lhe conferem uma vantagem significativa, mesmo em um ambiente altamente competitivo. Entre os diferenciais da companhia, pode-se citar:

a. Administração Experiente e Alinhamento de Interesses: Um dos principais diferenciais da EZTEC é a experiência consolidada de sua administração, composta em grande parte por sócios-executivos e membros da família controladora. Esses profissionais possuem décadas de atuação no mercado imobiliário, especialmente na região metropolitana de São Paulo, o que lhes confere uma compreensão profunda das dinâmicas locais. A presença ativa dos acionistas no dia a dia da empresa garante um alinhamento de interesses entre gestão e acionistas,

algo crucial em um setor onde o ciclo de desenvolvimento de projetos pode levar anos. Esse alinhamento estratégico assegura que as decisões sejam tomadas com foco no longo prazo, garantindo a sustentabilidade e a continuidade dos negócios da empresa (EZTEC, 2024).

b. Estrutura Verticalizada: dentro do seu modelo de negócio integrado, a empresa cobre todas as etapas do processo de desenvolvimento imobiliário, desde a aquisição de terrenos até o financiamento dos clientes. Essa estrutura permite à empresa manter um controle rigoroso sobre os custos e aproveitar economias de escala na compra de matérias-primas. Além disso, a empresa consegue preservar suas margens ao minimizar a necessidade de terceirização de serviços, o que aumenta sua eficiência operacional e a qualidade dos empreendimentos entregues (EZTEC, 2024).

c. Versatilidade no Mercado: outra vantagem competitiva da companhia é sua versatilidade na atuação em diversos segmentos do mercado imobiliário. Desenvolvendo projetos que variam desde torres de alto padrão até condomínios de média e alta renda, além de atuar em habitação de interesse social através do programa Minha Casa Minha Vida. Essa flexibilidade permite à EZTEC adaptar sua estratégia de acordo com as condições de mercado, maximizando as oportunidades de crescimento e rentabilidade em diferentes nichos (Suno Research, 2023).

d. Disciplina na Alocação de Capital: a EZTEC também se destaca pela disciplina na alocação de capital. A empresa possui um histórico comprovado de gestão eficiente dos recursos, priorizando investimentos que oferecem retornos adequados. Quando não há oportunidades de investimento atrativas, a EZTEC opta por devolver capital aos acionistas, seja por meio de dividendos ou recompra de ações, demonstrando um compromisso com a criação de valor a longo prazo (Suno Research, 2023).

5.4 RISCOS

A EZTEC, como uma das principais incorporadoras no setor imobiliário, enfrenta uma série de riscos que podem impactar suas operações e resultados financeiros. Esses riscos são intrínsecos ao mercado de construção civil e à própria estrutura da empresa, exigindo uma gestão cuidadosa para mitigá-los.

a. Perda de Membros da Alta Administração: a EZTEC tem grande parte do seu sucesso atrelado à sua administração, composta por executivos que atuam juntos há mais de uma década. A perda de membros dessa equipe pode representar um risco significativo, uma vez que a continuidade e o desempenho da empresa estão fortemente ligados à experiência e ao conhecimento desses profissionais. Um exemplo recente foi o falecimento de Ernesto Zarzur, fundador da empresa e presidente do conselho. Embora o plano de sucessão já estivesse sendo preparado, reduzindo o impacto desse evento, a empresa ainda enfrenta o desafio de manter e atrair executivos altamente qualificados para assegurar a continuidade do sucesso (Suno Research, 2023).

b. Aumento no Custo das Matérias-Primas: o aumento no custo das matérias-primas representa um risco significativo para a empresa, dado que esses custos têm um impacto direto nos gastos operacionais e, conseqüentemente, nas margens de lucro da empresa. No setor de construção civil, o preço de insumos como aço, concreto, e materiais elétricos pode sofrer variações substanciais devido a fatores econômicos globais e nacionais, como flutuações cambiais, crises de abastecimento e inflação. Quando esses aumentos superam os índices de reajuste previstos nos contratos firmados com clientes, a rentabilidade dos projetos é diretamente afetada, reduzindo o lucro esperado.

A gestão eficiente desses custos é fundamental para manter sua competitividade no mercado. Isso exige não apenas uma cuidadosa negociação com fornecedores, buscando condições mais favoráveis e acordos de longo prazo que possam proteger a empresa contra variações abruptas de preços, mas também a otimização contínua dos processos de construção para minimizar desperdícios e aumentar a eficiência. Estratégias como a compra em grande escala e a manutenção de um forte relacionamento com fornecedores-chave ajudam a empresa a mitigar esse risco (Suno Research, 2023).

c. Riscos Relacionados à Concessão de Financiamentos: os riscos relacionados à concessão de financiamentos são relevantes para a EZTEC, dado que a empresa oferece financiamentos diretos aos compradores de suas unidades residenciais e comerciais. O principal risco é a inadimplência, que ocorre quando os compradores não conseguem pagar o principal e os juros, afetando negativamente os fluxos de caixa da empresa.

Além disso, o prolongamento dos prazos de pagamento pode atrasar a recuperação do capital investido, impactando a capacidade da empresa de reinvestir em novos projetos. Para mitigar esses riscos, é essencial que a EZTEC adote uma análise rigorosa de crédito e mantenha políticas de provisionamento para cobrir possíveis perdas (Simpla.Club Research, 2024).

d. Competição no Setor Imobiliário: o setor imobiliário, caracterizado por poucas barreiras de entrada, é altamente competitivo e fragmentado. A ausência de restrições significativas permite a entrada constante de novos concorrentes, o que pode intensificar a competição por vendas e terrenos. Se concorrentes da EZTEC lançarem campanhas de marketing ou vendas particularmente bem-sucedidas, isso pode afetar adversamente as atividades e os resultados da empresa. Além disso, a crescente competição por terrenos de boa qualidade pode reduzir as margens de lucro e dificultar a expansão dos negócios (Suno Research, 2023).

e. Gestão de Estoques: outro risco importante é a gestão de estoques de unidades não vendidas. Caso a empresa não consiga comercializar as unidades em construção, isso pode resultar em “estoques encalhados”, que pesam negativamente nos demonstrativos financeiros devido ao pagamento contínuo de IPTU, taxas de condomínio e potenciais descontos que possam ser necessários para estimular as vendas. A eficiência na gestão de estoques é fundamental para evitar esses impactos financeiros (Simpla Club Research, 2024).

f. Distratos: os distratos, que são cancelamentos de contratos de venda, também representam um risco para a empresa. No entanto, esse risco foi significativamente mitigado pelas recentes mudanças na legislação (Lei nº 13.786/2018) que regulamentam os distratos, proporcionando mais segurança jurídica para as incorporadoras (ABRAINC, ANO).

g. Riscos de Mercado: a EZTEC está exposta ao risco de mercado, que envolve as oscilações no valor dos terrenos mantidos em estoque, que podem variar consideravelmente entre as fases de aquisição, incorporação e venda. Essas variações podem impactar os resultados operacionais da empresa, especialmente em um mercado cíclico que alterna entre períodos de alta liquidez e momentos de iliquidez. A demanda por lançamentos imobiliários também é influenciada por fatores macroeconômicos, como a taxa de desemprego, inflação e a taxa básica de juros (SELIC). O mercado imobiliário tende a ser mais ativo em períodos de estabilidade

econômica, quando os consumidores se sentem mais confiantes para assumir compromissos financeiros de longo prazo (XP Research, 2024).

h. Riscos Estratégicos: a EZTEC enfrenta desafios estratégicos relacionados à dificuldade de encontrar novos terrenos atrativos, especialmente em São Paulo, onde a empresa concentra suas operações. A escassez de terrenos de boa qualidade, tanto em localização quanto em preço, pode limitar a capacidade da empresa de expandir seus negócios e manter o crescimento sustentável.

Esses riscos exigem uma gestão estratégica cuidadosa para garantir que a empresa continue a ser uma das líderes no mercado imobiliário, mantendo sua competitividade e capacidade de gerar valor para seus acionistas (XP Research, 2024).

5.5 FORÇAS DE PORTER

O modelo das forças de Porter oferece uma estrutura para avaliar o nível de competitividade que uma empresa possui dentro de seu setor. Esse modelo compara cinco elementos principais: a intensidade da rivalidade entre os concorrentes, o poder de negociação dos fornecedores, o poder de negociação dos clientes, a ameaça de novos participantes no mercado e a ameaça de produtos ou serviços substitutos.

5.5.1 Rivalidade entre concorrentes

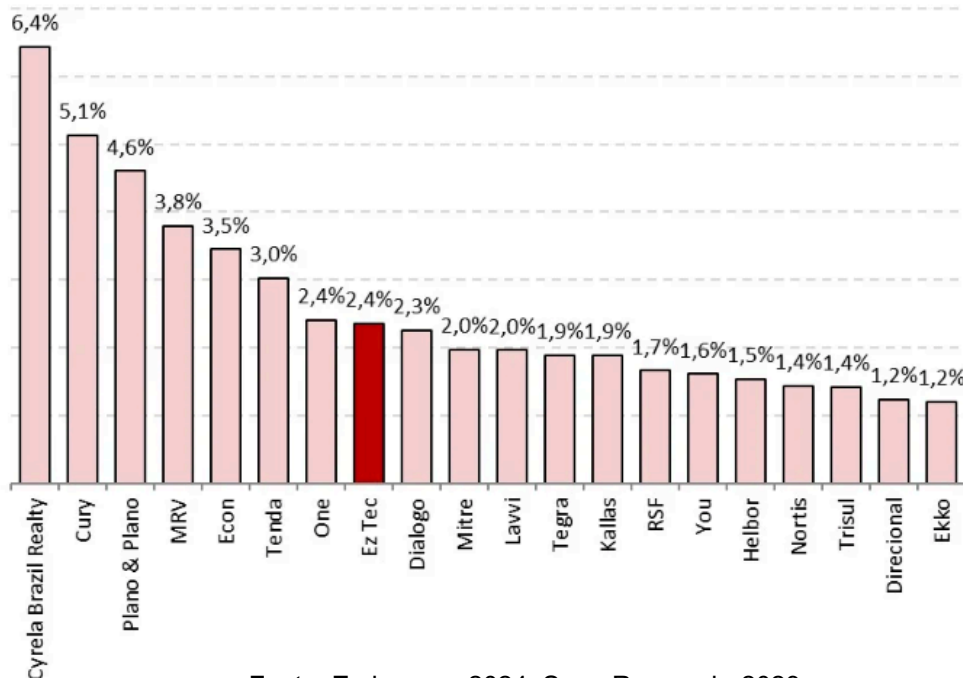
A rivalidade entre as empresas no setor de construção civil é marcada por uma intensa competição e uma alta fragmentação do mercado. Este setor, que não possui barreiras significativas para a entrada de novos concorrentes, é composto por inúmeras empresas que disputam espaço em um mercado dinâmico. De acordo com dados da Embraesp (Empresa Brasileira de Estudos de Patrimônio) (2024), as dez maiores construtoras da Região Metropolitana de São Paulo são responsáveis por 35,4% do *market share*, enquanto as vinte maiores atingem 51,2%. Esses números demonstram o quão dividido é o mercado, onde as empresas competem ferozmente em termos de preço, qualidade dos projetos, condições de financiamento, reputação e, acima de tudo, localização estratégica dos empreendimentos.

A EZTEC, atualmente na 8ª posição no ranking de participação de mercado na região, enfrenta desafios contínuos para manter sua posição, especialmente

devido à redução no número de lançamentos nos últimos anos. A empresa concorre diretamente com grandes incorporadoras como Cyrela, Even e Trisul, que também operam em segmentos de médio e alto padrão em regiões valorizadas de São Paulo. A Cyrela, por exemplo, é uma das empresas mais tradicionais do país, com foco em empreendimentos de alto padrão, enquanto a Even se destaca em São Paulo e Porto Alegre, e a Trisul concentra suas operações nas regiões mais valorizadas da capital paulista.

Nesse ambiente de intensa rivalidade, as empresas devem não apenas competir em preço, mas também se diferenciar através de fatores como localização dos projetos e a capacidade financeira para sustentar suas operações em um mercado tão competitivo. A EZTEC, para continuar relevante, precisa ajustar constantemente suas estratégias e inovar, garantindo que seus empreendimentos se destaquem em um cenário marcado por concorrência acirrada e crescente. Pode-se observar os principais *players* no gráfico 8:

Gráfico 8 – Market Share Principais Players



Fonte: Embraesp, 2024; Suno Research, 2023

Analisando alguns indicadores das principais incorporadoras é possível observar a EZTEC, com margens brutas superiores a 40%, destacando-se pelo foco em projetos de alto padrão e localização privilegiada, o que permite a maximização

do valor por metro quadrado. Seu *landbank*, estimado em R\$ 9,3 bilhões, está principalmente concentrado nas zonas Sul e Oeste, garantindo lançamentos contínuos de maior valor agregado e potencial de rentabilidade (Genial Investimentos, 2024).

A Cyrela, por sua vez, com uma margem bruta de 33,5%, adota uma abordagem mais diversificada, com projetos espalhados em diversas regiões do Brasil, como São Paulo e Rio de Janeiro. Seu *landbank* é consideravelmente maior, alcançando R\$ 20 bilhões. Essa diversificação possibilita à Cyrela reduzir a exposição a riscos regionais e segmentar diferentes mercados, mesmo que suas margens sejam um pouco menores em comparação com a EZTEC, devido à maior variedade de empreendimentos (Genial Investimentos, 2024).

Por outro lado, a Even apresenta margens de lucro mais modestas, variando entre 21,2% e 26,6% em 2023. Com um *landbank* de R\$ 5,5 bilhões concentrado em São Paulo e Porto Alegre, a Even opta por uma estratégia mais conservadora em lançamentos e gestão de estoques, o que visa preservar as margens em um mercado competitivo. Essa abordagem se diferencia da EZTEC, que aposta em produtos de maior valor e menor quantidade de lançamentos, gerando margens mais altas, mas com maior exposição à volatilidade econômica (Altero; Argenton, 2023).

A Trisul, cuja margem bruta é de 23,9%, compartilha algumas semelhanças com a EZTEC, ao concentrar-se em áreas nobres de São Paulo. Seu *landbank*, estimado em R\$ 6 bilhões, reflete essa especialização geográfica e permite à empresa competir diretamente no segmento de alto padrão. O foco em regiões de alta demanda ajuda a sustentar margens competitivas, embora sem o mesmo alcance de diversificação da Cyrela (Genial Investimentos, 2024).

