

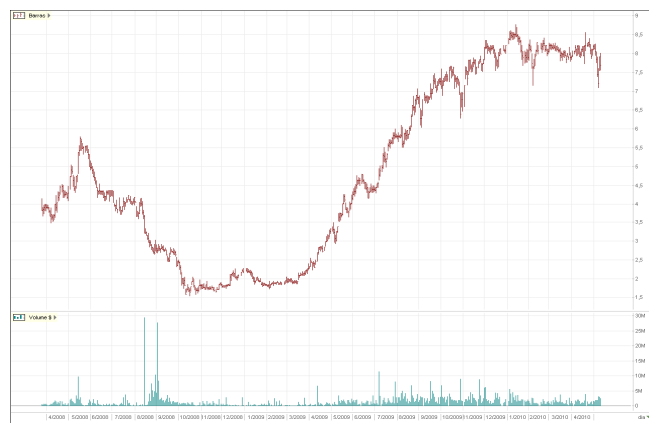
Analista: Matias Dieterich
Tel: (55 51) 3327-9871
matias@solidus.com.br

Preço Atual: R\$ 7,70

Resultado			
Em R\$ milhões	1T10	1T09	%
Receita Líquida	140,9	104,5	34,83%
Ebitda Ajustado	46,5	36,3	28,09%
Margem EBITDA	33,0%	34,8%	-
Lucro Líquido	46,3	39,4	17,51%

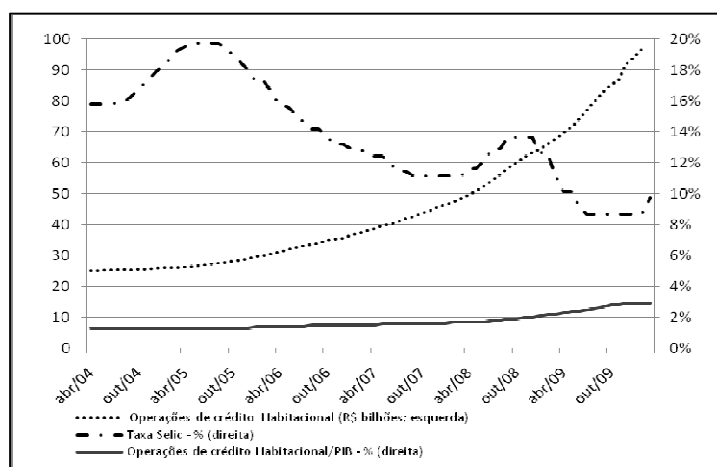
Balanco Patrimonial			
Ativo Circulante	666,7	462,9	44,0%
Ativo não Circulante	511,6	500,0	2,3%
Passivo Circulante	116,1	73,3	58,4%
Passivo não Circulante	91,0	49,6	83,5%
Part. Minoritários	12,2	11,1	9,9%
Patrimônio Líquido	959,0	828,6	15,7%

Indicadores	
Código	EZTC3
Cotação (R\$)	7,70
Min-Max (52 sem)	3,51-8,77
Valor Merc. (R\$ mi)	1.103
P/L 12m	6,7x
P/VPA	1,2x
ROE 12m	19,1%
FV/Ebitda 12m	5,9x
Caixa Líquido (R\$ mi)	84,3



EZTEC: MÚLTIPLOS BAIXOS COM CRESCIMENTO

O setor de construção civil brasileiro está passando por uma expansão muito forte nos últimos anos, devido a diversos motivos, como o aumento da renda, a redução das taxas de juros, a expansão do crédito e os incentivos governamentais para o financiamento imobiliário. Um grande incentivo governamental de estímulo ao setor foi feito no início do ano de 2009, quando foi determinado que o valor dos imóveis passíveis de financiamento através do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) seria aumentado de R\$ 350 mil para R\$ 500 mil. O percentual máximo a ser financiado também aumentou, de 70% para 90%, passando os valores financiados de R\$ 245 mil para R\$ 450 mil. Os imóveis que estão dentro do SFH podem ser financiados com recursos da conta individual de cada trabalhador no FGTS. No gráfico abaixo está evidenciada a queda dos juros e o aumento do estoque de crédito concedido ao financiamento imobiliário, que atingiu quase 97 bilhões em fevereiro de 2010. No gráfico também está a relação entre o crédito habitacional e o PIB, que está em 2,9%. Esta relação aumentou muito desde 2004, quando era de 1,3%, mas ainda está muito longe da relação que, tanto países emergentes quanto desenvolvidos possuem. Como exemplo, no México e no Chile, a relação fica ao redor de 14%.

