

Revisão de teses no MCMV

O desempenho das ações tem sido excelente, e ainda há mais por vir no futuro

Neste relatório, estamos revisando nossas estimativas para construtoras de imóveis populares, incluindo: (i) resultados do 2T25; (ii) uma perspectiva mais positiva para o programa MCMV (criação da “Faixa 4”, subsídios mais altos e tetos de preços, etc.); e (iii) mais lançamentos/vendas, já que as empresas têm nos surpreendido continuamente com resultados positivos. Apesar do forte desempenho das ações recentemente (o setor subiu 45-116% no acumulado do ano), ainda vemos um bom potencial de valorização, por isso reiteramos nossa visão positiva sobre as construtoras brasileiras de habitação popular.

Bem posicionadas para continuar aproveitando o forte momento do Programa MCMV

As empresas listadas estão muito bem posicionadas para continuar crescendo no programa MCMV, já que as novas regras melhoraram ainda mais a acessibilidade, e agora também estão expandindo suas operações fora do MCMV, desde a criação da “Faixa 4” e o banco de terrenos premium das empresas oferece bons retornos também no segmento de média renda. Consequentemente, estamos elevando nossas estimativas para lançamentos/vendas, já que o primeiro semestre de 2025 já foi bastante forte.

Cenário vantajoso em meio ao momento de incerteza macroeconômica/política

Acreditamos que as construtoras de baixa renda oferecem um bom potencial de valorização, independentemente das perspectivas macroeconômicas/políticas. Se houver alguma melhora no cenário macro, poderemos ver uma expansão massiva dos múltiplos (a partir de P/Ls médios). E, se não houver, ainda poderemos ver um grande crescimento dos lucros (como aconteceu nos últimos três anos). Por isso, atribuímos uma recomendação de Compra a todas as cinco construtoras “puras” de habitação de baixa renda, pois acreditamos realmente que os investidores devem posicionar-se neste setor.

Teses de “carrego” ou com maior nível de “risco/retorno”?

Ainda vemos um bom potencial de valorização nas ações, com P/L para 2026 de 4,5-7,2x. Dividimos nossa cobertura em dois grupos: (i) teses de “carrego”, que são empresas com baixa alavancagem, dividend yield de dois dígitos e operações em crescimento com boas margens e ROE (Cury, Direcional e Plano&Plano); e outras com (ii) maior nível de “risco/retorno”, que são empresas negociadas com múltiplos de valuation muito descontados, mais alavancadas, com crescimento robusto do LPA, já que as operações estão melhores que no passado (MRV e Tenda).

Analistas

Gustavo Cambauva

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Gustavo Fabris

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Gostamos de todas elas, mas vemos mais potencial de valorização na Tenda e na Plano&Plano

Assim, continuamos com recomendação de Compra para as construtoras de imóveis populares e não recomendamos que os investidores realizem os lucros ainda, razão pela qual estamos revisando nossas estimativas, mantendo as recomendações. Nossas preferências são: (i) Plano&Plano entre as teses de “carrego”, já que está sendo negociada com um grande desconto em relação aos seus concorrentes (5,5x P/L para 2026 e 7,5% de dividend yield); e (ii) Tenda é nossa Top Pick dentre as teses de apresentam maior nível de “risco/retorno”, já que está sendo negociada a apenas 4,5x P/L para 2026, mesmo atribuindo um valor zero à Alea.

Encontrando resiliência em um lugar improvável

Há bastante tempo que cobrimos o setor imobiliário e, ao longo dessa jornada, uma coisa permaneceu verdadeira: é sempre difícil encontrar histórias realmente atraentes para investir e empresas que possam oferecer valor de forma consistente. O setor imobiliário, talvez mais do que a maioria dos setores, muitas vezes parece um jogo de timing – quando o ciclo está a seu favor, as coisas parecem extraordinárias; quando ele muda, os desafios se multiplicam rapidamente.

Por causa disso, os investidores tratam o setor imobiliário com ceticismo. Ele há muito tempo carrega a reputação de ser um negócio altamente cíclico e dependente da macroeconomia. Muitos ainda o veem dessa forma hoje, presumindo que o desempenho é puramente ditado por condições externas, como as taxas de juros. Embora essas forças sejam inegavelmente importantes, essa percepção simplifica demais a realidade do setor (principalmente o de habitação popular no Brasil).

O setor de habitação de baixa renda do Brasil, em particular, não se encaixa nesse estereótipo. Pelo contrário, ele combina várias características que o tornam único: a demanda nesse segmento é resiliente, o apoio do governo tem sido consistente ao longo dos ciclos políticos e o déficit estrutural de moradias proporciona um impulsionador de crescimento poderoso e duradouro. Em resumo, a “armadilha macroeconômica” não se aplica aqui da mesma forma que em outros lugares.

De fato, as evidências têm sido impressionantes. Nos últimos anos, as incorporadoras de baixa renda prosperaram independentemente das condições macroeconômicas. E agora, apesar de todas as incertezas macroeconômicas/políticas, à medida que nos aproximamos das eleições, a história se repete: uma mudança no governo poderia provocar uma expansão dos múltiplos de valuation, enquanto a continuidade das políticas deveria se traduzir em crescimento dos lucros – qualquer um dos cenários beneficia o setor.

