APS – Finanças I – MRV

Lucas Muchaluat Moreira

Luiz Vitor Germanos Teixeira

Matheus Pellizzon

Pedro Teófilo Ramos

1. Introdução à empresa: MRV

A MRV é a maior incorporadora do Brasil, com foco em habitação popular. Apesar de focar no programa Minha Casa, Minha Vida, a empresa passou a atuar também no segmento de média renda (fora do programa habitacional). A MRV possui operações em todo o país, atuando em 22 estados e 156 cidades do Brasil. Ela administra todas as etapas de aquisição, incorporação, construção e comercialização de terrenos em desenvolvimento, tendo ingressado recentemente no segmento de imóveis industriais. A empresa acredita ter um conhecimento detalhado das características de cada mercado. Por meio desse modelo, é possível aumentar sua capacidade de crescimento e, devido à dispersão geográfica, a MRV pode reduzir o risco de danos causados ​​por mudanças em legislações específicas do governo municipal, sendo ainda uma importante barreira de entrada para potenciais concorrentes.

Observe a evolução destes indicadores financeiros e reflita sobre seu significado. Em complemento investigue e correlacione os resultados com os aspectos estratégicos da empresa e/ou o ambiente de negócios e o cenário macroeconômico local e global; reflita também sobre como a evolução desses indicadores poderiam auxiliar para realizar previsões dos demonstrativos financeiros (Demonstração do Resultado, Balanço Patrimonial e Fluxo de Caixa Financeiro). Em complemento, utilize a análise horizontal e vertical dos demonstrativos financeiros para investigar o comportamento das variáveis que compõe cada indicador

Realiza a análise de indicadores, vertical e horizontal completa e sem erros E analisa corretamente os resultados relacionando com aspectos estratégicos da empresa ou do ambiente de negócios. Constrói a tabela clara apresentando os resultados destes indicadores e a AH (análise horizontal) desses resultados. Constrói gráficos que contribuam com a investigação e análise dos indicadores financeiros. Em complemento, compara com

1. Indicadores
   1. Indicadores de Solvência de Curto Prazo

Analisando os índices de liquidez da MRV, é possível notar uma tendência de queda, a partir de 2018, tanto da Liquidez Corrente quanto da Seca. Apesar da queda, ela ainda tem capital suficiente para cobrir os custos de suas dívidas de curto prazo, inclusive quando é desconsiderado o uso do estoque para liquidar suas obrigações financeiras. Em relação às demais empresas desse mesmo setor, os índices da MRV apresentam valores absolutos significativamente menores. Porém, sabendo que os empreendimentos da MRV têm como foco o público de baixa renda, e dados os contratos feitos com o governo (FGTS), ela tem menos risco em seus recebimentos, permitindo que seus índices de liquidez sejam menores que das outras empresas.