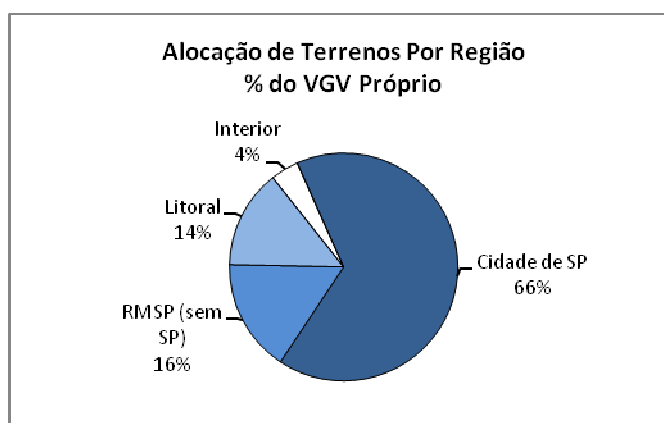


A Eztec é uma empresa do setor de construção civil que foi fundada há 31 anos e abriu seu capital em 2007, captando R\$ 542 milhões em uma emissão apenas primária. É uma empresa focada em projetos apenas no estado de São Paulo, principalmente na capital paulista, mas

também com atuação relevante na região metropolitana e no litoral. A empresa é focada no segmento residencial de classe média e alta, no qual as margens operacionais são maiores. A empresa tem experiência no nicho de atuação, não seguindo o modismo da construção civil da baixa renda. A Eztec possui uma estrutura verticalizada, com três divisões: Incorporação, Engenharia e Construção e Imobiliária. O incentivo concedido pelo governo, de ampliação do valor máximo financiado foi muito positivo para a Eztec, pois este fez com que uma gama maior de projetos da Eztec pudessem ser financiados através desta linha.

No acumulado de 2009 a receita líquida da Eztec atingiu R\$ 506 milhões, superando em 51,5% a receita do ano anterior. Não só o resultado evoluiu como também as margens. O lucro líquido no ano foi de R\$ 163 milhões, um crescimento de 59% sobre o ano de 2008. A margem líquida ficou em 32,2%, evoluindo em comparação aos 30,6% de 2008. Mesmo com a desaceleração que o setor de construção civil apresentou no ano de 2009, o VGV (volume geral de vendas, que é o valor potencial da venda de todas unidades dos empreendimentos) lançado aumentou em 16%, passando para R\$ 505,8 milhões. Um dos fatores que contribuíram para a expansão das margens da empresa foi o foco em vendas através da equipe da própria Eztec, fazendo com que a margem que seria repassada ao corretor de imóveis fosse apropriada pela empresa. O percentual de vendas contratadas feitas através da equipe interna da Eztec está em forte e constante evolução nos últimos anos, tendo atingido a participação de 52% das vendas contratadas em 2009, ante 45% em 2008. O Ebitda totalizou R\$ 160,3 milhões no ano de 2009, uma expansão de 106% em relação ao ano anterior. A margem Ebitda ficou em 31,7%, um grande avanço frente à margem de 23,3% de 2008.