A comparação mostra que, enquanto a EZTEC capitaliza seu conhecimento local para manter margens elevadas, empresas como Cyrela e Even utilizam a diversificação e estratégias conservadoras para lidar com os riscos inerentes ao mercado.

5.5.2 Poder de Barganha dos Fornecedores

O poder de barganha dos fornecedores é um fator crítico que pode influenciar as margens de lucro de qualquer companhia, especialmente no setor de construção civil, onde a empresa depende de uma ampla gama de materiais e serviços essenciais

para seus empreendimentos. Nesse mercado, alguns fornecedores de matéria prima como cimento, aço e concreto possuem um poder de negociação significativo devido à concentração de mercado e à importância desses insumos na construção. Grandes fornecedores para o setor como Gerdau e Votorantim Cimentos, controlam uma parte substancial da oferta no Brasil, o que lhes confere maior poder de barganha sobre os preços e condições de venda.

Além disso, a qualidade e a especialização dos materiais fornecidos, como acabamentos de alto padrão ou sistemas elétricos e hidráulicos sofisticados, também aumentam o poder de negociação desses fornecedores, uma vez que as incorporadoras, como a EZTEC, dependem desses produtos para manter o padrão de qualidade de seus empreendimentos.

Outro aspecto importante é a volatilidade dos preços das matérias-primas, influenciada por fatores econômicos globais, como variações cambiais e crises de abastecimento. A EZTEC precisa, portanto, gerenciar cuidadosamente suas relações com esses fornecedores, buscando negociações de longo prazo que possam mitigar o impacto dessas variações e manter sua competitividade no mercado.

5.5.3 Poder de Barganha dos Clientes

O poder de barganha dos clientes no setor imobiliário, onde a EZTEC opera, é considerável, principalmente devido à ampla variedade de opções disponíveis no mercado. A competitividade intensa e a fragmentação do setor proporcionam aos compradores uma grande capacidade de escolha, o que lhes confere poder para influenciar os preços e as condições de venda.

Os clientes podem ser segmentados em diferentes perfis, de acordo com o preço do metro quadrado e o ticket total da unidade. A EZTEC atende desde o segmento econômico até o alto padrão, o que exige da empresa uma adaptação constante às demandas e expectativas de cada tipo de cliente. Os consumidores nos segmentos de médio e alto padrão, por exemplo, têm exigências elevadas em termos de qualidade, localização, e inovação nos projetos, e, devido ao poder aquisitivo mais alto, possuem maior capacidade de negociação.

Desde 2015, a EZTEC vem concentrando seus esforços em projetos voltados para clientes de média e alta renda, localizados em bairros nobres de São Paulo. No entanto, a empresa mantém uma atuação diversificada, incluindo projetos econômicos

e corporativos de alto padrão, o que lhe permite atender a uma ampla gama de clientes e minimizar os riscos de depender de um único segmento do mercado (EZTEC, 2024).

Esse foco estratégico em projetos de maior valor agregado possibilita à EZTEC manter uma forte posição de caixa, que, por sua vez, permite à empresa negociar com seus clientes de maneira mais favorável, sem a pressão de precisar vender rapidamente para garantir liquidez. Essa abordagem reduz a urgência de monetizar ativos e concede à empresa uma vantagem sobre concorrentes mais alavancados, que podem ser forçados a oferecer descontos ou condições mais flexíveis para acelerar as vendas.

Em resumo, o poder de barganha dos clientes na EZTEC é elevado, exigindo que a empresa adote estratégias que lhe permitam oferecer valor diferenciado em seus empreendimentos, mantendo a competitividade e a capacidade de negociação em um mercado altamente dinâmico.

5.5.4 Ameaça de Novos Entrantes

No setor imobiliário, a ameaça de novos entrantes é uma realidade que pode impactar empresas estabelecidas como a EZTEC. Devido às baixas barreiras de entrada no mercado de construção civil, novas empresas podem facilmente surgir, especialmente em períodos de crescimento econômico, quando o crédito é mais acessível. Essas novas incorporadoras, muitas vezes com estruturas de custos menores, podem adotar estratégias de preços agressivas, pressionando as margens de lucro das empresas já consolidadas.

A concorrência não se limita apenas a grandes *players*; pequenas e médias empresas também entram no mercado, muitas vezes focando em nichos específicos ou oportunidades locais. Essa competição adicional força empresas como a EZTEC a serem mais eficientes, inovar constantemente e reforçar seus diferenciais para manter sua competitividade.

Para mitigar essa ameaça, a EZTEC pode capitalizar sua longa experiência e forte presença na região metropolitana de São Paulo, utilizando seu conhecimento do mercado local e sua marca estabelecida como vantagens competitivas. A diferenciação através de qualidade e reputação, além de um foco em nichos de alto padrão, onde a expertise e os relacionamentos são mais difíceis de replicar, também são estratégias eficazes para se proteger contra a entrada de novos concorrentes.

5.5.5 Produtos Substitutos

No contexto das 5 Forças de Porter, os produtos substitutos representam alternativas que os clientes podem considerar em lugar dos produtos ou serviços oferecidos pela EZTEC. Esses substitutos podem impactar negativamente a empresa ao reduzir a demanda por seus empreendimentos, forçando a companhia a ajustar seus preços ou melhorar seus produtos para manter a competitividade.

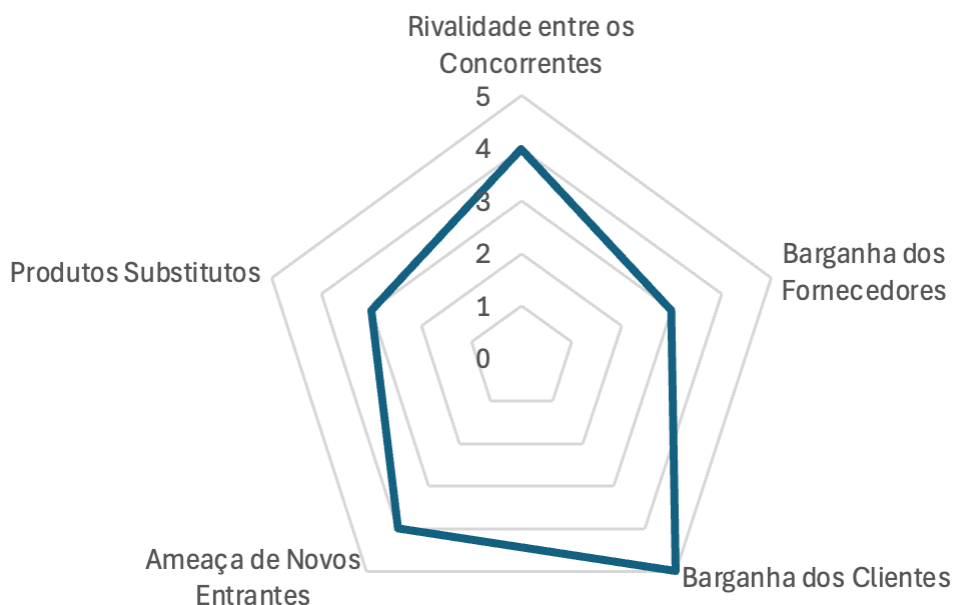
Dentro do setor imobiliário, a EZTEC enfrenta alguns produtos substitutos que podem influenciar a decisão dos compradores. Um exemplo claro são os imóveis usados, que muitas vezes competem diretamente com novos empreendimentos, especialmente em áreas bem localizadas e já consolidadas. Imóveis usados podem ser atraentes para compradores por oferecerem preços mais acessíveis, a possibilidade de negociação direta com o proprietário, e a vantagem de não precisar esperar pelo término da construção.

Além disso, o aluguel pode ser visto como um substituto significativo, especialmente em períodos de incerteza econômica ou quando as taxas de juros estão altas, tornando o financiamento de imóveis menos atrativo. A opção de alugar permite maior flexibilidade e menor comprometimento financeiro, o que pode afastar potenciais compradores de empreendimentos residenciais.

5.5.6 Conclusão das Forças de Porter

O resultado das cinco forças de Porter pode ser visualizado de forma ilustrativa no gráfico 9 a seguir:

Gráfico 9 – Análise 5 Forças de Porter



Fonte: elaborado pelo autor

5.6 MATRIZ SWOT

A matriz SWOT é uma ferramenta que realiza uma avaliação abrangente tanto interna quanto externa da empresa, focando em quatro aspectos fundamentais: forças (*strengths*), fraquezas (*weaknesses*), oportunidades (*opportunities*) e ameaças (*threats*). Essa análise permite identificar os pontos fortes que a empresa pode alavancar, as áreas que precisam de melhorias, as oportunidades que podem ser exploradas no mercado e as ameaças que devem ser mitigadas para garantir o sucesso a longo prazo.

5.6.1 Forças

a. Posição consolidada no mercado de São Paulo: a EZTEC possui uma forte presença na região metropolitana de São Paulo, onde detém um vasto conhecimento do mercado e uma marca bem estabelecida. Esse foco regional permite à empresa otimizar suas operações e reduzir riscos associados a mercados desconhecidos.

b. Modelo de negócios verticalizado: a EZTEC controla várias etapas do processo de desenvolvimento imobiliário, desde a aquisição de terrenos até a construção e vendas. Essa integração vertical permite maior controle sobre custos e qualidade, além de proporcionar economias de escala.

c. Sólida posição financeira: a empresa mantém uma posição de caixa robusta, o que lhe dá flexibilidade para investir em novos projetos, aproveitar oportunidades de aquisição de terrenos e navegar por períodos de crise econômica sem comprometer sua liquidez.

5.6.2 Fraquezas

a. Dependência geográfica: embora a forte presença em São Paulo seja uma vantagem, a dependência excessiva dessa região limita a diversificação geográfica da EZTEC, expondo-a a riscos específicos do mercado local.

b. Exposição ao mercado de alto padrão: a EZTEC foca em grande parte no segmento de médio e alto padrão, que pode ser mais volátil e sensível a mudanças econômicas, especialmente em tempos de crise, quando a demanda por imóveis de luxo tende a diminuir.

c. Ciclos longos de projetos: os ciclos de desenvolvimento dos empreendimentos imobiliários podem ser longos, o que pode resultar em riscos associados a mudanças nas condições econômicas e de mercado durante o período de desenvolvimento.

5.6.3 Oportunidades

a. Expansão para novos mercados: a diversificação geográfica para outras regiões além de São Paulo pode reduzir os riscos associados à concentração em um único mercado e abrir novas oportunidades de crescimento.

b. Demanda por habitação de interesse social: o aumento da demanda por moradias populares, impulsionada por programas governamentais como o Minha Casa Minha Vida, oferece à EZTEC a oportunidade de expandir sua atuação no segmento econômico.

c. Inovações tecnológicas no setor: a adoção de novas tecnologias de construção e de vendas pode aumentar a eficiência operacional da EZTEC e melhorar a experiência do cliente.

5.6.4 Ameaças

a. Aumento dos custos de matérias-primas: a volatilidade nos preços de materiais de construção, como aço e cimento, pode impactar negativamente as margens de lucro da EZTEC, especialmente se esses aumentos superarem os índices de reajuste dos contratos.

b. Regulamentações governamentais: mudanças na legislação ambiental, urbanística ou de financiamento imobiliário podem aumentar os custos operacionais ou limitar a capacidade da EZTEC de desenvolver novos projetos.

c. Concorrência acirrada: o setor imobiliário é altamente competitivo, com muitas empresas disputando participação de mercado. A entrada de novos players ou estratégias agressivas de concorrentes podem pressionar a EZTEC a reduzir seus preços ou aumentar seus investimentos em marketing, afetando suas margens de lucro.

6 ANÁLISE FINANCEIRA

Este capítulo tem como objetivo realizar uma análise detalhada dos aspectos financeiros da EZTEC, considerando fatores como a evolução de suas receitas, custos, despesas operacionais, bem como indicadores de lucratividade, rentabilidade, geração de caixa e endividamento. Para essa análise, será utilizado como base os relatórios financeiros disponibilizados pela própria companhia, como relatórios trimestrais, releases de resultados e relatórios anuais.

Assim como ocorre com outras empresas listadas no Novo Mercado da B3, a EZTEC disponibiliza relatórios financeiros detalhados desde a abertura de capital, o que permite uma avaliação de sua performance ao longo dos anos. A análise será conduzida a partir de dados financeiros consolidados da companhia, levando em consideração a evolução de seus indicadores ao longo dos últimos anos, destacando o impacto de variáveis macroeconômicas e setoriais sobre o desempenho da empresa.

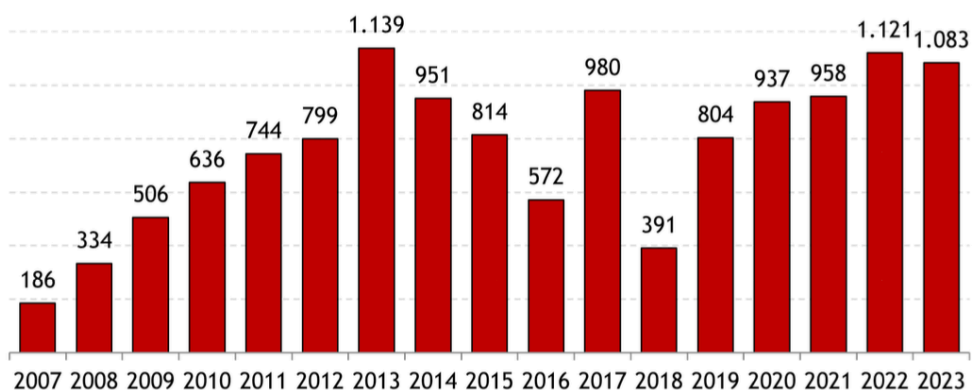
6.1 ANÁLISE DAS RECEITAS

Para realizar a análise das receitas da EZTEC, é essencial entender os ciclos econômicos e como fatores externos impactaram diretamente o desempenho da companhia ao longo dos anos. Assim como outras construtoras, a EZTEC, está inserida em um setor altamente cíclico, onde a receita é fortemente influenciada pelas condições econômicas, especialmente pelas flutuações nas taxas de juros, disponibilidade de crédito, inflação dos insumos e crises.