É raro encontrar uma dinâmica tão vantajosa para todos no setor imobiliário, e isso explica por que esse segmento do mercado continua a surpreender positivamente. Refletindo essa convicção, estamos revisando nossas estimativas sobre todas as cinco construtoras “puras” de imóveis de baixa renda sob nossa cobertura, com uma recomendação de Compra para as cinco ações. Isso ressalta o quanto estamos otimistas

em relação ao setor e o quanto estamos confiantes nas perspectivas de médio prazo para ele.

Quando se tem visibilidade de crescimento e suporte de valuation, cria-se um argumento convincente para manter o investimento (e evitar vender essas boas histórias prematuramente). Dentro desse grupo, no entanto, vemos dois perfis de investimento (“bom carrego” e “maior nível de risco/retorno”), que oferecem diferentes potenciais de valorização em diferentes níveis de riscos operacionais e de balanço patrimonial.

De um lado, as teses de “carrego”: empresas com balanços patrimoniais sólidos, dividend yield atraente e histórico forte (Cury, Direcional e Plano&Plano). Do outro lado: nomes de “maior risco/retorno”, onde a alavancagem é maior, mas o valuation é profundamente descontado (MRV e Tenda). Embora gostemos de todas elas, nossas Top Picks hoje são a Plano&Plano entre as teses de carregos e a Tenda com maior nível de “risco/retorno”.

Figura 1: Construtoras de imóveis populares – múltiplos de valuation

Capitalization		M RVE3	DIRR3	TEND3	CURY3	PLPL3
Price	Last	R\$ 7.72	R\$ 15.20	R\$ 26.36	R\$ 33.11	R\$ 16.35
Market Cap	Last	4,345	7,904	3,231	9,664	3,318
Target Price	12m	R\$ 12.00	R\$ 20.00	R\$ 44.00	R\$ 44.00	R\$ 23.00
Upside (%)	12m	55%	32%	67%	33%	41%
Financial and Operating Data		M RVE3	DIRR3	TEND3	CURY3	PLPL3
Net Earnings	2024	-503	638	106	650	344
Net Earnings	2025E	-978	812	528	951	415
Net Earnings	2026E	821	1,104	653	1,250	564
Net Earnings	2027E	1,195	1,376	879	1,494	738
CA GR (EPS)	24-27E	n.a.	29%	n.a.	32%	28%
Net Revenues	2024	9,009	3,348	3,284	3,926	2,589
Net Revenues	2025E	10,780	4,434	4,155	5,333	3,162
Net Revenues	2026E	11,721	5,505	5,422	6,736	3,793
Net Revenues	2027E	12,136	7,002	6,442	7,766	4,521
CA GR (Net Revenue)	24-27E	10%	28%	25%	26%	20%
Launches	2024	11,076	4,682	5,456	5,745	3,719
Launches	2025E	12,531	5,996	6,332	7,902	4,467
Launches	2026E	13,201	7,205	7,508	9,012	5,451
Launches	2027E	13,795	7,906	8,238	9,417	5,745
CA GR (Launches)	24-27E	8%	19%	15%	18%	16%
Financial Ratios		M RVE3	DIRR3	TEND3	CURY3	PLPL3
Net Margin	2024	-6%	19%	3%	17%	13%
Net Margin	2025E	-9%	18%	13%	18%	13%
Net Margin	2026E	7%	20%	12%	19%	15%
Net Margin	2027E	10%	20%	14%	19%	16%
ROATE	2024	-3%	33%	18%	69%	47%
ROATE	2025E	-20%	40%	36%	73%	41%
ROATE	2026E	18%	50%	41%	70%	43%
ROATE	2027E	22%	53%	41%	67%	45%
Net Debt/Equity	2024	82%	5%	20%	-33%	-14%
Net Debt/Equity	2025E	88%	11%	5%	-40%	8%
Net Debt/Equity	2026E	49%	12%	-4%	-24%	-2%
Net Debt/Equity	2027E	31%	10%	-6%	-29%	-10%
Valuation Metrics		M RVE3	DIRR3	TEND3	CURY3	PLPL3
P/TBV	2024	0.87x	4.07x	3.77x	9.09x	3.86x
P/TBV	2025E	1.06x	3.87x	2.47x	6.18x	2.87x
P/TBV	2026E	0.88x	3.05x	1.68x	4.51x	2.14x
P/TBV	2027E	0.70x	2.30x	1.18x	3.38x	1.56x
P/TBV	Last	0.95x	3.77x	3.24x	8.77x	4.09x
P/E	2024	n.a.	12.4x	23.0x	14.8x	9.4x
P/E	2025E	n.a.	9.8x	8.3x	10.1x	8.0x
P/E	2026E	5.3x	6.5x	4.8x	7.2x	5.5x
P/E	2027E	3.5x	4.8x	3.2x	5.5x	3.9x
Dividend Yield	2024	0.0%	3.5%	0.7%	5.0%	0.0%
Dividend Yield	2025E	0.0%	14.8%	1.5%	5.5%	6.1%
Dividend Yield	2026E	0.0%	10.1%	4.4%	7.9%	7.5%
Dividend Yield	2027E	4.7%	11.2%	12.1%	10.3%	10.2%