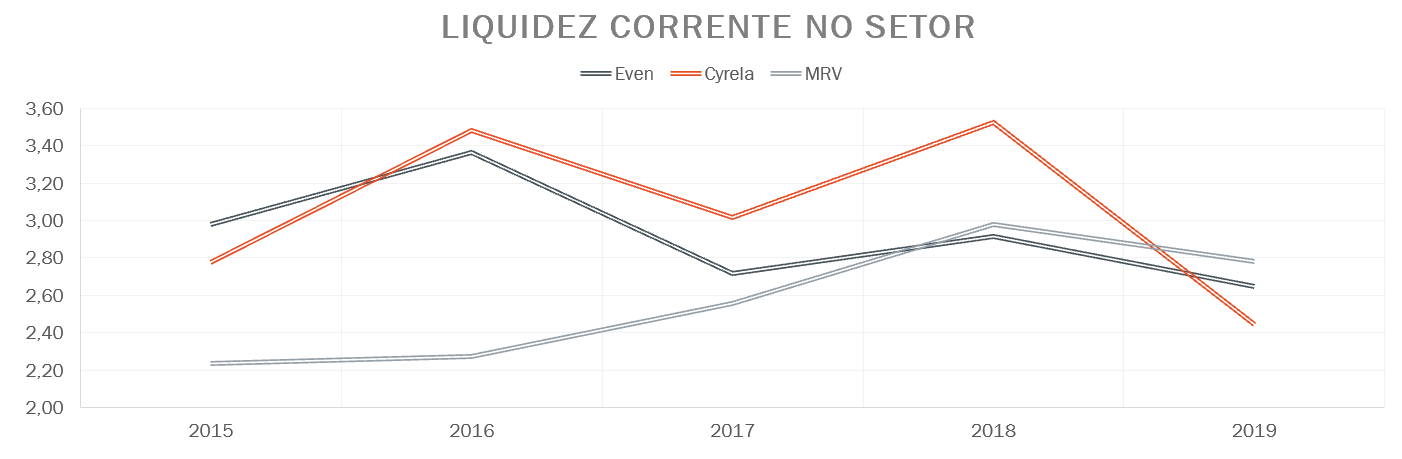


Figura 1: Evolução da Liquidez Corrente do setor

A tendência vista anteriormente não pode ser replicada para a Liquidez Imediata que, por sua vez, demonstra certa oscilação (queda de 2018 para 2019 e ascensão de 2019 para 2020). A queda em 2019 é explicada pelo baixo volume de vendas, impactado pelo problema de repasse do programa *Minha Casa, Minha Vida.* Isso somado a uma queima de caixa, impulsionado pelo aumento do volume de estoque e aquisição de novos terrenos, resultaram em fracos valores operacionais na 2ª metade do ano. Por outro lado, a ascensão em 2020 se explica pela boa geração de caixa no final do ano, devido à venda do projeto da AHS, que dará forças para impulsionar suas operações principais.

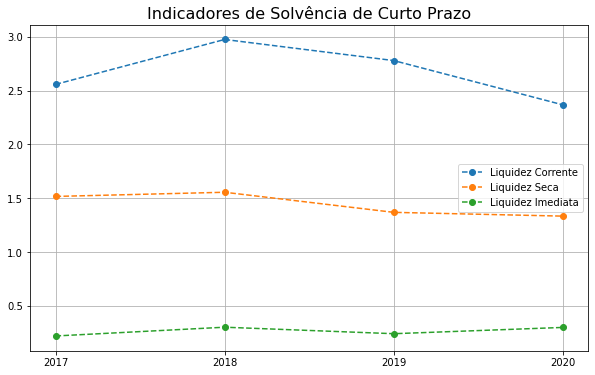


Figura 2: Evolução dos indicadores de Solvência de Curto Prazo

* 1. Índices de Solvência de Longo Prazo

Os indicadores de Solvência de Longo Prazo da companhia tem demonstrado uma pequena tendência de crescimento ao longo dos anos. Inicialmente, o índice de Endividamento Total apresentou uma flutuação de 60 a 66,5%. Isso pode ser explicado pela pressão que as construtoras de baixa renda enxergaram em suas margens nos últimos tempos, devido aos custos de construção cada vez mais altos. Atrelado a isso, a MRV começou a buscar novas oportunidades de crescimento, majoritariamente pelo aumento de sua atuação em projetos de média renda, sua plataforma de aluguel residencial e expansão internacional (projeto AHS). O índice Dívida/Capital Próprio cresceu em torno de 30%, significando que, ao longo dos anos, a MRV tem usado uma maior parte da sua dívida para financiar os seus ativos em relação ao patrimônio dos acionistas, que pode ser explicado também pelos motivos acima. Quanto ao Multiplicador do PL, a tendencia de crescimento também se mostra verdadeira. Com ele em ascensão, é possível concluir que a empresa tem financiado a compra de seus ativos principalmente por meio de dívidas, como visto acima, e não por meio de seu PL.