Entre 2007 e 2014, a EZTEC experimentou um ciclo de forte crescimento, impulsionado por uma demanda aquecida no mercado imobiliário e condições macroeconômicas favoráveis. Durante esse período, a empresa viu suas receitas líquidas aumentarem substancialmente, refletindo o aumento do número de lançamentos e a alta procura por imóveis de médio e alto padrão. Em 2013, a receita líquida da empresa atingiu R\$ 1.139 milhões, impulsionada pela venda da primeira torre do EZ Towers, enquanto o Valor Geral de Vendas (VGV) também apresentava crescimento expressivo (Suno Research, 2023).

Pode-se observar a evolução da receita através do gráfico 10 a seguir:

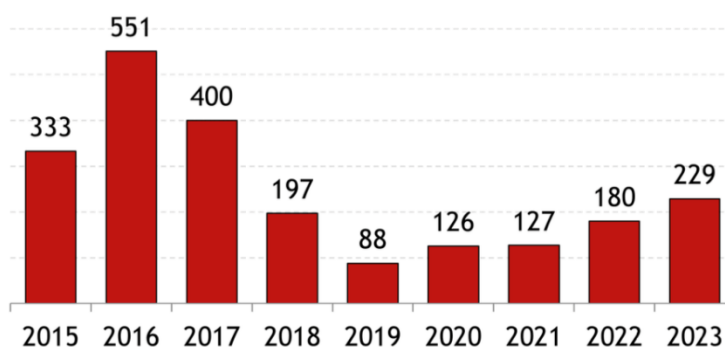
Gráfico 10 – Receita Líquida (R\$ milhões)



Fonte: EZTEC, 2024; Suno Research, 2023

A partir de 2014, no entanto, o Brasil entrou em um período de recessão econômica, que se intensificou entre 2015 e 2017. Esse cenário afetou severamente o mercado imobiliário, com uma forte contração na demanda por imóveis, principalmente devido ao aumento da taxa Selic, que alcançou 14,25% a.a. em 2016. O elevado custo de capital e as dificuldades de financiamento reduziram o poder de compra dos consumidores e diminuíram as vendas de imóveis. Durante esses anos, as receitas da companhia caíram significativamente, com a receita líquida atingindo R\$ 391 milhões em 2018, um patamar inferior ao registrado em anos anteriores. O resultado de 2017 pode ser atribuído ao evento não recorrente da venda da segunda torre do empreendimento EZ Towers. Dentro desse cenário, a empresa optou por reduzir o número de lançamentos, a fim de preservar o capital e evitar o acúmulo de estoques. Esse período também foi caracterizado por um aumento no número de distratos, reflexo da dificuldade dos compradores em manter o financiamento dos imóveis adquiridos, o que impactou ainda mais o fluxo de receitas, ainda que abaixo dos patamares de 2016 e 2017. É possível observar a evolução do número de distratos no gráfico 11 a seguir:

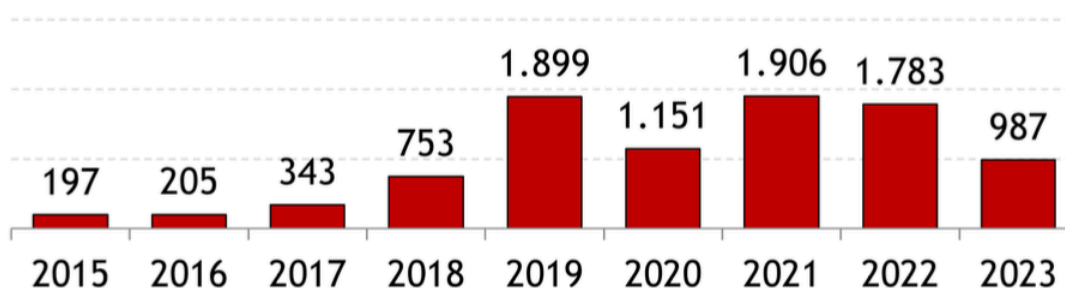
Gráfico 11 – Volume de distratos (R\$ milhões)



Fonte: EZTEC, 2024; Suno Research, 2023

A partir de 2018, a EZTEC iniciou um novo ciclo de recuperação. Beneficiada pela queda nas taxas de juros e pela retomada da economia, a empresa aumentou significativamente seus lançamentos e suas receitas começaram a se recuperar. Em 2019, a receita líquida da EZTEC saltou para R\$ 804 milhões, impulsionada pelo aumento de lançamentos e pela demanda por imóveis residenciais. Neste mesmo ano, a empresa alcançou seu maior volume de lançamentos até então, com um Valor Geral de Vendas (VGV) de R\$ 1,899 bilhões. Pode-se observar a evolução do VGV da companhia no gráfico 12 a seguir:

Gráfico 12 – Volume de lançamentos em VGV (R\$ milhões)



Fonte: EZTEC, 2024; Suno Research, 2023

No entanto, a pandemia de Covid-19 em 2020 trouxe novos desafios para o setor imobiliário. O fechamento dos canteiros de obras, estandes de vendas e o impacto econômico generalizado reduziram temporariamente as vendas e os lançamentos da EZTEC. Mesmo com a taxa Selic em seu menor patamar histórico, a incerteza econômica afetou as receitas da empresa, que optou por manter um volume de lançamentos mais conservador em 2020, com um VGV de R\$ 1,151 bilhões, uma queda em relação ao ano anterior. Com o aumento do custo das matérias-primas e a alta inflação no setor da construção, a EZTEC também enfrentou pressões sobre suas margens nos anos seguintes. Além disso, a escalada das taxas de juros a partir de 2021 dificultou o financiamento imobiliário, levando muitos clientes a postergar suas decisões de compra. Isso se refletiu em uma nova queda no volume de lançamentos e, conseqüentemente, nas receitas em 2022 e 2023, com a empresa registrando um VGV de R\$ 987 milhões em 2023, seu menor patamar desde 2017.

Com isso, pode-se observar que a receita da EZTEC é diretamente influenciada pelos ciclos econômicos, com fortes períodos de crescimento durante fases de expansão econômica e retração durante crises.

Apesar disso, a empresa demonstrou capacidade de ajustar suas estratégias de lançamento e vendas conforme as condições do mercado, preservando seu caixa e garantindo a continuidade dos negócios em momentos adversos. O ambiente de alta inflação e juros elevados continua a ser um desafio, impactando diretamente a geração de receitas da companhia.

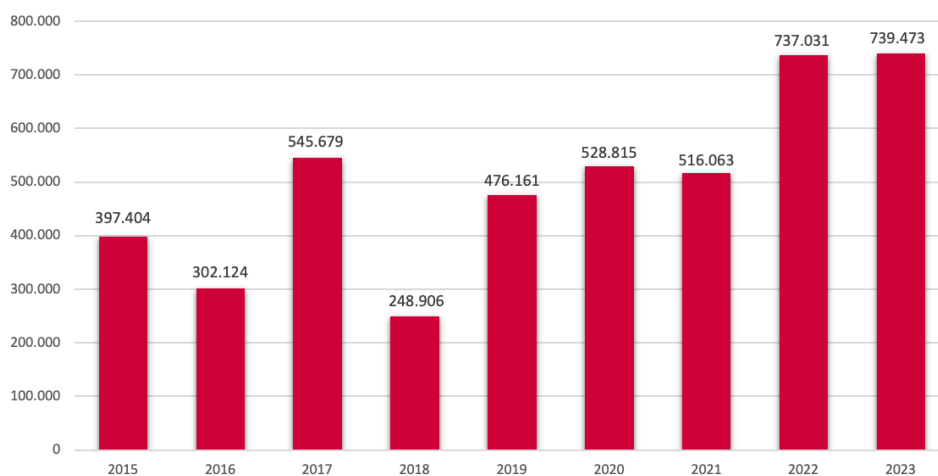
6.2 ANÁLISE DOS CUSTOS E DESPESAS

A análise dos custos e despesas é essencial para compreender a dinâmica financeira da empresa, especialmente em um setor tão sensível a flutuações econômicas como o de construção civil. Nesta seção, será avaliado a evolução de indicadores como custos de mercadorias vendidas (CMV), despesas operacionais, margem bruta e o lucro bruto ao longo dos anos da companhia.

Como primeiro indicador, vamos analisar os custos de mercadorias vendidas da Eztec (CMV). Eles incluem todos os custos diretos relacionados à construção de imóveis, como aquisição de terrenos, custo de obra, encargos financeiros capitalizados e manutenção de estoques. Esses custos são fundamentais para determinar a lucratividade dos projetos da empresa. Entre 2010 e 2017, a EZTEC manteve seus custos relativamente estáveis, com variações proporcionais ao número de lançamentos e vendas. Contudo, em 2017, a empresa registrou um CMV de R\$ 545 milhões, um dos maiores valores observados ao longo do período. Esse aumento significativo se deve à finalização de grandes projetos, como o EZ Towers, que impactaram diretamente o custo operacional.

Nos anos subsequentes, de 2018 e 2019, o CMV diminuiu, atingindo R\$ 248 milhões em 2018 e R\$ 476 milhões em 2019, refletindo a desaceleração nas atividades de construção e o menor número de lançamentos, devido ao ambiente macroeconômico desfavorável. Em 2023, com o início da retomada das atividades econômicas e a alta demanda no mercado imobiliário, os custos voltaram a aumentar, chegando a R\$ 739 milhões, refletindo tanto o volume de obras quanto o aumento de custos de insumos no período. Pode-se observar a evolução dos Custos de Mercadorias Vendidas a partir do gráfico do gráfico 13 a seguir:

Gráfico 13 – Custos de Mercadorias Vendidas (R\$ milhares)



Fonte: RI EZTEC, 2024; elaborado pelo autor

Outro fator importante a ser analisado são as despesas operacionais da EZTEC. Elas englobam uma série de categorias que afetam diretamente os resultados financeiros, incluindo despesas com vendas, publicidade, administrativas, comissões, honorários, entre outras despesas relacionadas à gestão diária da operação. É possível observar a composição e a evolução das Despesas operacionais da companhia no quadro e gráfico abaixo:

Tabela 3 – Composição Despesas Operacionais

Receitas (despesas) operacionais

Despesas Comerciais

- (-) Publicidade
- (-) Stand de Vendas
- (-) Manutenção e Estoque
- (-) Comissão e Outras Despesas

Despesas Gerais Administrativas

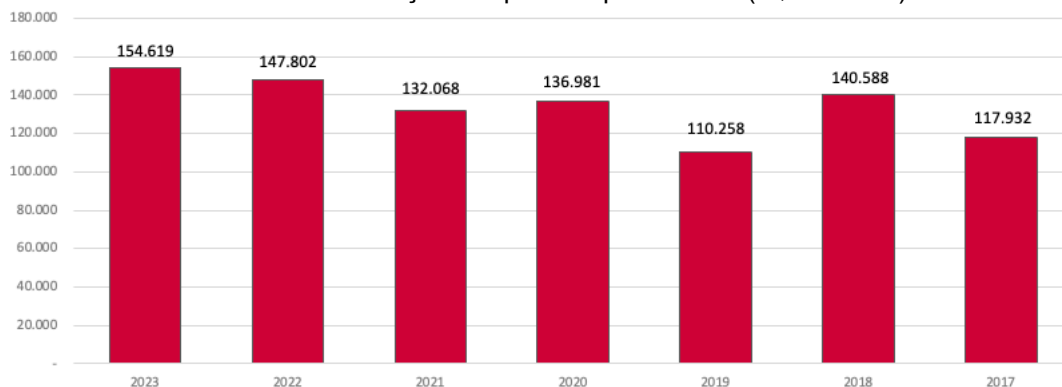
- (-) Despesas Administrativas
- (-) Honorários da administração

Outras Despesas Receitas (Despesas) Operacionais

- (-) Despesas Tributárias
- (+) Outras Receitas (Despesas) Operacionais

Fonte: RI EZTEC, 2024; elaborado pelo autor

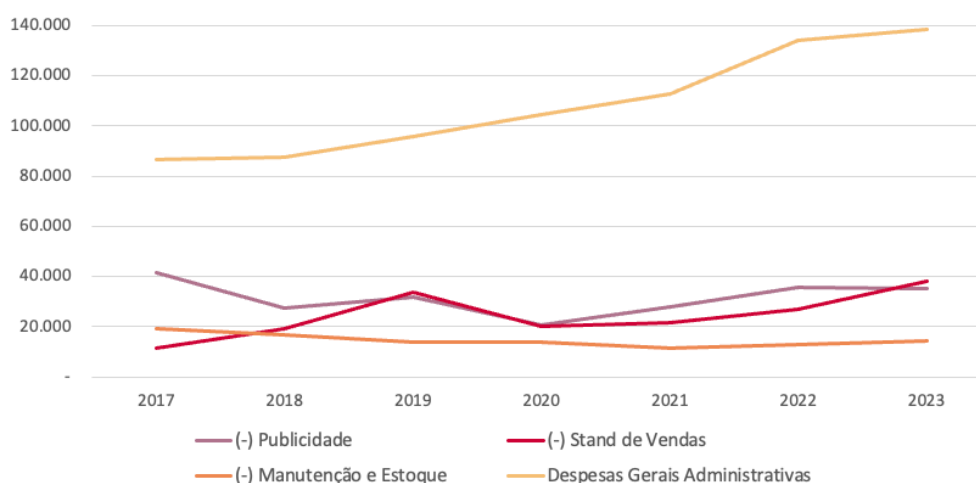
Gráfico 14 – Evolução Despesas Operacionais (R\$ milhares)



Fonte: RI EZTEC, 2024; elaborado pelo autor

As despesas administrativas e despesas gerais administrativas são dois dos maiores componentes do custo operacional da empresa, somando R\$ 121,200 milhões e R\$ 138,562 milhões, respectivamente, em 2023. Esses custos são essenciais para manter a estrutura organizacional e de suporte da EZTEC, mas seu crescimento contínuo em um ambiente de vendas mais fracas pode comprometer as margens da empresa. A inflação também exerce pressão significativa sobre esses custos, elevando o preço de insumos, serviços e mão-de-obra, o que acaba por aumentar os custos operacionais da companhia.