Fonte: Bloomberg, empresas e BTG Pactual

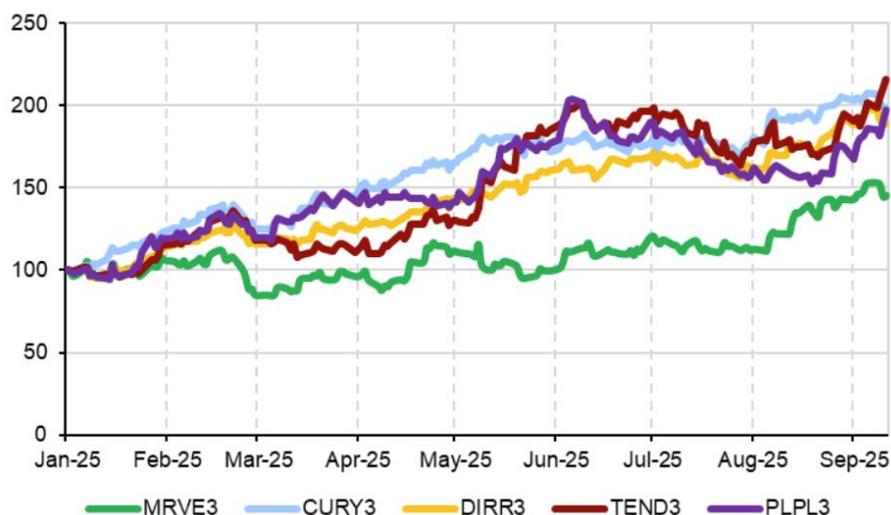
Revisão de teses no MCMV

As ações subiram 45-116% no acumulado do ano, mas ainda há muito para subir

Neste relatório, estamos revisando nosso modelo para as cinco construtoras brasileiras “puras” de habitação popular que cobrimos (Cury, Direcional, MRV, Plano&Plano e Tenda). No geral, mantemos nossa visão positiva, pois vemos o cenário ainda muito favorável para as empresas de habitação popular (as excelentes perspectivas para o programa MCMV estão impulsionando uma forte demanda reprimida e aumentando a lucratividade das empresas).

Embora alguns investidores acreditem que as ações já tiveram um desempenho muito bom (de fato, as ações subiram 45-116% no acumulado do ano, conforme mostrado abaixo), acreditamos que há espaço para mais valorização, uma vez que (i) a maior parte do desempenho das ações foi impulsionada por revisões de lucros (e não por uma expansão dos múltiplos); e (ii) ainda vemos as ações sendo negociadas a índices P/L atraentes (4,5-7,2x P/L para 2026) e dividendos interessantes.

Figura 2: Construtoras de imóveis populares – Desempenho das ações no acumulado do ano

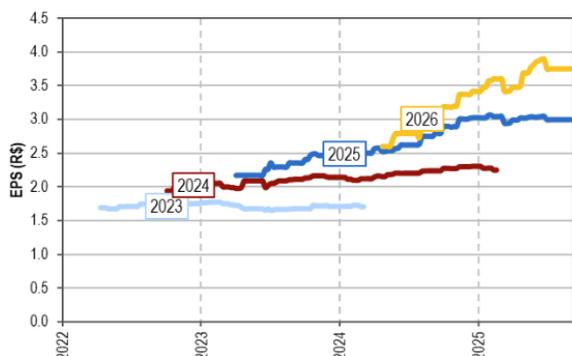


Fonte: Bloomberg, Empresas e BTG Pactual

O sólido desempenho das ações foi impulsionado por revisões do LPA

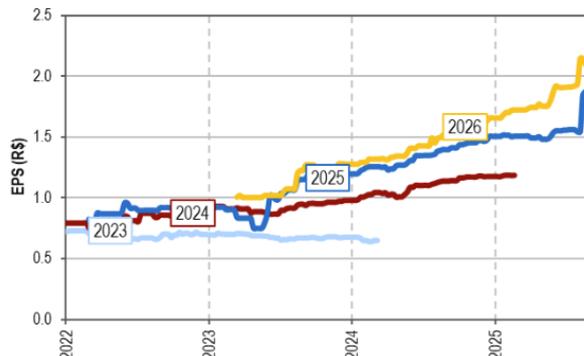
O LPA tem sido consistentemente revisado para cima para as construtoras de imóveis populares sob nossa cobertura. Conforme mostrado abaixo, nos últimos anos, temos visto continuamente os lucros sendo revisados positivamente para as empresas, devido a uma combinação de (i) as excelentes perspectivas para o programa MCMV (que tem sido implementado independentemente de qualquer mudança no governo) e (ii) a sólida execução das empresas (após a turbulência dos custos excedentes de 2021-22).