Os índices de Cobertura de Juros e de Caixa apresentaram comportamento semelhante com o passar do tempo. Desde 2017 até 2019, a empresa demonstrou uma crescimento agressivo em ambos os índices. Porém em 2020, ambos sofreram uma extrema redução em seu valor absoluto. Isso pode ser explicado pelo aumento estrondoso das Despesas Financeiras da companhia no ano de 2020, causado principalmente pelos agravamentos da pandemia do corona vírus, atrelado a perda de expectativa, paralização do fluxo de capital e redução do core business da empresa.

Por fim, o índice Endividamento/LAJIDA apresenta a mesma tendência de crescimento visto anteriormente, ou seja, uma ascensão constante desde 2018, aumentando 34% em seu valor absoluto. Este é um indicador muito representativo da segurança que a empresa tem para passar por momentos de crise, como a do COVID-19. Seu valor de 14,6 em 2020 significa que é preciso 14,6 vezes a geração de caixa atual da empresa para pagamento integral da sua dívida. Um índice com esse valor indica que é menos provável a MRV ser capaz de honrar suas obrigações.

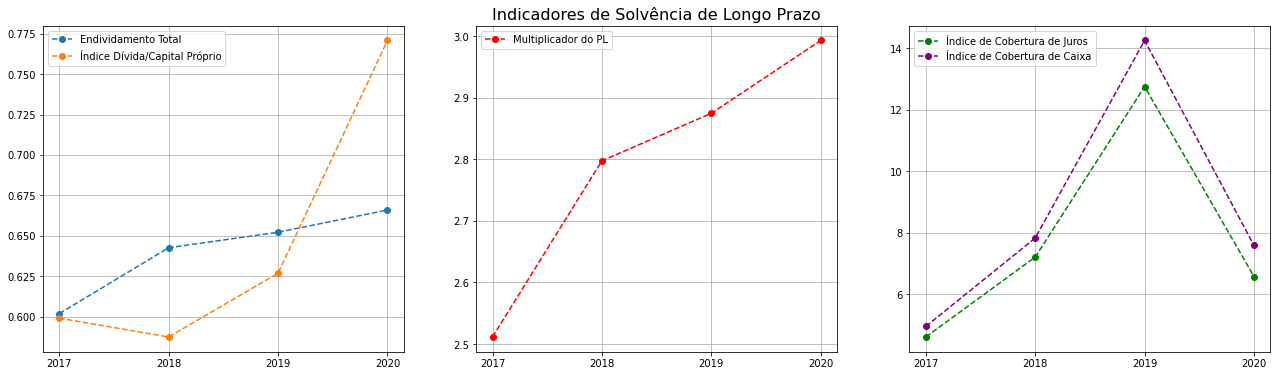


Figura 3: Evolução dos indicadores de Solvência de Longo Prazo

* 1. Indicadores de Gestão de Ativos ou de Giro

Ao analisarmos o Giro do Estoque e Prazo Médio de Estocagem podemos inferir que a MRV vem ganhando mercado ao longo do tempo. É notável um aumento gradual no seu giro de estoque e uma queda significativa no seu prazo médio de estocagem. Isto se dá principalmente a uma mudança de regra do programa *Minha Casa, Minha* Vida, que somado a redução das taxas de juros entre 2019 e 2020, permitiu o mais financiamentos de moradias. Isso acabou refletindo em uma maior demanda por residências, uma oportunidade que a MRV conseguiu alavancar com ganhos de escala, algo refletido nesses indicadores. Com relação ao Giro de Contas a Receber e ao Prazo Médio de Recebimento, podemos aferir que a empresa busca atingir um Prazo Médio de 100 dias para o recebimento, indicando uma grande diligência no gerenciamento dos fluxos de pagamento. Por fim, apesar dos ganhos apresentados anteriormente, não houve nenhuma mudança no modelo de negócio ou na gestão da companhia que mudasse significantemente o Giro Total do Ativo ao longo do período analisado. Isto demonstra que apesar da melhora na saúde financeira da empresa, não houve ganhos de produtividade em sua atividade operacional.