Gráfico 15 – Evolução Despesas Operacionais Destaque (R\$ milhares)



Fonte: RI EZTEC, 2024; elaborado pelo autor

Outro fator a ser destacado é o crescimento das despesas com publicidade, que atingiram R\$ 35,129 milhões em 2023. Esses gastos são diretamente relacionados à necessidade de sustentar as vendas em um mercado competitivo,

especialmente quando o cenário macroeconômico exige esforços adicionais para captar e converter potenciais clientes. Em um cenário de alta de juros, onde o financiamento imobiliário se torna mais restrito, o marketing se torna uma ferramenta crucial para estimular as vendas e manter o fluxo de caixa da empresa.

Adicionalmente, os custos relacionados à manutenção e estoque, que somaram R\$ 14,241 milhões em 2023, demonstram como a empresa está lidando com um volume significativo de imóveis em estoque. Em um cenário de demanda reprimida, os estoques tendem a aumentar, e a manutenção desses ativos até que possam ser vendidos é essencial para preservar seu valor de mercado. No entanto, a acumulação de estoques pode ser um desafio em períodos de baixa liquidez, já que esses custos fixos continuam impactando os resultados da empresa.

A combinação desses fatores demonstra como a EZTEC, operando em um setor cíclico, precisa gerir suas despesas operacionais com muita cautela. Em períodos de alta inflação e juros elevados, a empresa enfrenta dificuldades tanto no controle de seus custos quanto na atração de novos compradores, o que pressiona diretamente suas margens. Mesmo com uma gestão eficiente e foco na preservação do caixa, o ambiente macroeconômico acaba ditando o ritmo de crescimento ou retração das operações da companhia.

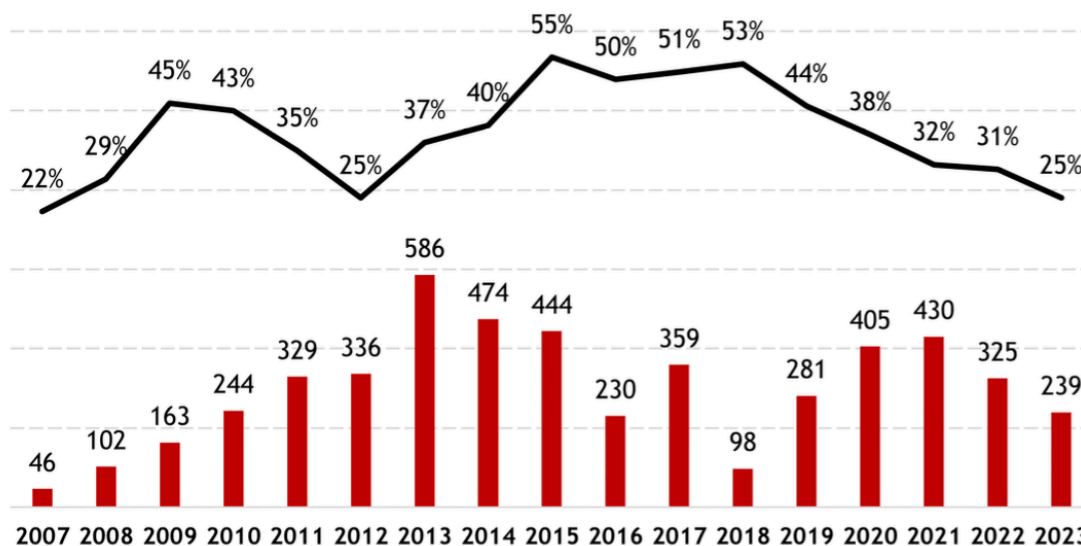
6.3 ANÁLISE DE LUCRATIVIDADE E RENTABILIDADE

A análise de lucratividade e rentabilidade é fundamental para entender a eficiência operacional e a capacidade da EZTEC de gerar resultados financeiros ao longo do tempo. Esses indicadores mostram como a empresa lida com seus custos e despesas em diferentes cenários econômicos, refletindo sua resiliência em períodos de expansão e crise. Ao longo dos últimos anos, a EZTEC enfrentou ciclos de crescimento e retração, influenciados por fatores macroeconômicos como taxas de juros, inflação e o comportamento do mercado imobiliário como já citado anteriormente. Neste tópico, serão explorados a evolução da lucratividade e da rentabilidade da companhia, observando como essas variáveis impactaram seu desempenho e suas margens.

A companhia apresentou um crescimento significativo no seu lucro líquido entre os anos de 2007 e 2013, sendo um período de expansão. Em 2007, o lucro líquido era de R\$ 46 milhões, com uma margem líquida de 22%.

Esse valor evoluiu consistentemente, atingindo R\$ 586 milhões em 2013, com uma margem de 37% como pode-se observar no gráfico 16 a seguir:

Gráfico 16 – Lucro Líquido (R\$ Milhões) e Margem Líquida (%)



Fonte: EZTEC, 2024; Suno Research, 2023

Essa expansão foi impulsionada principalmente pelo forte crescimento econômico, aumento no volume de lançamentos e uma maior eficiência operacional. Entretanto, após 2013, a empresa começou a enfrentar uma desaceleração significativa do lucro líquido devido a uma conjuntura macroeconômica adversa, que incluiu a crise econômica brasileira e a elevação das taxas de juros. Mesmo durante esse período, a EZTEC nunca apresentou prejuízo, tendo um lucro líquido de R\$ 98 milhões em 2018. Desde então, a empresa vem apresentando queda na margem líquida.

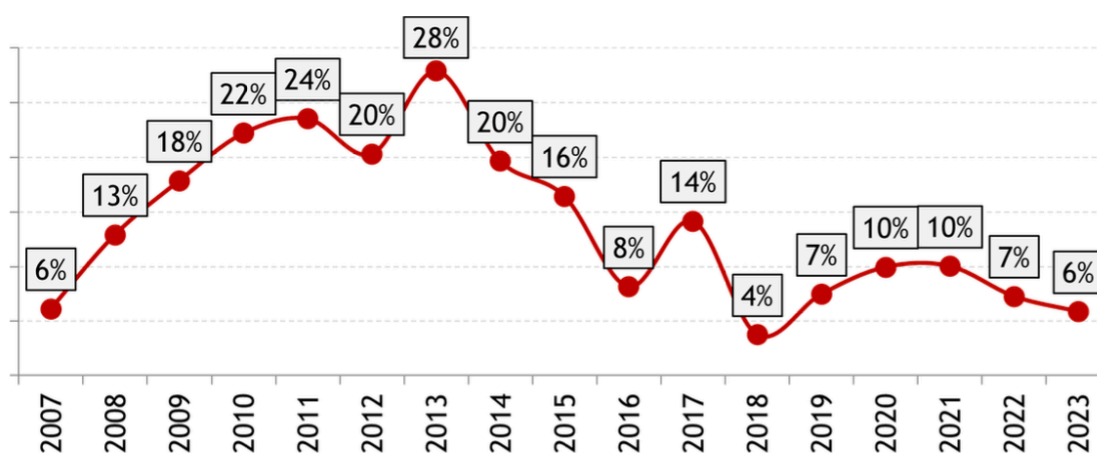
A partir de 2019, a EZTEC iniciou uma recuperação moderada, com o lucro subindo para R\$ 281 milhões e a margem líquida voltando a 38%. Esse movimento foi sustentado por um ambiente de taxas de juros mais baixas e uma retomada no mercado imobiliário. Em 2020, o lucro subiu para R\$ 405 milhões, com uma margem líquida de 38%, refletindo uma recuperação mais robusta.

No entanto, a partir de 2022, a empresa começou a enfrentar novos desafios relacionados ao aumento dos custos, principalmente devido à inflação dos insumos da construção civil e ao aumento das taxas de juros, que afetaram diretamente o

financiamento imobiliário. Em 2023, o lucro líquido caiu para R\$ 239 milhões, com uma margem líquida de 25%, indicando uma pressão contínua sobre a rentabilidade.

Analisando sobre a ótica do indicador de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE, na sigla em inglês), a qual é utilizada para verificar a rentabilidade de uma empresa, conseguimos medir a eficiência da companhia em gerar lucro com os recursos dos acionistas. O gráfico 17 nos mostra o comportamento do ROE da EZTEC ao longo dos anos.

Gráfico 17 – ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido)



Fonte: EZTEC, 2024; Suno Research, 2023

Entre 2010 e 2013, a Eztec experimentou um dos seus melhores momentos em termos de ROE, atingindo seu pico em 2013, com 28%. Esse resultado reflete o ciclo de forte crescimento que a companhia vivenciou após a crise de 2008. Contudo, o cenário mudou a partir de 2014, resultando em uma redução desse retorno. Em 2015, o ROE da Eztec caiu para 16%, e em 2016 foi ainda mais impactado, chegando a 8%. Esse declínio está associado à recessão econômica do país, à elevação das taxas de juros e à queda no poder de compra dos consumidores, o que reduziu a venda de imóveis e aumentou o número de distratos.

Em 2018, a empresa alcançou um dos seus piores desempenhos em termos de ROE, registrando apenas 4%. Esse cenário foi consequência de um acúmulo de crises no setor, junto com a volatilidade econômica que impactou negativamente a receita da companhia e pressionou as margens.

Apesar de uma recuperação em 2019 e 2020, quando o ROE da Eztec voltou a patamares de 10%, observamos uma nova queda em 2022 e 2023, com o indicador recuando para 7% e 6%, respectivamente. Isso reflete, principalmente, o aumento do custo de insumos e as dificuldades em repassar esses aumentos para os preços dos imóveis. Além disso, as margens pressionadas pela inflação e a elevação contínua das taxas de juros afetaram a capacidade de geração de lucro.

Em resumo, o ROE da Eztec nos últimos anos mostra que, embora a companhia tenha conseguido se manter lucrativa mesmo em momentos adversos, sua capacidade de gerar valor com o capital dos acionistas tem se deteriorado. Isso sugere a necessidade de ajustes estratégicos, especialmente em um ambiente de juros elevados e de crescimento econômico mais lento, para garantir que o retorno sobre o patrimônio volte a níveis mais elevados e continue a ser atrativo para os acionistas.

6.4 ANÁLISE DE INVESTIMENTOS

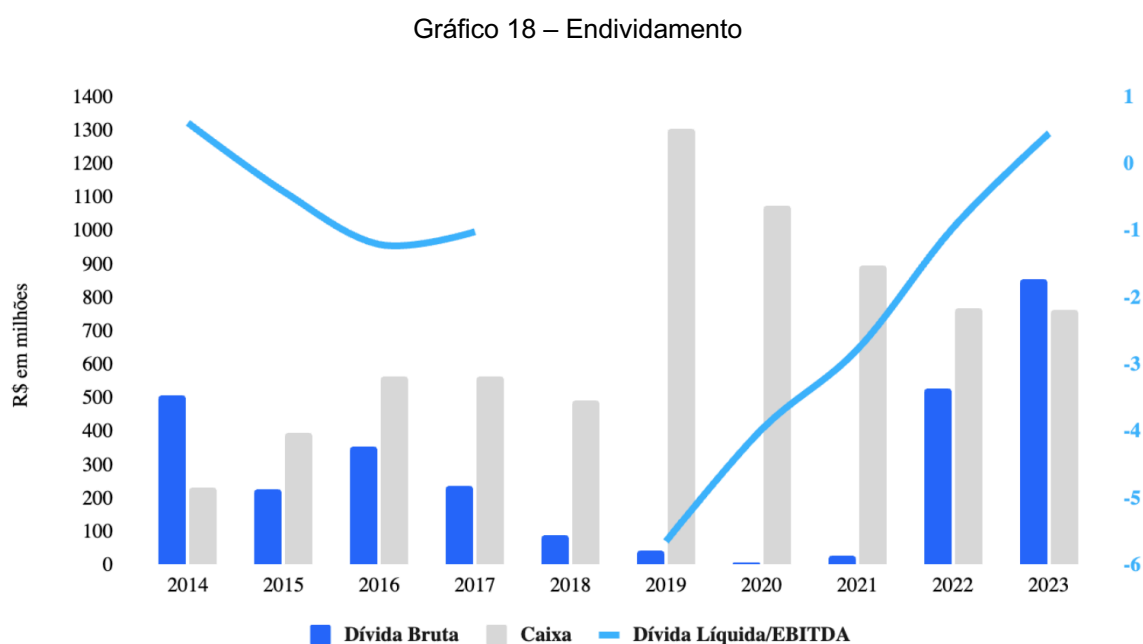
A análise de investimentos de uma empresa imobiliária como a Eztec envolve a avaliação criteriosa de suas decisões de alocação de capital ao longo dos anos. Essas decisões, como já citado anteriormente, estão diretamente relacionadas ao cenário econômico, ciclo de juros, a inflação e eventos extraordinários, como a pandemia de COVID-19. O objetivo deste capítulo é examinar o comportamento da Eztec no que diz respeito ao seu endividamento, geração de caixa, fluxo de caixa livre, CAPEX, e a relação Dívida Líquida/EBITDA. Essa análise ajudará a entender como a empresa equilibrou suas operações e investimentos em meio a um ambiente econômico instável.

Nos últimos anos, a companhia se destacou pela sua disciplina financeira, o que lhe permitiu enfrentar ciclos econômicos desafiadores. Além disso, a empresa manteve uma gestão conservadora de endividamento, com foco em otimizar suas operações e expandir seus empreendimentos, aproveitando períodos de baixa taxa de juros e controle de inflação.

Em 2014, a dívida bruta da empresa era de aproximadamente R\$ 500 milhões, enquanto o caixa se mantinha em torno de R\$ 200 milhões. A partir de então, observou-se uma tendência de redução de dívida e aumento significativo do caixa, o que demonstrou o fortalecimento da capacidade de liquidez por parte da companhia. Essa estratégia continuou ao longo dos anos seguintes, atingindo um nível mínimo de

dívida bruta em 2020. A situação se reverteu em 2022, quando a empresa teve que lidar com as consequências da pandemia do COVID-19, que gerou interrupções nas obras e uma retração na demanda, além de um ciclo contracionista de juros. Isso pressionou as margens da companhia e reduziu sua geração de caixa operacional, além de aumentar sua dívida bruta, devido ao aumento nos custos das obras e à desaceleração do mercado imobiliário.