Figura 3: Cury – Evolução das estimativas do LPA



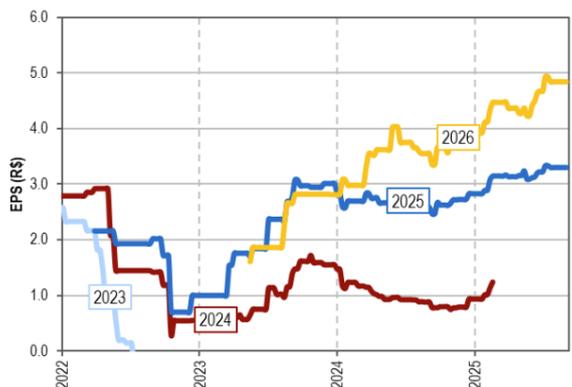
Fonte: Bloomberg, Empresas, BTG Pactual

Figura 4: Direcional – Evolução das estimativas do LPA



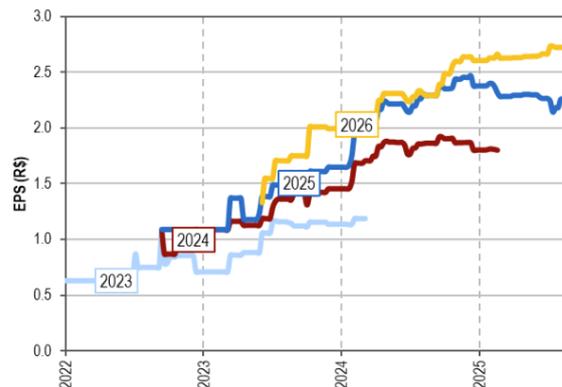
Fonte: Bloomberg, Empresas, BTG Pactual *Ajustado para desdobramento de ações

Figura 5: Tenda – Evolução das estimativas de LPA



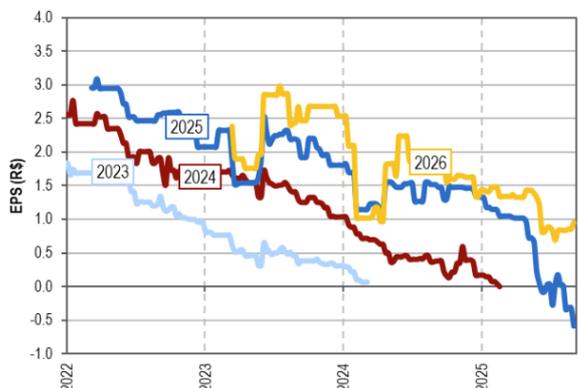
Fonte: Bloomberg, Empresas, BTG Pactual

Figura 6: Plano&Plano – Evolução das estimativas de LPA



Fonte: Bloomberg, Empresas, BTG Pactual

Figura 7: MRV – Evolução das estimativas de LPA



Fonte: Bloomberg, Empresas, BTG Pactual

Assim, estamos (novamente) elevando nossas estimativas para a maioria das empresas sob cobertura (veja um resumo na Figura 8 abaixo). Nossas estimativas de LPA foram aumentadas com base em uma combinação de (i) lançamentos e vendas fortes (já que as perspectivas para o MCMV são excelentes, impulsionando uma demanda sólida) e (ii) margens brutas mais altas (já que as empresas continuam aumentando os preços de venda).

Figura 8: Construtoras brasileiras de habitações populares – Alterações nas nossas estimativas de LPA (2025-2027E)

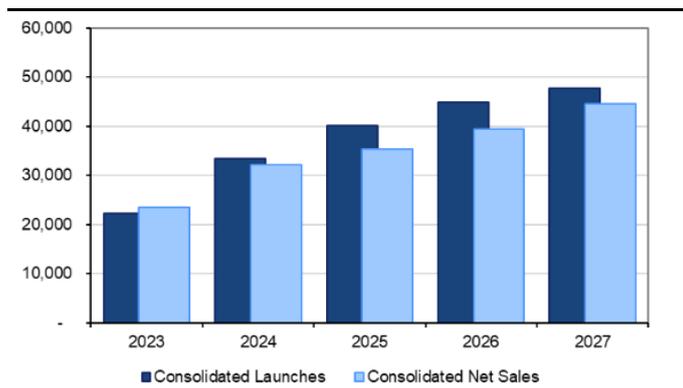
	EPS 2025E			EPS 2026E			EPS 2027E		
	New	Old	Chg %	New	Old	Chg %	New	Old	Chg %
MRV	(1.74)	2.91	n.m	1.46	3.40	-57.1%	2.12	3.49	-39.2%
Tenda	4.30	3.08	39.5%	5.33	4.19	27.2%	7.17	5.16	39.0%
Direcional	1.56	1.19	30.8%	2.12	1.38	53.9%	2.65	1.44	83.7%
Cury	3.27	2.35	39.2%	4.28	2.51	70.5%	5.12	2.68	90.7%
Plano&Plano	2.05	2.63	-22.0%	2.78	2.97	-6.6%	3.64	3.05	19.3%

Fonte: Empresas e BTG Pactual

A receita líquida está crescendo, com margens mais altas...

Como mencionado anteriormente, as perspectivas para o programa MCMV são excelentes (conforme discutido abaixo, o governo vem revisando continuamente os parâmetros/regras). Como consequência, a acessibilidade nunca foi tão boa no programa MCMV, o que está impulsionando uma forte demanda por novas moradias, apesar do aumento dos preços de venda (uma combinação poderosa para construtoras de imóveis populares).

Conforme mostrado na Figura 9 abaixo, as empresas têm aumentado seus lançamentos/vendas de forma consistente nos últimos três anos, e acreditamos que isso deve continuar nos próximos dois anos, devido (i) à criação da “Faixa 4” no MCMV (que inclui famílias com renda de R\$ 12.000/mês e casas com preço de até R\$ 500.000); e (ii) as recentes revisões da “Faixa 3”, que também tornaram mais famílias elegíveis para subsídios.