Graphical user interface, application, table, Excel

Description automatically generated

Figura 4: Evolução dos indicadores de Gestão de Ativos ou de Giro

* 1. Medidas de Lucratividade

Em termos de margem, as três medidas de lucratividade apresentam comportamento decrescente congruente. A começar pela Margem Bruta, que demonstra a lucratividade das vendas, o declínio foi de 16,7% ao longo dos 4 últimos anos, simbolizando uma perda do potencial de retorno gerado pelas vendas, visto o aumento dos custos. A Margem Líquida, com queda de 36,4% ao longo do mesmo período analisado, simboliza uma perda da lucratividade do negócio, indicando pouca eficiência da companhia em converter Receita em Lucro propriamente dito. Por fim, a Margem Ebitda, indicadora da lucratividade operacional da companhia, sofreu uma redução de 17,5% desde 2017, demonstrando que suas operações tem retornado cada vez menos lucro.

Sob a perspectiva de rentabilidade, tanto o ROA (*Return on Assets*), quanto o ROE (*Return on Equity*), apresentaram comportamento semelhante. Ambos aumentaram de 2017 para 2018, decorrente do alto valor de dívidas amortizadas em 2018 (ROE), além da liquidação da grande quantidade de investimentos em controladoria em conjunto (ROA). Porém, ambos vem diminuindo desde então, devido à redução do Lucro Líquido, derivada do aumento constante dos custos de construção, agravados pela situação de calamidade pública trazido pelo efeito COVID-19 em 2020.

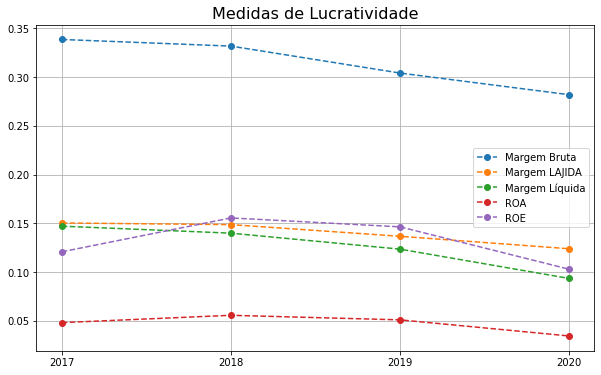


Figura 5: Evolução dos indicadores de Medidas de Lucratividade

* 1. Medidas de Valor de Mercado

Ao analisarmos o múltiplo P/E da MRV podemos perceber que a empresa começa a ser negociada a um prêmio significativamente maior a partir de 2018. Isto se deu por uma mudança na regra do financiamento da “minha casa minha vida” neste ano, que democratizou ainda mais o acesso a esse financiamento, algo que acabou aumentando o mercado em potencial a ser explorado pela construtora. Algo que acabou elevando o preço das ações da companhia, dado que agora esta teria mais espaço para crescer e consequentemente gerar um maior fluxo de caixa.

Com relação ao índice livro-à-mercado, também podemos ver um aumento significativo a partir de 2018. Isto se da pelo mesmo fato explicado anteriormente, a democratização do programa “minha casa minha vida” em 2018 aumentou o mercado endereçável da MRV, este novo potencial de ganho acaba sendo precificado pelos investidores, algo que aumenta o valor de mercado da empresa que por fim aumenta o índice, dado que o valor contábil se manteve constante.