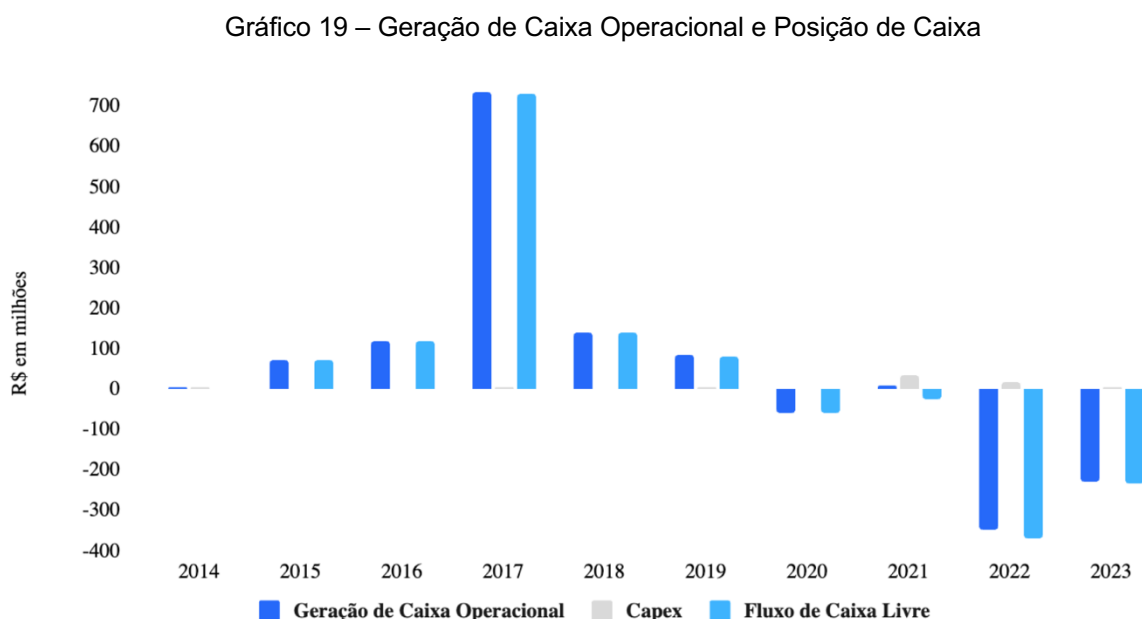
No entanto, mesmo com o aumento da dívida bruta em 2023, a relação Dívida Líquida/EBITDA ficou em torno de 0,5, um valor que mostra a capacidade da Eztec de administrar suas obrigações financeiras sem comprometer sua estabilidade operacional. O caixa se manteve robusto, o que demonstra a saúde financeira da empresa, mesmo após enfrentar um ambiente de juros elevados e os impactos da pandemia. Pode-se observar como foi a trajetória da Dívida Bruta, Caixa e da relação Dívida Líquida/EBITDA no gráfico 18 a seguir:



Fonte: RI EZTEC, 2024

Outros fatores importantes de serem analisados são a geração de caixa operacional, o CAPEX e o fluxo de caixa livre da companhia. Entre 2014 e 2017, a Eztec apresentou um crescimento robusto na geração de caixa operacional. Contudo, em 2020, o cenário se reverteu e a EZTEC registrou uma geração de caixa negativa, reflexo das interrupções nas obras, do aumento dos custos de materiais e da redução nas vendas de imóveis. O impacto da pandemia foi acentuado e afetou diretamente o

setor imobiliário, além de aumentar o custo de capital da companhia. O fluxo de caixa livre, como consequência, também foi negativamente impactado, com a EZTEC apresentando fluxos negativos durante esse período de cenário adverso. É possível observar a Geração de Caixa Operacional, Capex e Fluxo de Caixa Livre no gráfico 19 a seguir:



Fonte: RI EZTEC, 2024

Em 2022, a situação financeira da Eztec se agravou, sendo explicado principalmente pela forte pressão inflacionária e pelo aumento expressivo dos custos de insumos, que reduziram as margens operacionais.

O cenário negativo começou a se reverter em 2023, quando observa-se uma leve recuperação na geração de caixa operacional, refletindo o início de uma retomada no setor imobiliário.

6.5 CONCLUSÕES SOBRE ANÁLISE FINANCEIRA

A análise financeira da EZTEC revela como a empresa conseguiu, ao longo dos anos, adaptar-se às variações do cenário econômico. A disciplina financeira e o controle de endividamento permitiram que a empresa enfrentasse momentos desafiadores, como o período de recessão e a pandemia de COVID-19.

No entanto, a pressão inflacionária e o aumento das taxas de juros nos últimos anos impactaram fortemente a geração de caixa e o fluxo de caixa livre, o que exigiu ajustes e uma gestão cuidadosa.

A EZTEC demonstrou sua capacidade de equilibrar as finanças, mesmo com o aumento do endividamento e custos operacionais. A leve recuperação observada em 2023 indica que a empresa está se posicionando para retomar o crescimento à medida que as condições econômicas melhorarem. Contudo, o sucesso futuro da EZTEC dependerá da sua capacidade de continuar gerindo seus investimentos com cautela, especialmente em um cenário de juros elevados e pressão inflacionária no setor de construção civil.

7 VALUATION

Neste capítulo, será abordada a avaliação do valor econômico da EZTEC pelo método do fluxo de caixa descontado e análise de múltiplos. Serão projetados o Balanço Patrimonial, a Demonstração de Resultado do Exercício, assim como o Demonstrativo de Fluxo de Caixa da companhia por um período de aproximadamente 10 anos. A partir disso, será calculado o fluxo de caixa da companhia e o crescimento na perpetuidade. Assim, os valores serão trazidos a valores presentes pelo custo de capital, para então chegar no valor econômico.

7.1 PREMISSAS

As premissas e indicadores econômicos utilizadas para o *valuation* da EZTEC, foram selecionados visando refletir as expectativas de retorno e o risco específico do mercado brasileiro.

Para a avaliação econômica da companhia, foram considerando fatores macroeconômicos e indicadores operacionais específicos do setor imobiliário. As projeções contábeis, incluindo Balanço Patrimonial, Demonstração de Resultados do Exercício (DRE) e Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC), foram construídas considerando as características cíclicas do setor e a sensibilidade da companhia aos movimentos das taxas de juros e inflação, tendo em vista os efeitos diretos que essas variáveis exercem nos custos de mercadorias vendidas, de construção, no apetite do mercado por imóveis e na viabilidade econômica de novos projetos. Essa sensibilidade é particularmente pronunciada na linha de imóveis de alto padrão, cuja demanda flutua conforme as condições de financiamento e a capacidade de compra dos consumidores.

Dado esse cenário, para as projeções das linhas do Balanço Patrimonial e DRE que foram desenvolvidas a partir de uma média histórica de desempenho, foram compreendidos os períodos de 2017 a 2023. Essa faixa de análise captura um ciclo completo de variação na taxa de juros: de 13% em 2017, passando pelo mínimo histórico de 2% em 2020, e retornando a um patamar elevado de 13,75% em 2022. O que nos permite observar como a companhia respondeu a diferentes condições econômicas e eliminado possíveis vieses de períodos mais antigos com fatores muito divergentes.

7.2 MERCADO ENDEREÇÁVEL

O mercado endereçável da Eztec está diretamente ligado ao setor imobiliário, com foco na região metropolitana de São Paulo, que concentra 31% do PIB nacional e apresenta um déficit habitacional significativo, estimado em mais de 1,8 milhão de moradias no estado, segundo a Fundação João Pinheiro (2022).

No segmento de imóveis de alto e médio padrão, a companhia se destaca com lançamentos em regiões estratégicas e valorizadas, como as zonas Sul e Oeste de São Paulo, onde o preço do metro quadrado pode ser até 50% superior à média da cidade. Esse posicionamento permite à empresa atender a um público com maior poder aquisitivo, que valoriza imóveis de qualidade superior e localização privilegiada. Além disso, como mencionado anteriormente, a empresa atua no mercado de habitação popular por meio da subsidiária FitCasa, inserida na faixa 3 do programa Minha Casa Minha Vida. Este segmento é particularmente atrativo devido ao déficit habitacional e aos incentivos governamentais que facilitam o acesso ao crédito.

Por fim, a Eztec também explora o mercado de empreendimentos comerciais, desenvolvendo lajes corporativas e salas comerciais voltadas para empresas que buscam espaços modernos e bem localizados. Essa diversificação amplia o alcance do mercado endereçável da empresa, aumentando sua resiliência diante de oscilações econômicas.

Com um landbank avaliado em aproximadamente R\$ 9,3 bilhões em Valor Geral de Vendas (VGV) potencial, a Eztec está bem-posicionada para explorar as oportunidades de crescimento na região metropolitana de São Paulo e garante capacidade de lançamentos por cerca de 4 anos. Esse volume demonstra não apenas o potencial do mercado endereçável, mas também a capacidade da empresa de se adaptar às condições do mercado e capturar novas oportunidades de maneira estratégica e sustentável.

7.3 PROJEÇÃO DE RECEITA

A projeção de receita da Eztec foi realizada considerando a Receita Operacional da companhia, que é composta por duas linhas principais: Receita de Venda de Imóveis e Receita de Prestação de Serviços e Locações. Os dados históricos de 2010 a 2023, mostrados na tabela 4, serviram como base para a

construção das estimativas futuras. A exposição dos dados na tabela está em períodos de 3 anos com o intuito de melhor visualização.

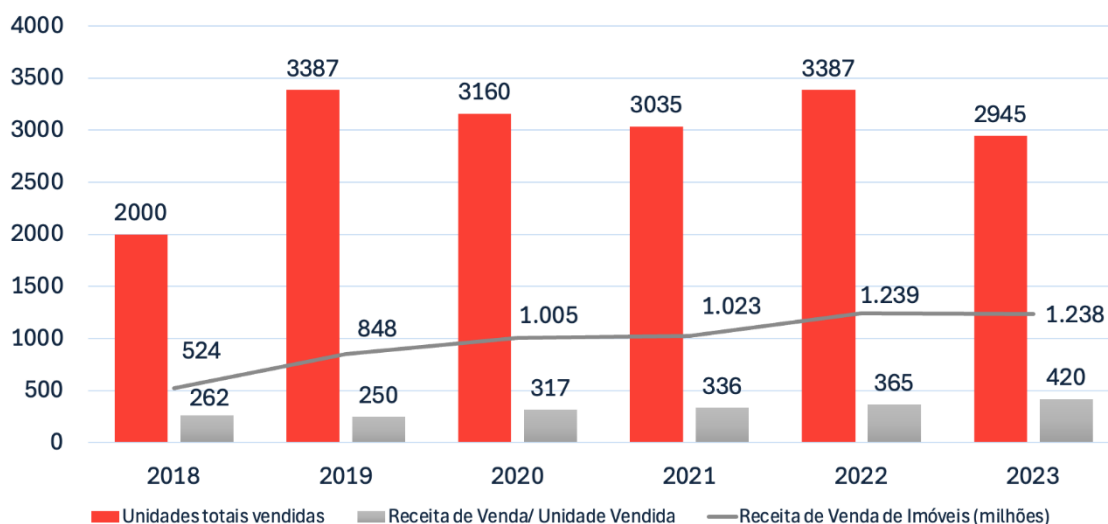
Tabela 4 – Demonstração de Resultados (milhares de R\$)

Demonstração de Resultados - (milhares de R\$)	2010	2013	2016	2019	2022	2023
Receita Operacional Bruta	699,300	1,230,821	959,099	872,489	1,262,043	1,263,047
Receita de Venda de Imóveis	696,501	1,213,636	936,103	848,286	1,239,286	1,238,376
Receita de Prestação de Serviços e Locações	2,799	17,185	22,996	24,202	22,757	24,671

Fonte: RI EZTEC 2024, elaborado por autor.

Pode-se observar que a linha de Receita de Venda de Imóveis representa a principal fonte de receita da Eztec. Para projetar essa receita, foi utilizado o indicador Receita de Venda por Unidade Vendida. Esse indicador foi obtido calculando-se a receita gerada por cada unidade, permitindo assim a construção de uma projeção mais alinhada com o histórico de desempenho da empresa. Além disso, foram consideradas as variações no número de unidades vendidas ao longo dos anos, ajustando a projeção de acordo com as tendências de vendas observadas. O gráfico 20 a seguir mostra o comportamento desses três indicadores dos anos de 2018 a 2023.

Gráfico 20 – Indicadores de Vendas



Fonte: RI EZTEC 2024, elaborado por autor.

É possível observar que apesar das oscilações periódicas, a empresa vem demonstrando um crescimento da receita de venda de imóveis, além disso, o

indicador de Receita de Venda por Unidade Vendida demonstrou um crescimento médio de 5% a.a no período analisado. Devido à complexidade de se encontrar um *guidance* de períodos mais longos para o setor no qual a empresa está inserida, tomou-se como base o crescimento médio do Indicador a partir do ano de 2017 e o *landbank* disponibilizado pelo RI da empresa para projetar essa linha de receita. O gráfico 21 a seguir mostra a projeção da Receita de Vendas de Imóveis para os próximos anos:

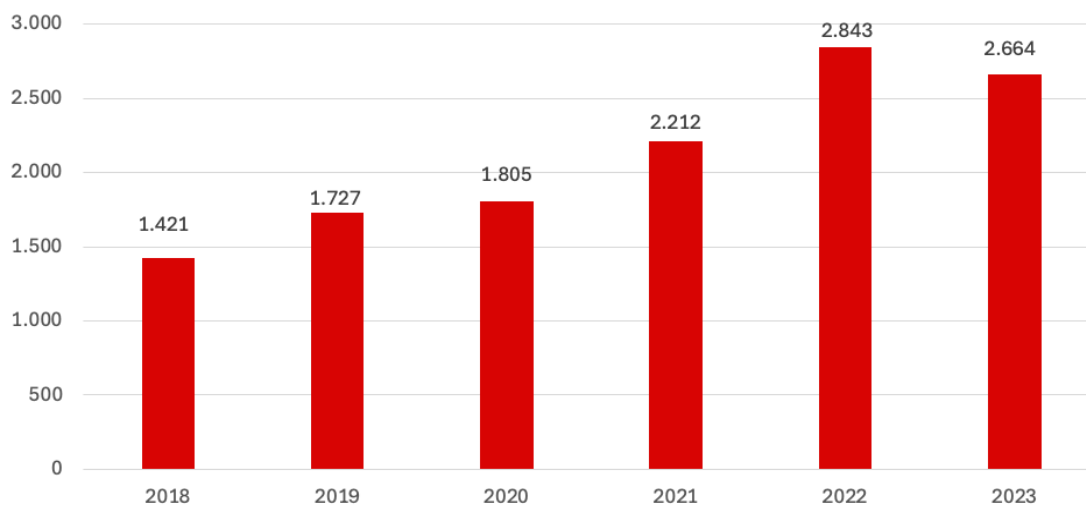
Gráfico 21- Projeção Receita de Vendas (milhares R\$)



Fonte: RI EZTEC 2024, elaborado pelo autor.