Figura 9: Imóveis populares – Lançamentos e vendas


Fonte: Empresas, BTG Pactual

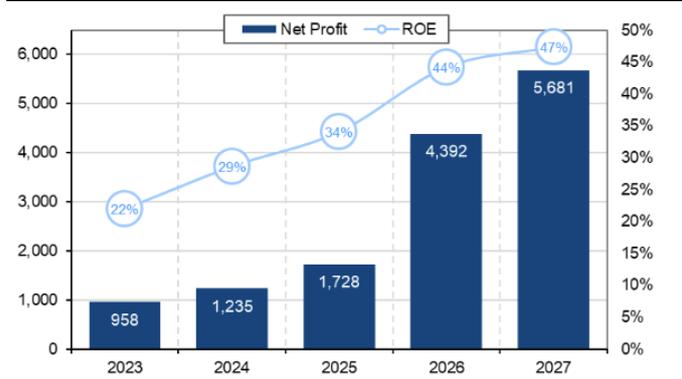
Figura 10: Margem bruta consolidada e preço médio de venda


Fonte: Empresas, BTG Pactual

... resultando em ROEs sólidos e dividendos atraentes

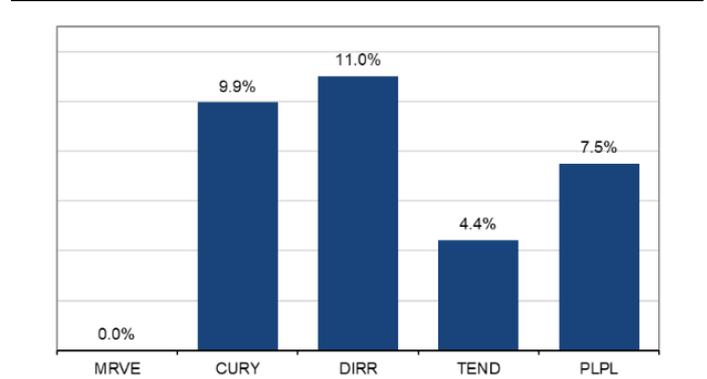
Com receita líquida mais alta e margens crescentes, esperamos que as empresas continuem aumentando seus lucros, enquanto os ROEs também devem continuar subindo. Mais importante ainda, acreditamos que os dividendos continuarão (para as empresas sem alavancagem – Cury, Direcional e Plano&Plano) e, mesmo a MRV e a Tenda (que não têm distribuído dividendos) devem começar a fazê-lo (com yield decente em 2026-27E).

Figura 11: Construtoras de baixa renda – Lucro líquido e ROE



Fonte: Empresas, BTG Pactual

Figura 12: Dividend yield nos próximos 12 meses



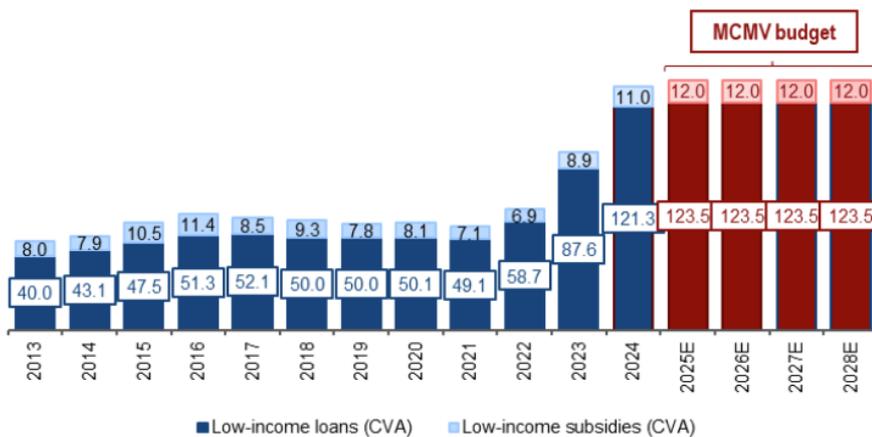
Fonte: Empresas, BTG Pactual

Minha Casa, Minha Vida: quando o bom fica ainda melhor

A principal razão por trás do sólido desempenho do setor tem sido a perspectiva positiva para o programa habitacional MCMV. Nos últimos anos, o programa MCMV não só foi mantido, como também aprimorado (independentemente do governo e/ou partido político). Além disso, o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) tem um balanço patrimonial sólido, o que permitiu todo o crescimento do MCMV.

É evidente que a habitação para famílias de baixa renda é uma prioridade para o governo federal (independentemente da ala política) e, como tal, o programa MCMV passou por uma série de ajustes positivos nos últimos anos. Notavelmente, o orçamento do programa aumentou de cerca de R\$ 65 bilhões em 2022 (último ano do mandato de Bolsonaro) para R\$ 90 bilhões em 2023, e saltou ainda mais para R\$ 152 bilhões este ano sob o governo Lula (FGTS + Fundo Social).