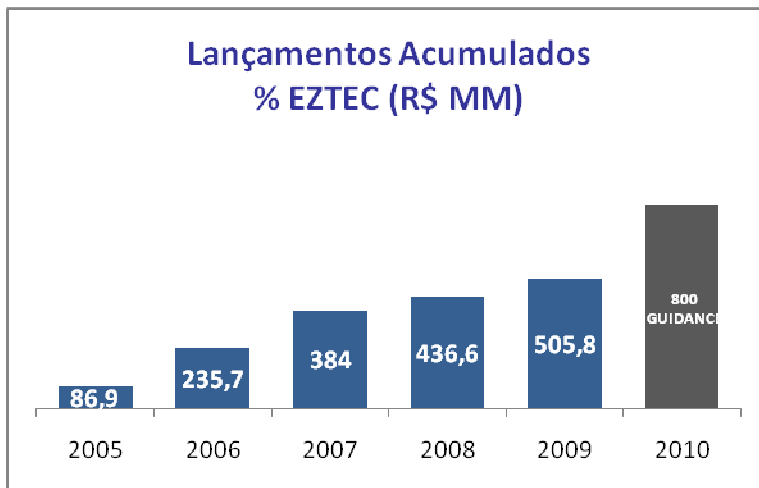
A Eztec se destaca como uma das empresas com maior lucratividade do setor de construção e incorporação no Brasil, evidenciado pela grande margem líquida apresentada. Uma característica da empresa, que contribui para as grandes margens, é a enxuta estrutura de despesas administrativas, que representa apenas 6% da receita líquida. Durante a crise a empresa se mostrou muito eficiente no corte de custos para a manutenção das margens, visto que esta relação foi reduzida consideravelmente. Em conjunto com a estrutura verticalizada, outro diferencial que explica as grandes margens operacionais da empresa é o método de aquisição de terrenos, que é feita exclusivamente a vista e com o caixa próprio. No setor, o mais usual é a aquisição de terrenos via permuta financeira ou permuta física, o que permite maior alavancagem da empresa, mas compromete suas margens operacionais. Através das permutas, a empresa compradora do terreno contrata com o vendedor quantas unidades do projeto serão trocadas pelo terreno, sendo entregues as próprias unidades, no caso da permuta física e o valor das unidades quando forem vendidas por permuta financeira. O banco de terrenos da empresa atualmente tem um VGV potencial de R\$ 3,6 bilhões, o que garante terrenos suficientes para mais de 4 anos de lançamentos no atual ritmo. A distribuição de terrenos por região está demonstrada no gráfico abaixo.



As vendas contratadas da Eztec foram de R\$ 564,8 milhões em 2009, um aumento de 58% em relação ao ano anterior. A força das vendas da empresa pode ser evidenciada pela velocidade de vendas sobre a oferta (que é a relação entre as vendas e o estoque somado aos lançamentos) que está entre uma das maiores do setor, tendo sido de quase 59% em 2009. Isso evidencia a qualidade dos projetos e a rápida capacidade de vendas da empresa. Isso também reduz a necessidade de recursos da companhia para desenvolver os projetos.

Outro destaque da Eztec foi o guidance para 2010 divulgado pela empresa. Conforme mostrado no gráfico dos lançamentos acumulados, a empresa espera lançar entre R\$ 700 e R\$ 900 milhões no

ano de 2010. Isso representa uma aceleração do crescimento muito forte. Nos anos de 2008 e 2009 a média de crescimento dos lançamentos ficou em 14,8%, enquanto que para este ano, se considerarmos a média da faixa sugerida (R\$ 800 milhões), o crescimento seria de 58%.



Outro ponto a ser ressaltado na empresa é seu baixo endividamento bruto e seu considerável caixa líquido de R\$ 84,3 milhões, sendo uma das poucas empresas de capital aberto com situação financeira tão confortável.

No primeiro trimestre de 2010 a empresa manteve um forte resultado, com lucro líquido atingindo R\$ 46,3 milhões, um crescimento de 17,6% em relação ao 1T09, com uma margem líquida de 32,9%. Em linha com o guidance divulgado no início do ano, a empresa lançou um VGV de R\$ 197 milhões no 1T10, o que representa 25% do ponto médio do guidance de lançamentos (R\$ 800 milhões) e um crescimento de 262% frente ao 1T09. As vendas contratadas da participação da Eztec foram de R\$ 174,1 milhões um crescimento de 150% em relação ao 1T09.

O dividendo mínimo a ser distribuído pela Eztec é de 25% do lucro líquido ajustado. O dividendo distribuído pela empresa tem crescido nos últimos anos, acompanhando a evolução dos resultados. Em 2008 foram distribuídos R\$ 0,07 por ação, em 2009 R\$ 0,13 e em 2010 R\$ 0,27. O volume médio negociado das ações da empresa é pequeno se comparado às grandes empresas do setor. Parte do reduzido volume negociado é explicado pelo baixo valor de mercado da empresa e pelo baixo free float, que é de 27,5%. Os acionistas fundadores e ainda principais acionistas da empresa são Ernesto Zarzur, Flávio Ernesto Zarzur e Silvio Ernesto Zarzur.

Na tabela abaixo é possível verificar as diferenças entre a Eztec e as maiores empresas do setor que estão listadas na Bovespa.