Chart, line chart

Description automatically generated

Figura 6: Evolução dos indicadores P/E e Valor Mercado/Valor Contábil

1. Análise DuPont
   1. Evolução ao longo dos anos

Em 2018, o ROE apresentou um crescimento que foi puxado principalmente pelo aumento do Giro do Ativo, que cresceu 22% em relação ao ano anterior. Essa movimentação é explicada tanto pelo aumento das Vendas quanto pela queda no Ativo Total. Vale destacar que essa queda foi puxada pela diminuição da conta Investimentos no BP [referência tabela/anexos....], que representava 7,38% do Ativo Total e passou a representar 0,34%, sem que houvesse nenhuma contrapartida clara. O GAF também contribuiu para o crescimento do ROE em 2018. Seu crescimento foi causado por uma queda no patrimônio líquido, dada a redução do capital social e da reserva de lucros [referência BP nos anexos]. Já a Margem Líquida caiu 5% em relação ao ano anterior, impedindo um aumento ainda maior do ROE. Essa queda é um reflexo da diminuição na Margem Bruta, cuja queda ocorreu pelo fato de que o Custo dos Produtos Vendidos aumentou mais do que as Vendas no período.

De 2018 para 2019, houve uma queda de 6% no ROE. O multiplicador do Patrimônio Líquido e o Giro do Ativo variaram muito pouco (aumento de 3% e 4% respectivamente), enquanto a Margem Líquida apresentou uma forte queda. Para explicar esse resultado negativo é importante olhar novamente para a Margem Bruta que caiu 8%, graças a uma inflação mais acentuada do custo, quando comparada com as vendas do ano.

Finalmente, em 2020 temos uma grande redução do ROE. É importante destacar que o cenário de crise e pandemia certamente contribuíram para esse resultado, uma vez que a MRV é muito dependente de repasses do governo e nesse ano, outras prioridades surgiram, tirando o foco de programas como *Minha Casa, Minha Vida*. Dito isso, a parcela mais impactada foi a Margem Líquida, novamente, devido ao fenômeno observado anteriormente somado ao crescimento do Passivo Financeiro, que ocasionou um aumento substancial da Despesa Financeira. Usualmente, o resultado financeiro da MRV faz com que o LAIR seja pouco mais de 19% maior que o LAJIR. Nesse último ano, o aumento da Despesa Financeira fez com que o LAIR fosse apenas 6% maior do que o LAJIR, refletindo, posteriormente, no Lucro Líquido.

A evolução do ROE e de seus componentes DuPont discutidos nessa seção podem ser observados na Figura 1.

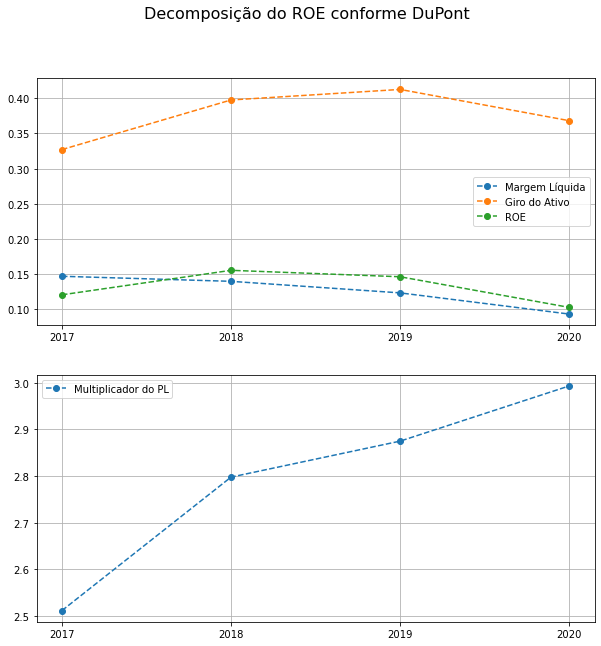


Figura 1: No primeiro gráfico, evolução da Margem Líquida, do Giro do Ativo e do próprio ROE; no segundo, evolução do Multiplicador do Patrimônio Líquido

* 1. Comparação com a Direcional

Em comparação com a Direcional, uma de suas concorrentes, a MRV apresenta um ROE mais constante e com menos variações, como pode-se observar nas Tabelas 1 e 2. Isso deve-se ao fato de que em 2017 e 2018 a Direcional teve Margem Líquida negativa, que reflete no prejuízo que a empresa teve nesses períodos. No ano seguinte, a empresa voltou a ter lucro e em 2020 passa a ter um Retorno sobre o Patrimônio Líquido semelhante ao da MRV.