Figura 13: Evolução do orçamento



Fonte: FGTS e BTG Pactual

A atualização mais recente das condições do programa (abril/2025) incluiu: (i) um aumento na renda familiar elegível em todas as faixas; (ii) um aumento no teto de preço das casas elegíveis para o MCMV (de R\$

350.000 para R\$ 500.000) e (iii) a criação da “Faixa 4”, uma nova faixa de renda voltada para famílias com renda de até R\$ 12.000/mês (principalmente famílias de renda média).

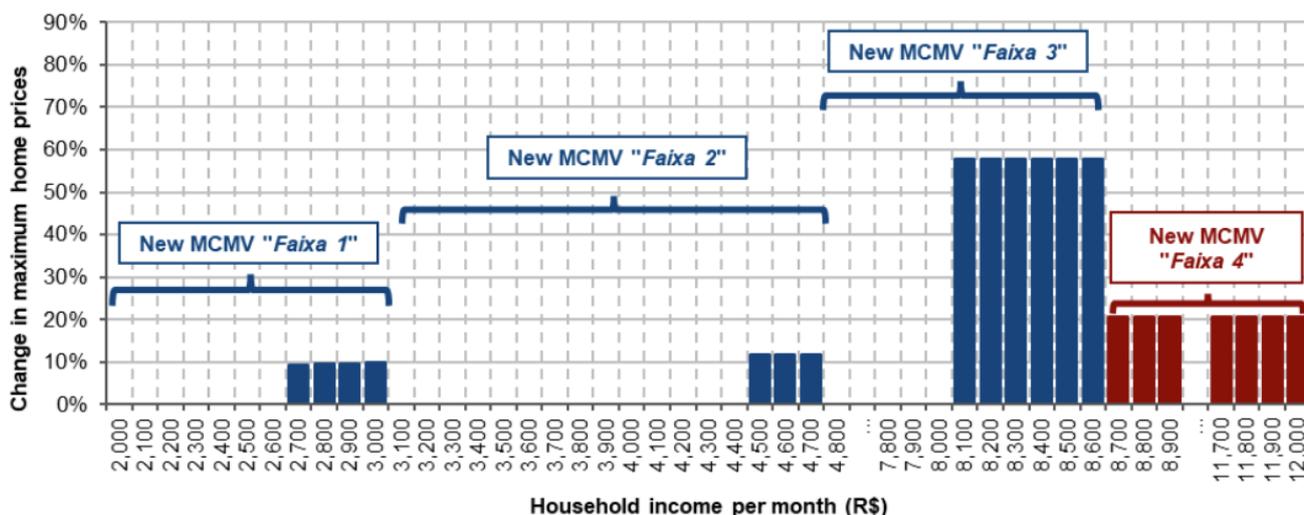
Figura 14: Alterações no MCMV em abril de 2025 – aumento da renda mínima exigida em todas as faixas + “Faixa 4”

Previous MCMV	Income/month	Mortgage rates				Subsidy	Current MCMV	Income/month	Mortgage rates				Subsidy
		Without FGTS deposit		With FGTS deposit					Without FGTS deposit		With FGTS deposit		
		SE, S, MW	NE, N	SE, S, MW	NE, N				SE, S, MW	NE, N	SE, S, MW	NE, N	
"Faixa 1"	up to R\$2,600	4.75%	4.50%	4.25%	4.00%	55,000	"Faixa 1"	up to R\$2,850	4.75%	4.50%	4.25%	4.00%	55,000
"Faixa 2"	R\$2,600-3,000	5.50%	5.25%	5.00%	4.75%	21,149	"Faixa 2"	R\$2,850-3,000	5.50%	5.25%	5.00%	4.75%	21,149
"Faixa 2"	R\$3,000-3,700	6.00%	6.00%	5.50%	5.50%	12,741	"Faixa 2"	R\$3,000-3,700	6.00%	6.00%	5.50%	5.50%	12,741
"Faixa 2"	R\$3,700-4,400	7.00%	7.00%	6.50%	6.50%	2,709	"Faixa 2"	R\$3,700-4,700	7.00%	7.00%	6.50%	6.50%	2,709
"Faixa 3"	R\$4,400-8,000	8.16%	8.16%	7.66%	7.66%	0	"Faixa 3"	R\$4,700-8,600	8.16%	8.16%	7.66%	7.66%	0
SBPE	R\$8,000-12,000	11-13%	11-13%	11-13%	11-13%	n.a.	"Faixa 4"	R\$8,600-12,000	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	0

Fonte: FGTS, ABRAINC, BTG Pactual

Com essas alterações, mais famílias foram incluídas no programa MCMV, tendo acesso a (i) subsídios em dinheiro para comprar uma casa; e (ii) taxas de hipoteca subsidiadas. Em resumo: (i) a renda das famílias aumentou para R\$ 2.850/mês na “Faixa 1”; (ii) R\$ 4.700 na "Faixa 2"; (iii) R\$ 8.600 na "Faixa 3"; e (iv) R\$ 12.000 na nova "Faixa 4", aumentando a acessibilidade em 10%, 12%, 58% e 21%, respectivamente.