	Valor de Mercado (R\$ milhões) em 13/05/2010	Receita Líquida 2009 (R\$ milhões)	Lucro Líquido 2009 (R\$ milhões)	Patrimônio Líquido 2009	Margem Líquida 2009	P/L 12 meses	P/VPA	Volume Médio Diário (RS milhões)
Eztec	1.133	506	163	913	32,2	6,67	1,18	1,6
Rossi Resid	3.546	1.572	218	2.283	13,9	12,82	1,55	32,1
Gafisa	4.899	3.022	214	2.326	7,1	13,59	1,43	46,5
MRV	5.686	1.648	347	2.393	21,1	13,23	2,27	49,5
Cyrela Realty	9.077	4.088	729	3.853	17,8	10,97	2,36	69,1

Conclusão

A Eztec se destaca pelos resultados crescentes, pelas fortes e ótimas margens operacionais, pelo seu caixa líquido, pela larga experiência no setor de media alta renda e pelo forte crescimento de lançamentos que a empresa planeja entregar em 2010. Somando estes destaques ao expressivo potencial de crescimento do setor imobiliário nos próximos anos, avaliamos que é interessante possuir em carteira alguma empresa do setor. Em nossa opinião, a melhor oportunidade de investimento para este setor é a Eztec. Somado todos os fatores positivos da empresa, cabe realçar ainda que ela está negociando a múltiplos descontados em relação ao setor, embora esteja acelerando o seu crescimento. O P/L da empresa é de 6,7x. O preço em relação ao patrimônio líquido da Eztec é de 1,2x.

PONTOS POSITIVOS

- Aceleração do crescimento de lançamentos;
- Setor de construção civil e crédito direcionado ao setor crescendo em ritmo forte;
- Grandes margens operacionais;
- Confortável caixa líquido;
- Múltiplos descontados em relação ao setor;

PONTOS NEGATIVOS

- A contabilidade do setor de construção civil sofrerá mudanças, que deixarão os resultados e patrimônio líquido menores. Entretanto é um efeito meramente contábil, não afetando o fluxo de caixa;
- Liquidez baixa frente as maiores empresas do setor;



DISCLAIMER

DEFINIÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES:

Compra: estima-se um alto potencial de valorização para o preço das ações.

Atrativo: estima-se um potencial moderado de valorização para o preço das ações.

Neutro: estima-se oscilações pouco expressivas para o preço das ações.

Não Atrativo: estima-se um potencial de queda para o preço das ações.

DISCLAIMER

Nossas indicações são de caráter exclusivamente informativo, expressando opiniões pessoais baseadas em dados fundamentalistas, de forma que não nos responsabilizamos por eventuais perdas de capital do investidor/leitor. A decisão por tipo de investimento é de responsabilidade do cliente. Os dados financeiros foram obtidos através de fontes disponíveis no mercado financeiro, sendo que a Solidus se reserva o direito de fazer eventuais correções, sem prévio aviso. O relatório foi elaborado de forma independente e autônomo, inclusive em relação a Solidus SA CCVM.

O analista responsável pelo presente relatório declara que:

a) As sugestões (recomendações) aqui mencionadas refletem única e exclusivamente opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente e autônoma inclusive em relação a Solidus SA CCVM;

b) Não mantém vínculo com qualquer pessoa natural que atue no âmbito das companhias cujos valores mobiliários foram alvo de análise no relatório divulgado;

c) A Solidus SA CCVM não possui em suas carteiras administradas quantidade igual ou superior a 1% do capital social da empresa analisada, e não está envolvida na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado;

d) Não possui quantia igual ou superior a 5% de seu patrimônio pessoal investido em ações da empresa objeto de estudo, e não está envolvido na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado;

e) Não recebe ou recebeu remuneração por serviços prestados ou apresenta relações comerciais com quaisquer das companhias cujos valores mobiliários foram alvo da análise no relatório divulgado, ou pessoa natural ou pessoa jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse desta companhia;

f) Sua remuneração ou esquema de compensação do qual é integrante não está atrelado às precificações de quaisquer dos valores mobiliários emitidos por companhias analisadas no relatório. O analista esclarece que, assim como outros funcionários da SOLIDUS SA CCVM, recebe bonificações semestrais de acordo com o desempenho da SOLIDUS, mas a sua bonificação está vinculada ao desempenho da Solidus e não com as indicações realizadas.