Para a análise e projeção da linha de Receita de Prestação de Serviços e Locações, foi utilizado o indicador de Valor Geral de Vendas em estoque disponibilizado pela companhia, tendo em vista que uma parcela relevante dessa linha de receita provém de locações de unidades em estoque da própria companhia. Com um crescimento médio de 13% a.a. no período analisado, pode-se observar o comportamento desse indicador no gráfico 22:

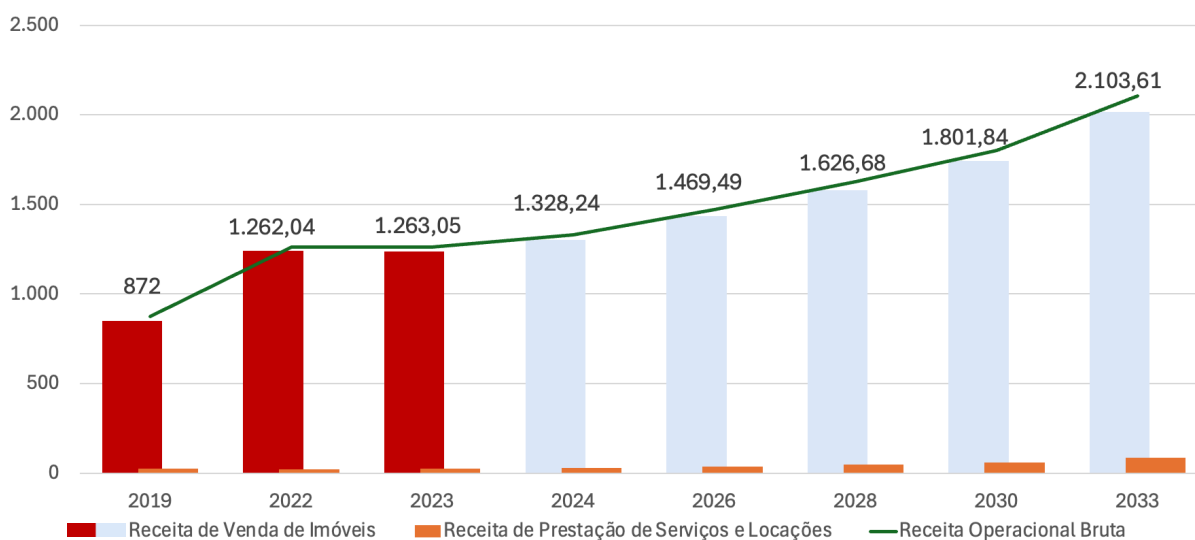
Gráfico 21 – Valor Geral de Vendas em estoque (milhões)



Fonte: RI EZTEC 2024, elaborado pelo autor.

Por fim, utilizando a composição dessas duas linhas de receita, assim como a sua representatividade na Receita Total Operacional da companhia, foi possível estimar um crescimento médio para os próximos anos. Pode-se observar no gráfico 23 a seguir os valores da projeção:

Gráfico 22 – Projeção de Receita Total (milhões R\$)



Fonte: RI EZTEC 2024, elaborado pelo autor

Conforme os relatórios gerenciais da companhia, a Eztec possui um *landbank* de aproximadamente R\$ 9,3 bilhões em Valor Geral de Vendas (VGV) potencial para os próximos 4 anos.

De acordo com as projeções, esse valor de receita seria alcançado dentro do prazo de 5 anos, permitindo um crescimento mais conservador no modelo elaborado.

7.4 PROJEÇÕES DOS CUSTOS E DESPESAS

A projeção de custos e despesas foi realizada relacionando cada linha de despesa com a receita líquida da companhia. Dessa forma, itens como Custo de Mercadorias Vendidas, Manutenção de Estoque, Stand de Vendas, Despesas Administrativas e Publicidade foram estimados proporcionalmente à receita líquida projetada. Por outro lado, despesas relacionadas a Cancelamento de Vendas, Impostos sobre as Vendas e Custos de Obras/Terrenos foram ajustadas em função da Receita de Venda de Imóveis.

Como comentado na análise financeira, os custos e despesas da Eztec são diretamente influenciados pelos projetos que a empresa desenvolve, como foi observado na finalização do EZ Towers, que impactaram diretamente o custo operacional. Além disso, a forte influência do ciclo econômico e apetite a risco levam a um maior número de lançamentos e, por consequência, a um maior custo de Mercadorias Vendidas e Operacionais. A relação das linhas de Custos e Despesas com a Receita Líquida, nos mostra o percentual do impacto desses custos e como foi o comportamento ao longo do tempo.

Para a projeção, foi adotado uma abordagem de projeção em relação à média histórica, a partir de 2017, tendo em vista a forte influência do ciclo econômico no resultado da companhia. Com isso, foram feitas as projeções conforme as imagens 3 e 4 a seguir:

Tabela 5 - Projeção DRE

Demonstração de Resultados - (milhares de R\$)	2017	2020	2021	2022	2023	2024P	2027P	2030P	2033P
Receitas (despesas) operacionais	-117,932	-136,981	-132,068	-147,802	-154,619	-184,409	-214,638	-250,162	-292,058
Despesas Comerciais	-72,292	-74,449	-86,179	-97,068	-113,873	-122,297	-142,344	-165,903	-193,687
(-) Publicidade	41,507	-20,869	-27,969	-35,792	-35,129	-43,315	-50,415	-58,759	-68,600
(-) Stand de Vendas	11,426	-20,286	-21,848	-26,939	-38,114	-37,431	-43,566	-50,777	-59,281
(-) Manutenção e Estoque	19,359	-14,037	-11,699	-12,809	-14,241	-21,391	-24,897	-29,018	-33,877
(-) Comissão e Outras Despesas	-144,584	-19,257	-24,663	-21,528	-26,389	-20,160	-23,465	-27,349	-31,929
Despesas Gerais Administrativas	-86,807	-104,675	-112,993	-134,051	-138,562	-131,251	-152,767	-178,051	-207,870
(-) Despesas Administrativas	-76,257	-89,235	-96,917	-114,767	-121,200	-113,883	-132,552	-154,490	-180,363
(-) Honorários da administração	-10,550	-15,440	-16,076	-19,284	-17,362	-17,368	-20,215	-23,561	-27,507
Outras Despesas Receitas (Despesas) Operac	16,986	2,289	-9,417	-3,703	-4,821	-608	-708	-825	-963
(-) Despesas Tributárias	-5,312	-8,174	-6,868	-9,944	-7,540	-7,587.9	-8,831.7	-10,293.4	-12,017.3
(+) Outras Receitas (Despesas) Operacionais	22,298	10,463	-2,549	6,241	2,719	6,979.9	8,124.1	9,468.7	11,054.5
Equivalência Patrimonial	24,181	39,853	76,521	87,020	102,637	69,746.7	81,179.8	94,615.6	110,461.5

Fonte: RI EZTEC 2024, elaborado pelo autor

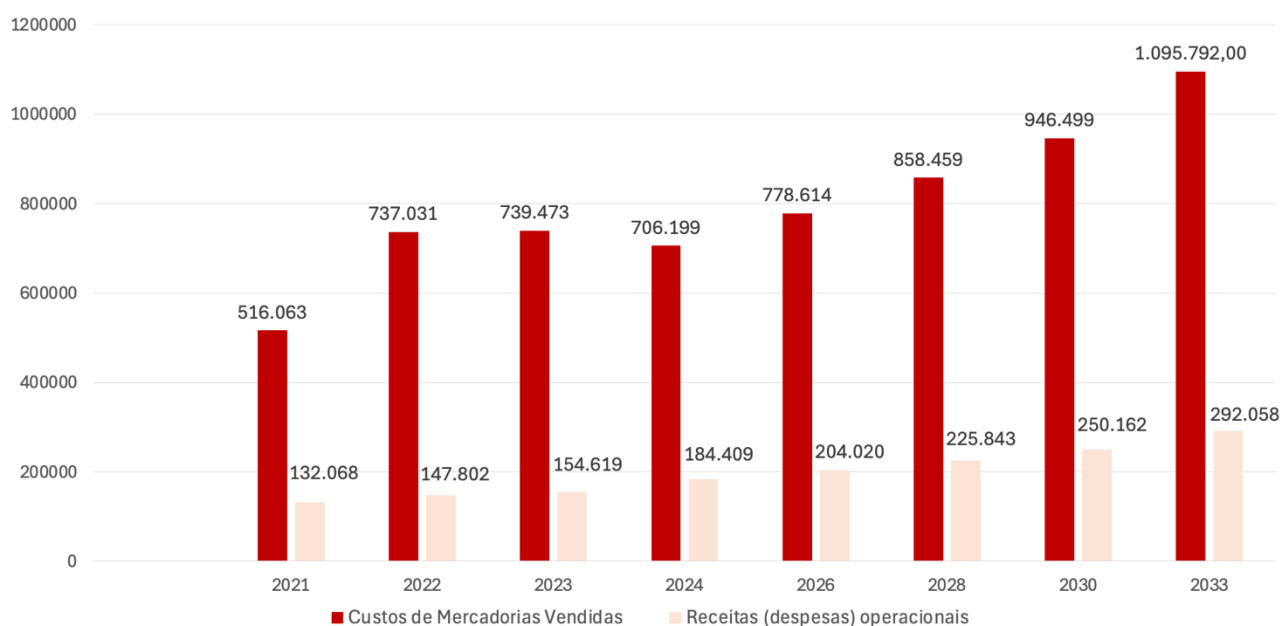
Tabela 6 - Projeção CMV

Demonstração de Resultados - (milhares de R\$)	2017	2020	2021	2022	2023	2024P	2027P	2030P	2033P
Custos de Mercadorias Vendidas	-545,679	-528,815	-516,063	-737,031	-739,473	-706,199	-817,562	-946,499	-1,095,792
Custo de Obra/Terrenos	-529,890	-528,655	-515,411	-722,293	-711,955	-698,635	-808,757	-936,237	-1,083,812
Encargos financeiros Capitalizados	0	0	0	-5,705	-15,027	-3,640	-4,237	-4,938	-5,766
Manutenção do Estoque e Garantias	-15,789	-160	-652	-9,033	-12,491	-3,924	-4,568	-5,323	-6,215

Fonte: RI EZTEC 2024, elaborado pelo autor

Pode-se observar as projeções dos Custos de Mercadorias Vendidas e Receitas (Despesas) Operacionais no Gráfico 24 a seguir:

Gráfico 23 – Projeção CMV e Receitas (Despesas) Operacionais (milhares R\$)



Fonte: RI EZTEC 2024, elaborado pelo autor

Fica nítido a evolução significativa dos Custos de Mercadoria Vendida a partir do ano de 2021 e 2022, quando a inflação elevada, refletida no Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), impactou o resultado da companhia. Para as projeções futuras, esse cenário adverso projeta os custos e despesas em patamares elevados, o que pode ser uma realidade dentro do ambiente incerto dos próximos anos.

7.5 PREMISSAS DE PROJEÇÃO PATRIMONIAL

Para a projeção do Balanço Patrimonial da Eztec, foram estabelecidas relações entre as contas do balanço e linhas específicas da Demonstração de Resultados do Exercício (DRE), principalmente com a Receita Líquida, Receitas e Despesas Operacionais e Custos de Mercadorias Vendidas. Essa abordagem assegura que a projeção do balanço esteja diretamente conectada ao desempenho operacional da empresa, tornando as estimativas mais precisas e coerentes.

Para estimar prazos médios das contas, adotou-se a divisão dos saldos por 365 dias, conhecida como análise de dias de prazo. Esse método é especialmente útil para contas de curto prazo, como Contas a Receber e Contas a Pagar, pois permite calcular o tempo médio de recebimento e pagamento, um fator essencial para projetar as necessidades de capital de giro.

No caso das Contas a Receber de Clientes, o saldo foi dividido pela Receita Líquida e multiplicado por 365, obtendo-se assim o número de dias que a empresa leva, em média, para receber suas vendas. Esse prazo médio de recebimento é então utilizado como premissa para projetar o saldo futuro dessa conta, considerando uma política de recebimento estável ao longo do período projetado. Da mesma forma, o saldo de Fornecedores foi projetado e dividido por 365 para calcular o prazo médio de pagamento aos fornecedores, o que impacta diretamente o fluxo de caixa operacional da empresa.

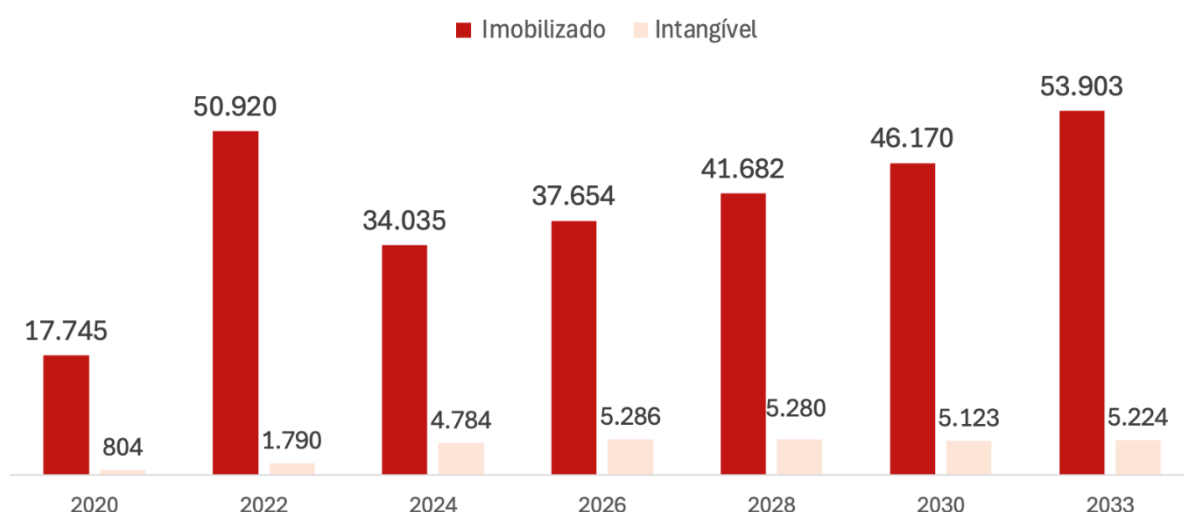
Outras contas operacionais, como Obrigações Trabalhistas e Obrigações Fiscais, também foram projetadas com base em despesas associadas da DRE, levando em conta um prazo médio de pagamento. Esse processo permite que as obrigações sejam estimadas de maneira consistente com o nível de despesas operacionais da empresa.