Figura 15: Aumento máximo do preço da casa que uma família pode pagar após as novas alterações no programa MCMV



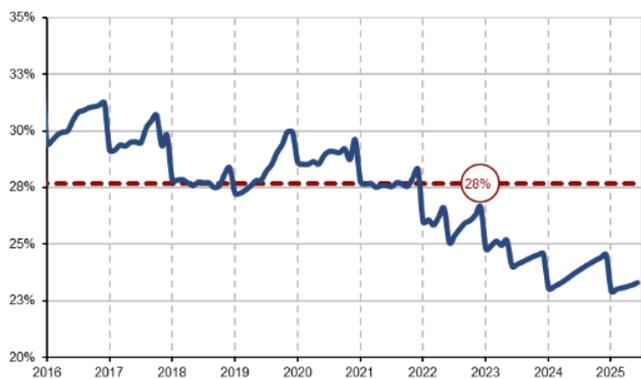
Fonte: ABRAINC, FGTS, BTG Pactual

Dado o compromisso do governo com o programa ao longo dos anos, as condições para os compradores de imóveis nunca foram tão boas. Na Figura 16 abaixo, calculamos o compromisso de renda da primeira parcela de uma hipoteca no programa MCMV para uma família que ganha R\$ 3.000/mês, que agora está em ~23%, abaixo da média histórica de 28%, o que está aumentando a demanda por novas moradias.

Também vale a pena notar que, à medida que a acessibilidade melhorou juntamente com as condições do programa, o tamanho potencial do mercado (ou seja, famílias elegíveis para comprar uma nova casa no âmbito do MCMV) também se expandiu bastante nos últimos anos (25%

acima dos níveis de 2015). O resultado é bastante óbvio aqui: as empresas têm aumentado os volumes (mais vendas) e os preços (margens mais altas).

Figura 16: Acessibilidade histórica do programa MCMV em SP (PMT como % de uma família com renda de R\$ 3.000/mês)



Fonte: FGTS, BTG Pactual

Figura 17: A melhoria das condições do MCMV também impulsionou o mercado potencial (milhares de famílias)



Fonte: FGTS, BTG Pactual

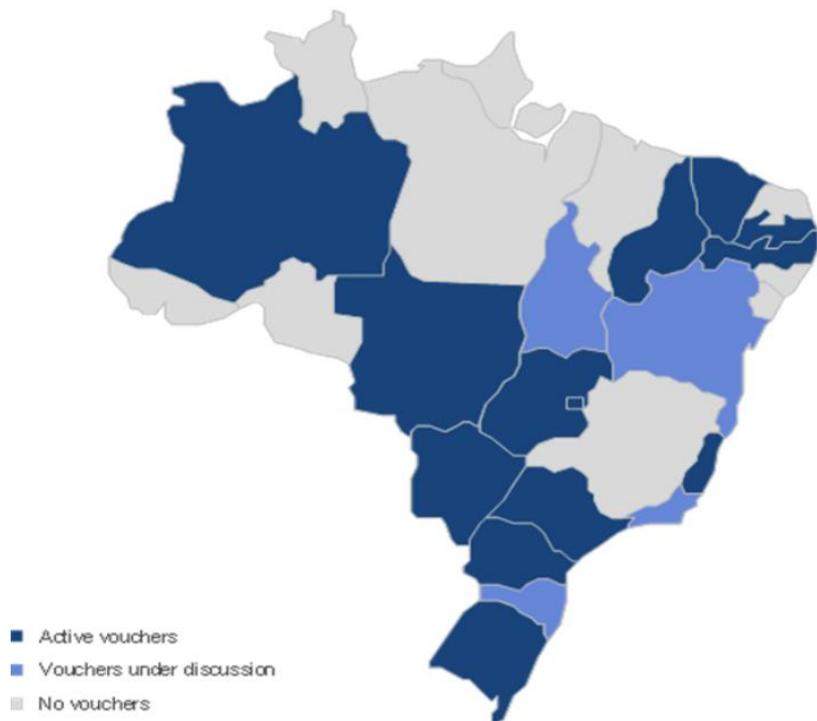
Além das condições favoráveis do MCMV (um programa federal), os programas regionais de subsídios estaduais também têm apoiado o forte momento no segmento de baixa renda.

Embora cada um tenha suas particularidades, os programas estaduais geralmente oferecem subsídios adicionais em dinheiro, além dos concedidos pelo MCMV, para famílias nas faixas de renda mais baixas do programa (“Faixa 1 e 2”).

O Casa Paulista (estado de São Paulo) e o Casa Fácil (Paraná) são dois exemplos de longa data, com valores de subsídio que chegam a R\$ 16.000 e R\$ 20.000 por imóvel, respectivamente. Esses programas também são conhecidos por apoiar a construção de moradias e a regularização de propriedades em áreas urbanas, reforçando que mesmo os governos de “direita” apoiam o programa habitacional MCMV.

Atualmente, 13 estados têm programas ativos (novamente, esses subsídios são concedidos além do programa “federal” MCMV), 4 estados estão em discussões e outros 10 estados não têm nenhum programa (ver Figura 18 abaixo). Em nossa cobertura, MRV e Tenda são as mais expostas aos programas estaduais, com cerca de 20% das vendas vinculadas a essa dinâmica.