Tabela 1: evolução dos componentes do ROE da MRV, conforme DuPont

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **MRV** | **2017** | **2018** | **2019** | **2020** |
| **Margem Líquida** | 0,1471 | 0,1399 | 0,1235 | 0,0934 |
| **Giro do Ativo** | 0,3269 | 0,3974 | 0,4123 | 0,368 |
| **Multiplicador do PL** | 2,5113 | 2,7975 | 2,8747 | 2,9931 |
| **ROE** | **0,1208** | **0,1555** | **0,1464** | **0,1029** |

Tabela 2: evolução dos componentes do ROE da Direcional, conforme DuPont

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Direcional** | **2017** | **2018** | **2019** | **2020** |
| **Margem Líquida** | -0,1828 | -0,0634 | 0,0829 | 0,1 |
| **Giro do Ativo** | 0,1815 | 0,2507 | 0,3133 | 0,2942 |
| **Multiplicador do PL** | 2,5816 | 3,3387 | 3,3992 | 3,807 |
| **ROE** | **-0,0857** | **-0,0531** | **0,0882** | **0,112** |

1. Fluxos de Caixa

Como é possível observar na Tabela 3 o Fluxo de Caixa dos Ativos da MRV cresceu pouco mais de 16% entre 2019 e 2020. Esse movimento pode ser explicado pela queda no CCL e no CAPEX, apesar da queda no FCO, que acabou sendo menos impactante. Ou seja, a MRV obteve um FC(A) maior porque gastou menos com ativos Imobilizados e Intangíveis, além de ter apresentado uma liquidez corrente menor do que em 2019. Já a a queda do FCO tem relação com a queda no lucro líquido, que acabou derrubando também a margem líquida.

Tabela 3: evolução dos componentes do Fluxo de Caixa dos Ativos da MRV

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **MRV** | **2019** | **2020** |
| **FCO** | 697795 | 683711 |
| **CAPEX** | 208735 | 179957 |
| **Variação do CCL** | 31119 | -30846 |
| **Fluxo de Caixa dos Ativos** | **457941** | **534600** |

Já em relação aos Fluxos de Caixa dos Credores e dos Acionistas, pode-se concluir ao observar a Tabela 4 que a MRV contraiu muita dívida com credores. Isso é evidenciado pelo crescimento de pouco mais de 42% do Passivo Financeiro se comparado a 2019. Já em relação aos Acionistas, há uma queda em seu fluxo de caixa pois o lucro líquido caiu e, além disso, houve um menor Índice de Payout.

Tabela 4: evolução dos componentes dos Fluxos de Caixa da MRV

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **MRV** | **2019** | **2020** |
| **Fluxo de Caixa dos Ativos** | 457941 | 534600 |
| **Fluxo de Caixa dos Credores** | -281021 | -1340844 |
| **Fluxo de Caixa dos Acionistas** | 738911 | 200334 |

Vale destacar que o Fluxo de Caixa dos Ativos deveria ser igual à soma dos Fluxos de Caixa dos Credores e dos Acionistas. Entretanto, isso não ocorre nesse caso. Para explicar esse acontecimento é necessário entender como é feito o cálculo desses fluxos. No caso do FC(A) existem algumas contas que são ignoradas, como Estoques LP, por exemplo. Assim, há um Ativo de alta relevância que está sendo financiado por Credores e Acionistas, mas que não é contabilizado no Fluxo de Caixa da Empresa. Naturalmente, isso faz com que os fluxos fiquem desiguais. Outro ponto que é importante destacar é o fato de que na conta Outros LP (Passivo) há um subgrupo de Dividendos a Pagar. Dessa forma, há também uma distorção no Fluxo de Caixa dos Acionistas.