7.5.1 Premissas de Capex

Para a projeção de CAPEX da Eztec, foram estabelecidas premissas com base nas necessidades de manutenção e expansão dos ativos de longo prazo, considerando o histórico de investimentos da empresa. O CAPEX representa os investimentos em ativos fixos e intangíveis destinados a sustentar ou ampliar as operações da companhia, como a aquisição de terrenos, construção de novos imóveis, melhorias em propriedades existentes e investimentos em infraestrutura e tecnologia.

O CAPEX da EZTEC está fortemente ligado aos investimentos em Imobilizado e Intangível registrados no Balanço Patrimonial. A projeção para essas contas foi baseada na relação histórica entre CAPEX e Receita Líquida da empresa para o período analisado. Essa abordagem permite que o CAPEX seja projetado de forma proporcional ao crescimento esperado da receita, assumindo que a Eztec continuará a investir de maneira consistente para sustentar o aumento nas vendas e na demanda por novos empreendimentos. O crescimento das linhas de Imobilizado e Intangível pode ser observado no gráfico 25 a seguir.

Gráfico 24 – Projeção Imobilizado e Intangível (milhares R\$)



Fonte: RI EZTEC 2024, elaborado pelo autor

7.5.2 Premissas de Capital de Giro

As projeções de capital de giro da Eztec foram elaboradas considerando três componentes principais: Contas a Receber de Clientes, Imóveis a Comercializar e Fornecedores. A análise de capital de giro foi baseada no cálculo dos prazos médios de recebimento, de estocagem e de pagamento, com o objetivo de compreender o ciclo financeiro da empresa e sua necessidade de financiamento de curto prazo.

Para isso, foram utilizadas fórmulas que relacionam cada componente patrimonial com linhas da Demonstração de Resultados (DRE), especificamente a Receita Líquida Operacional e o Custo de Mercadorias Vendidas (CMV). Os prazos médios foram calculados dividindo-se os saldos dessas contas pela Receita Líquida Operacional ou CMV e multiplicando-se por 365 dias, resultando em métricas de prazo que representam a duração média em dias para cada um desses componentes. Abaixo, detalhamos cada um dos prazos utilizados na projeção:

$$\text{Prazo Médio de Recebimento} = \frac{\text{Contas a Receber}}{\text{Receita Líquida Operacional}} * 365 \quad (25)$$

$$\text{Prazo Médio de Estoque} = \frac{\text{Imóveis a Comercializar}}{\text{Custo de Mercadorias Vendidas}} * 365 \quad (26)$$

$$\text{Prazo Médio de Pagamento} = \frac{\text{Fornecedores}}{\text{Custo de Mercadorias Vendidas}} * 365 \quad (27)$$

É possível observar na tabela 7 a seguir, as projeções dos Prazos médios de Recebimento, Estoque e pagamento da companhia:

Tabela 7 – Projeções de Prazos (dias)

	2017	2020	2023	2024P	2027P	2030P	2031P	2032P	2033P
Ativo Circulante - Contas a Receber de Clientes	129	110	105	113	111	113	113	112	112
Ativo Não Circulante - Contas a Receber de Clientes	144	348	305	256	253	277	283	293	281
Ativo Circulante - Imóveis a Comercializar	2418	2017	3358	2966	3071	3094	3102	3101	3099
Ativo Não Circulante - Imóveis a Comercializar	1878	2964	3938	4094	4047	4037	4034	4035	4036
Passivo Circulante - Fornecedores	6	18	18	18	18	18	18	18	18

Fonte: RI EZTEC 2024, elaborado pelo autor

7.6 PROJEÇÃO DA PERPETUIDADE

A perpetuidade corresponde as séries de fluxos de caixas após 2033, devido ao crescimento contínuo da companhia. Mesmo com as perspectivas futuras da Eztec sendo promissoras, considerando todo o contexto apresentado da companhia e seu posicionamento de mercado frente aos concorrentes, a imprevisibilidade pelo longo período faz com que seja mais prudente projetar um cenário sem crescimento real, ou seja, aumentando somente de acordo com a inflação.

A projeção de inflação foi obtida através da inflação implícita calculada a partir da estrutura a termo de juros da ANBIMA, que oferece estimativas de inflação embutidas no mercado de títulos públicos (ANBIMA, 2024).

Para obtermos os fluxos de caixa livre da companhia (FCFF) foi elaborado o Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC) a partir do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultado do Exercício. Com o DFC foi possível obter a variação nos ativos e passivos Operacionais, de Investimentos e de Financiamentos da empresa, sendo possível o cálculo do FCFF. Pode-se observar na figura 5 os fluxos históricos e as projeções futuras.

Figura 5 – Projeções dos Fluxos Operacionais, de Investimento e de Financiamento

	2014	2017	2020	2023	2026P	2028P	2029P	2032P	2033P
VARIAÇÃO NOS ATIVOS E PASSIVOS OPERACIONAIS									
FCO	48,245.00	737,420.00	-33,247.00	-246,662.00	236,454	258,558	271,658	320,354	427,597
VARIAÇÃO NOS ATIVOS E PASSIVOS DE INVESTIMENTOS									
FCI	-39,682	-20,195	141,748	72,066	-111,977	-139,876	-153,609	-148,881	-72,327
VARIAÇÃO NOS ATIVOS E PASSIVOS DE FINANCIAMENTO									
FCF	57,040	-750,251	-106,033	209,679	-131,550	-133,070	-141,949	-202,351	-306,514
VARIAÇÃO DE CAIXA	65,603.00	-33,026.00	2,468.00	35,083.00	-7,073	-14,387	-23,900	-30,877	48,756
CAIXA INÍCIO	62,808	103,875	74,883	49,103	53,073	76,805	62,417	101,305	70,428
CAIXA FIM	128,411	70,849	77,351	84,186	46,000	62,417	38,517	70,428	119,184

Fonte: RI EZTEC 2024, elaborado pelo autor

Com os fluxos projetados, foi possível chegar ao valor do fluxo de caixa projetado de 2033 e realizar o cálculo do valor para a perpetuidade através da equação:

$$Perpetuidade_{2033} = Fluxo\ de\ Caixa_{2033\ Projetado} * \frac{(1+Inflação)}{(WACC-Inflação)} \quad (9)$$

Pode-se observar as projeções de Fluxo de caixa Livre e o valor da perpetuidade na tabela 8:

Tabela 8 – Projeção Fluxo de Caixa Livre e Valor da Perpetuidade

Valuation	2024P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	Perpetuidade
Data Ref	12/31/2024	12/31/2028	12/31/2029	12/31/2030	12/31/2031	12/31/2032	12/31/2033	
Prazo (anos)	1.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	
FCO	98,344	258,558	271,658	316,320	308,896	320,354	427,597	
FCI	-27,509	-139,876	-153,609	-141,175	-105,184	-148,881	-72,327	
FCFF	70,835	118,683	118,049	175,146	203,711	171,474	355,270	
FCFF a Valor Presente (WACC)	63,529	68,926	61,505	81,865	85,421	64,486	119,862	2,087,636.72

Fonte: RI EZTEC 2024, elaborado pelo autor

7.7 CUSTO DE CAPITAL

O custo de capital refere-se à taxa utilizada para descontar o fluxo de caixa e determinar o valor econômico da empresa. Para seu cálculo, foi empregada a metodologia do WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), que consiste na média ponderada entre o custo do capital próprio e o custo do capital de terceiros.

7.7.1 Custo do Capital Próprio

O custo de capital próprio reflete o retorno mínimo que os acionistas esperam obter sobre o investimento realizado na empresa. Esse valor foi determinado usando o modelo CAPM (Modelo de Precificação de Ativos), baseado na fórmula:

$$Ke = rf + pp + \beta \times (rm - rf) \quad (10)$$

Ke = Custo de Capital dos Acionistas/Próprio

rf = Taxa Livre de Risco

pp = Prêmio País

rm = Retorno de Mercado

B = Beta

A taxa livre de risco (r_f) representa um investimento que, teoricamente, não possui risco de inadimplência. Para esse cálculo, foi utilizado o título americano de 10 anos como referência, pois é emitido por um governo com alta credibilidade econômica e seu prazo é compatível com o período das projeções analisadas. A fonte dos dados foi obtida no site CNBC (2024).

Para o prêmio de risco de mercado brasileiro, foi adotado o *Equity Risk Premium* (ERP) específico do país, disponibilizado por Damodaran, refletindo o risco adicional para investidores que optam por investir no mercado brasileiro em relação ao americano (Damodaran, 2024).

Para o cálculo da volatilidade do setor imobiliário, utilizou-se o Beta desalavancado (*Unlevered Beta*) para o setor de desenvolvimento imobiliário, obtido também na página de dados do professor Damodaran. Esse beta reflete a sensibilidade do setor aos movimentos de mercado sem o efeito da estrutura de capital, possibilitando uma estimativa mais precisa do risco específico do setor (Damodaran, 2024).

Além disso, a taxa de inflação projetada para os Estados Unidos, que impacta diretamente nas expectativas de retorno de investimentos internacionais, foi obtida no relatório de projeções econômicas do Federal Reserve (SEP). Para o mercado brasileiro, as taxas de juros futuras foram consideradas com os contratos de juros futuros, como o DI de 10 anos, obtidos na plataforma InfoMoney (2024). Esses contratos refletem a expectativa do mercado para a taxa Selic no longo prazo, ajustando o custo de capital e a avaliação de riscos de endividamento no contexto brasileiro (InfoMoney, 2024).

Com esses dados foi possível calcular o custo de capital próprio da Eztec em dólares, para converter em reais, foi considerado o diferencial de inflação pela fórmula:

$$CAPM_{BRL} = (1 + CAPM_{USD}) \times \frac{(1 + Inflação_{BRL})}{(1 + Inflação_{USD})} (1 + Inflação_{USD}) - 1 \quad (11)$$

Os valores podem ser observados na tabela 9 a seguir:

Tabela 9 – Cálculo Custo de Capital Próprio

Custo de Capital	
Risk Free (US)	4.396%
Equity Risk Premium BR	9%
Real Estate (Development) Unlevered Beta	0.39
CAPM USD	7.906%
USD Inflation (SEP)	2.00%
Inflação Implícita	5.7262%
Ke (CAPM BRL)	11.85%

Fonte: Elaborado pelo autor

7.7.2 Custo do Capital de Terceiros

O custo de capital de terceiros refere-se aos recursos externos que a Eztec utiliza para financiar suas operações, como empréstimos e financiamentos. Esses recursos são essenciais para a manutenção e expansão das atividades da companhia, especialmente em um setor como o imobiliário, que exige capital intensivo para aquisição de terrenos, construção de empreendimentos e manutenção de estoques.

Analisando o Balanço Patrimonial da companhia e as notas explicativas disponibilizadas pelo arquivamento da CMV, foi possível encontrar que a empresa possui créditos imobiliários em sua maioria com uma taxa de juros média pré-fixadas de 8,9% ao ano. Além disso, a empresa emitiu nos anos de 2022 e 2023 debêntures com juros remuneratórios correspondentes a 100% do CDI, acrescidos de uma taxa de 1,3% ao ano.

Tendo em vista a natureza pós fixada da emissão de debêntures e a recente realização das mesmas, foi utilizada a taxa de CDI +1,3% para as projeções.

7.7.3 Cálculo do Custo do Capital da EZTEC

Pode-se calcular o custo do capital próprio pelo WACC, representado pela expressão:

$$WACC = \frac{D}{D+E} \times Ki + \frac{E}{D+E} \times Kd \quad (12)$$

Com isso, foi possível encontrar os valores conforma a tabela 10 a seguir:

Tabela 10 – Cálculo Custo de Capital

Custo de Capital	
Risk Free (US)	4.396%
Equity Risk Premium BR	9%
Real Estate (Development) Unlevered Beta	0.39
CAPM USD	7.906%
USD Inflation (SEP)	2.00%
Inflação Implícita	5.7262%
Ke (CAPM BRL)	11.85%
Custo de Capital de Terceiros	
Spread	1.30% CDI + 1,3%
DI 10 anos	12.73%
Kd c/IR	14.2%
Kd	9.37%
WACC	11.47%
Crescimento na Perpetuidade	5.73%

Fonte: Elaborado pelo autor

7.8 VALOR DA FIRMA E DO EQUITY

Com base nas premissas estabelecidas nos tópicos anteriores, foi realizada a projeção dos fluxos de caixa da empresa até o ano de 2033, considerando-se todos os fatores relevantes à sua operação e desempenho financeiro.

Além disso, foi incorporada a perpetuidade ao modelo, representando o valor residual da companhia após o período projetado. A perpetuidade, devido à sua característica de representar a continuidade da geração de caixa no longo prazo, revelou-se como o elemento de maior impacto no cálculo do fluxo de caixa descontado, respondendo por 70,83% do valor total estimado da empresa. Essa alta participação da perpetuidade reflete a expectativa de que a empresa mantenha sua capacidade de gerar fluxos de caixa significativos no futuro, mesmo após o período explícito das projeções.

Para trazer os valores projetados a termos presentes, foi utilizada a taxa de desconto equivalente ao custo de capital da companhia. As projeções dos fluxos futuros, assim como o Valor da Firma e do Equity, são apresentadas detalhadamente nas tabelas 11 e 12 a seguir, evidenciando como cada componente contribui para o valor total da empresa.

Tabela 11 – Projeção Fluxos de Caixa Futuros

Valuation	2024P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Data Ref	12/31/2024	12/31/2028	12/31/2029	12/31/2030	12/31/2031	12/31/2032	12/31/2033
Prazo (anos)	1.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0
FCO	98,344	258,558	271,658	316,320	308,896	320,354	427,597
FCI	-27,509	-139,876	-153,609	-141,175	-105,184	-148,881	-72,327
FCFF	70,835	118,683	118,049	175,146	203,711	171,474	355,270
FCFF a Valor Presente (WACC)	63,529	68,926	61,505	81,865	85,421	64,486	119,862

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 12 – Valor da Firma e do Equity

Perpetuidade	Valor da Firma	Dívida Líquida	Valor do Equity
2,087,636.72	2,947,217.27	767,760.00	3,714,977.27
70.83%			
		Número de ações	220,989,103
		Valor por ação	16.81
		Valor do Mercado	14.31
		Upside (Downside)	17.48%

Fonte: Elaborado pelo autor

Durante o fechamento de mercado nos últimos dias, a Eztec estava sendo negociada a R\$ 14,31. Isso representa um deságio de 17,48% em relação ao valor encontrado no modelo utilizado, de R\$ 16,81.

Para melhor comparação, foi elaborada uma matriz de sensibilidade do valor da companhia em relação a variação do WACC e ao crescimento na perpetuidade. Pode-se observar os resultados da tabela 13 a seguir:

Tabela 13 – Matriz de Sensibilidade

Crescimento na Perpetuidade

	5,00%	5,50%	5,73%	6,00%	6,50%
11,00%	16.89	17.74	18.18	18.77	20.03
11,25%	16.26	17.03	17.43	17.94	19.05
11,47%	15.74	16.45	16.81	17.28	18.27
12,00%	14.65	15.22	15.5	15.88	16.66
12,50%	13.76	14.31	14.47	14.78	15.41

Fonte: Elaborado pelo autor

Na matriz elaborada, é possível analisar que o aumento do crescimento na perpetuidade e a diminuição do WACC, ajustam o preço da companhia para uma faixa de maior valor. Dentro da matriz pode-se observar os limites inferiores e superiores de R\$ 13,76 e R\$ 20,03, valores que abrangem o Valor do *Equity* encontrado anteriormente. Desta maneira, é possível analisar o quanto as variações desses indicadores afetam o preço final da companhia.

7.9 ANÁLISE POR MÚLTIPLOS

A análise por múltiplos foi realizada com o objetivo de validar os resultados obtidos pelo modelo de fluxo de caixa descontado e de oferecer uma abordagem complementar na avaliação do preço das ações da Eztec. Esse método baseia-se na comparação com indicadores financeiros de empresas similares do mesmo setor, utilizando métricas amplamente reconhecidas pelo mercado.

Para essa análise, foram selecionados dois múltiplos financeiros: O Preço sobre Lucro (P/L) e o Preço sobre Valor Patrimonial (P/VP). Esses indicadores foram escolhidos por serem amplamente utilizados para medir, respectivamente, a relação entre o preço da ação e o lucro por ação, e entre o preço da ação e o valor patrimonial por ação. Os dados dos múltiplos foram coletados para cinco empresas comparáveis do setor Cyrela, Mitre, Lavvi, Helbor e Trisul.

Inicialmente, foi calculada a média dos múltiplos P/L e P/VP dessas empresas, resultando em uma média de 6,802 para o P/L e 0,708 para o P/VP. Em seguida, esses múltiplos médios foram aplicados às linhas financeiras da Eztec, considerando seus dados mais recentes. A aplicação dos múltiplos possibilitou a estimativa do valor da companhia com base nesses indicadores setoriais.

Para determinar o preço-alvo das ações da Eztec, o valor da firma estimado foi dividido pela quantidade total de ações em circulação. Dessa forma, foi possível chegar ao preço-alvo das ações para cada múltiplo analisado. Chegando nos resultados de preço-alvo com base no P/L de R\$ 11,09 e no preço-alvo com base no P/VP de R\$ 15,66. Pode-se observar os valores na tabela 14 a seguir:

Tabela 14 – Tabela de Múltiplos

	P/L	P/VP
Cyrela	7.4	1.02
Mitre	8.89	0.39
Lavvi	5.77	1.23
Helbor	4.65	0.17
Trisul	7.3	0.73
Média	6.802	0.708

Preço Alvo P/L	11.09
Preço Alvo P/VP	15.66

Fonte: Elaborado pelo autor

Esses valores oferecem uma perspectiva interessante sobre a precificação da Eztec em relação às empresas comparáveis, considerando os padrões de mercado. O método de análise por múltiplos complementa os resultados do fluxo de caixa descontado, proporcionando uma comparação na avaliação do valor das ações da empresa.

A diferença entre as duas abordagens reflete as premissas específicas e os níveis de subjetividade envolvidos em cada abordagem. A abordagem do Fluxo de Caixa Descontado baseou-se em projeções detalhadas das linhas financeiras da empresa até 2033, incorporando variáveis como receitas, custos, despesas e investimentos. Além disso, o modelo incluiu a perpetuidade, que respondeu por 70,83% do valor total da firma, evidenciando a expectativa de geração contínua de caixa no longo prazo. Essa metodologia considerou o comportamento do mercado imobiliário, inflação e a volatilidade da taxa Selic, fatores que reforçam a relevância dos ciclos econômicos nos resultados da companhia. Contudo, esse modelo apresenta alta sensibilidade às premissas utilizadas, o que pode aumentar a subjetividade e trazer incertezas caso as estimativas não se concretizem.

Por outro lado, a análise por múltiplos, utilizando indicadores como P/L e P/VP, apresenta uma abordagem mais prática e direta, comparando a Eztec com empresas similares do setor, como Cyrela, Mitre, Lavvi, Helbor e Trisul. Embora seja menos subjetiva, a análise por múltiplos não considera as especificidades e o potencial de crescimento único da empresa avaliada, limitando-se a uma visão estática baseada no mercado atual. Assim, o uso combinado dessas metodologias reforça a robustez da avaliação, permitindo uma visão mais completa e confiável do valor das ações da Eztec, considerando tanto suas particularidades quanto as condições do mercado.

8 CONCLUSÃO

A avaliação de empresas é uma ferramenta essencial para a tomada de decisões estratégicas, especialmente em mercados cíclicos como o setor imobiliário. A escolha da Eztec S.A. para este estudo justifica-se por sua relevância no mercado, com frentes de negócios atuando em imóveis residenciais de médio e alto padrão, além de sua atuação no segmento de lajes corporativas e baixa renda. Esses fatores a tornam uma referência no setor.

Além disso, o impacto significativo de variáveis macroeconômicas como inflação e taxa de juros sobre suas operações e resultados, reforça a complexidade de avaliar seu valor econômico. Este trabalho buscou superar esse desafio ao adotar uma abordagem metodológica que combinou o modelo de fluxo de caixa descontado e análise por múltiplos, oferecendo uma visão mais abrangente e fundamentada sobre o valor da companhia.

A análise realizada destacou o papel central da gestão eficiente e conservadora da Eztec, assim como sua capacidade de adaptação às oscilações econômicas. Com um sólido landbank e diversificação em empreendimentos residenciais e comerciais, a empresa demonstrou resiliência frente a cenários desafiadores, como períodos de inflação elevada e custos de construção pressionados. O modelo de fluxo de caixa descontado indicou um preço-alvo superior aos valores encontrados pela análise por múltiplos, evidenciando a expectativa de continuidade da geração de caixa e o potencial de crescimento futuro da empresa. Por outro lado, os múltiplos trouxeram uma perspectiva complementar, ancorada na comparação com empresas do mesmo setor, como Cyrela, Mitre e Trisul.

No entanto, é importante reconhecer as limitações do trabalho. O modelo de fluxo de caixa descontado, por exemplo, apresenta alta sensibilidade às premissas utilizadas, como taxas de crescimento e custo de capital, enquanto a análise por múltiplos é limitada por sua dependência das características das empresas comparáveis. Além disso, o setor imobiliário está sujeito a riscos específicos que podem afetar os resultados futuros da Eztec. Entre eles, destacam-se a volatilidade dos custos de construção, a concorrência acirrada por terrenos, os riscos de inadimplência associados ao financiamento direto e as oscilações do mercado macroeconômico, como a inflação e a taxa básica de juros (Selic). Esses fatores,

detalhados ao longo do trabalho, ressaltam a importância de uma gestão estratégica cuidadosa para mitigar riscos e garantir a competitividade da empresa.

Para trabalhos futuros, sugere-se uma análise mais aprofundada dos cenários econômicos e seus impactos sobre o setor imobiliário, incluindo a consideração de premissas dinâmicas no modelo de fluxo de caixa descontado, bem como a inclusão de novos múltiplos e benchmarks setoriais para ampliar a base de comparação. Adicionalmente, seria interessante avaliar os efeitos das recentes mudanças legislativas e regulatórias sobre a operação da Eztec, como as normas relacionadas aos distratos e financiamentos imobiliários. Tais estudos poderiam trazer novas perspectivas e contribuir para uma análise ainda mais precisa e relevante do setor imobiliário e de suas principais empresas.

REFERÊNCIAS

- ALTERO, Y.; ARGENTON, R.** Construtoras | Noite de resultados do 2T23; Cyrela e Plano&Plano são destaques. 2023. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/construtoras-noite-de-resultados-do-2t23-cyrela-e-planoplano-sao-destaques/>. Acesso em: 20 maio 2024.
- ANBIMA.** Estrutura a Termo das Taxas de Juros Estimada. 2024. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/informacoes/est-termo/CZ.asp>. Acesso em: 20 maio 2024.
- ASSAF NETO, A.** Finanças Corporativas e Valor. 7. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2014a.
- ASSAF NETO, A.** Mercado Financeiro. 12. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2014b.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE INCORPORADORAS IMOBILIÁRIAS (ABRAINC).** Minha Casa, Minha Vida responde por 80% dos lançamentos em 12 meses. 2024. Disponível em: <https://abc.habitacao.org.br/minha-casa-minha-vida-responde-por-80-dos-lancamentos-em-12-meses/>. Acesso em: 21 nov. 2024.
- BAPTISTA, J. A.; HENRIQUE, M. R.; BARBOSA, V. A.; SILVA, N. S.; SILVA, A. A.** A Utilização da Matriz Swot como Ferramenta Estratégica – um Estudo de Caso em uma Escola de Idioma de São Paulo. Estudo de Caso. Gestão e Tecnologia, Unicastelo. São Paulo, p.11, 2011.
- BRASIL. IBGE.** PAIC - Pesquisa Anual da Indústria da Construção. 2024. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/industria/9018-pesquisa-anual-da-industria-da-construcao.html>. Acesso em: 20 maio 2024.
- BUFFET, M.; CLARK, D.** Warren Buffett e a Análise de Balanços: Como identificar empresas com vantagem competitiva de longo prazo por meio de suas demonstrações financeiras. 1. ed. Rio de Janeiro: Sextante, 2010.
- CBIC.** Banco de Dados. Disponível em: <http://www.cbicdados.com.br/home/>. Acesso em: 20 mar. 2024.
- CNBC.** U.S. 10 Year Treasury. 2024. Disponível em: <https://www.cnbc.com/quotes/US10Y>. Acesso em: 20 maio 2024.
- CUSHMAN & WAKEFIELD.** Serviços Imobiliários Comerciais. 2024. Disponível em: <https://www.cushmanwakefield.com/pt-br/brazil>. Acesso em: 21 nov. 2024.
- DAMODARAN, A.** Investment Valuation. 3. ed. New York: Wiley, 2012.
- DAMODARAN, A.** Country Default Spreads and Risk Premiums. 2024. Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. Acesso em: 20 maio 2024.

DAMODARAN, A. Betas by Sector (US). 2024. Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html. Acesso em: 20 maio 2024.

ERNST & YOUNG. Relatório sobre tendências do mercado imobiliário residencial no Brasil. 2024.

EZTEC. Site Institucional. 2024. Disponível em: <https://ri.EZTEC.com.br/>. Acesso em: 20 mar. 2024.

FEDERAL OPEN MARKET COMMITTEE. Summary of Economic Projections. 2024. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20240918.pdf>. Acesso em: 20 maio 2024.

FGV. INCC-M: Resultados 2024. 2024. Disponível em: <https://portal.fgv.br/noticias/incc-m-resultados-2024>. Acesso em: 20 maio 2024.

FIPEZAP. Índice FipeZap de Preços Residenciais. 2024. Disponível em: <https://www.datazap.com.br/wp-content/uploads/2024/03/fipezap-202402-residencial-venda.pdf>. Acesso em: 21 nov. 2024.

FUNDAMENTUS. Plataforma de Dados do Mercado. 2024. Disponível em: <http://www.fundamentus.com.br>.

FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO. Relatório Geral Déficit Habitacional no Brasil (PnadC 2022). 2024. Disponível em: <https://fjp.mg.gov.br/deficit-habitacional-no-brasil/>. Acesso em: 21 nov. 2024.

GENIAL INVESTIMENTOS. Ações Cyrela, EZTEC, Trisul, Helbor, Moura Dubeux e Mitre: início de cobertura e o que esperar para 2023. 2024. Disponível em: <https://analisa.genialinvestimentos.com.br/setores/imobiliario/acoes-cyrela-EZTEC-trisul-helbor-moura-dubeux-e-mitre-inicio-de-cobertura-e-o-que-esperar-para-2023/>. Acesso em: 20 maio 2024.

GIL, A. C. Como elaborar projetos de pesquisa. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GITMAN, L. J. Princípios da Administração Financeira. [S.l.: s.n.], 2004.

GRUPO APC. Construção Civil no Brasil em 2024: Dados e Tendências. 2024. Disponível em: <https://apc.com.br/industria/o-setor-da-construcao-civil-no-brasil-em-2024>. Acesso em: 20 maio 2024.

INFOMONEY. Construção Civil visa dobrar participação no PIB. 2023.

INFOMONEY. Juros Futuros Hoje. 2024. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/ferramentas/juros-futuros-di/>. Acesso em: 20 maio 2024.

JLL – JONES LANG LASALLE. Mercado Imobiliário Corporativo em São Paulo. 2024.

NETO, Assaf. Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

POPULATION PYRAMID. Population Pyramids of the World. 2024. Disponível em: <https://www.populationpyramid.net/world/2024/>. Acesso em: 21 nov. 2024.

PORTER, M. E. Estratégia Competitiva: técnicas para análise de indústrias e concorrência. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

SERRA, R. G.; WICKERT, M. Valuation: guia fundamental e modelagem em Excel®. São Paulo: Atlas, 2019.