Figura 18: Atualmente, 13 estados têm programas ativos, 4 estados estão em discussões e outros 10 estados não têm nenhum programa



Fonte: MRV, BTG Pactual

O FGTS não deve ser um gargalo para o MCMV (ainda)

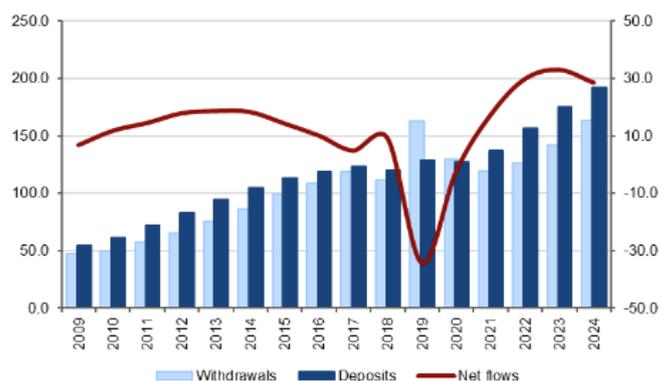
Uma das principais questões relacionadas ao forte momento do programa MCMV diz respeito ao financiamento, já que o saldo do FGTS determinará sua capacidade de sustentar o programa. Conforme mostrado na Figura 19, em agosto, 70% do orçamento anual já havia sido utilizado, apesar dos esforços do governo para expandir o programa (o orçamento para 2025 foi aumentado em R\$ 10 bilhões em julho).

Figura 19: Orçamento do MCMV para o ano fiscal de 2025 x volumes de empréstimos (R\$ bilhões)

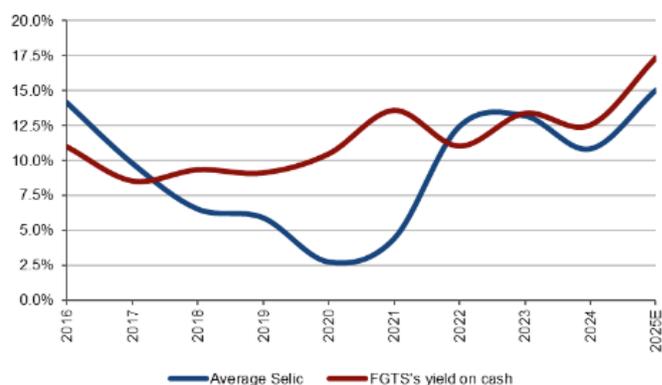
State/region	2025 Budget			Loan volumes			Loans / Budget		
	Apoio Prod.	Indiv.	Total	Apoio Prod.	Indiv.	Total	Apoio Prod.	Indiv.	Total
Rondônia	8	370	378	2	321	323	23.5%	86.9%	85.6%
Acre	13	11	27	4	11	15	27.7%	77.9%	53.5%
Amazonas	2,807	42	2,849	998	35	1,033	35.5%	84.0%	36.3%
Roraima	599	60	658	2	50	52	0.4%	84.3%	7.9%
Pará	1,033	583	1,616	359	473	832	34.8%	81.1%	51.5%
Amapá	90	15	105	36	14	49	39.6%	87.7%	46.7%
Tocantins	1,117	180	1,297	92	153	245	8.2%	84.9%	18.9%
North region	5,666	1,265	6,931	1,492	1,057	2,549	26.3%	83.6%	36.8%
Maranhão	767	374	1,141	545	337	882	71.0%	90.2%	77.3%
Piauí	262	388	649	185	355	540	70.7%	91.5%	83.1%
Ceará	2,198	1,408	3,607	1,598	1,280	2,877	72.7%	90.9%	79.8%
Rio Grande do Norte	438	962	1,400	309	877	1,187	70.7%	91.2%	84.8%
Paraíba	1,127	1,043	2,170	810	935	1,745	71.8%	89.7%	80.4%
Pernambuco	2,567	1,169	3,736	1,858	1,054	2,912	72.4%	90.2%	77.9%
Alagoas	895	456	1,351	603	410	1,013	67.4%	89.9%	75.0%
Sergipe	1,304	961	2,264	693	527	1,220	53.2%	54.8%	53.9%
Bahia	3,597	883	4,479	2,395	791	3,186	66.6%	89.7%	71.1%
Northeast region	13,155	7,643	20,798	8,095	6,567	14,662	68.4%	85.9%	74.8%
Minas Gerais	3,712	4,006	7,719	2,502	3,566	6,069	67.4%	89.0%	78.6%
Espírito Santo	630	221	851	389	197	585	61.7%	89.0%	68.8%
Rio de Janeiro	3,396	966	4,361	2,472	855	3,327	72.8%	88.5%	76.3%
São Paulo	37,801	7,107	44,908	25,589	6,067	31,656	67.7%	85.4%	70.5%
Southeast region	45,539	12,300	57,839	30,952	10,685	41,637	68.0%	86.9%	72.0%
Paraná	4,831	2,902	7,733	3,282	2,638	5,920	67.9%	90.9%	76.6%
Santa Catarina	1,518	1,457	2,975	991	1,246	2,237	65.3%	85.5%	75.2%
Rio Grande do Sul	5,080	2,471	7,551	2,975	2,033	5,008	58.6%	82.3%	66.3%
South region	11,429	6,830	18,259	7,247	5,918	13,165	63.4%	86.6%	72.1%
Mato Grosso do Sul	441	680	1,121	304	625	929	68.9%	91.9%	82.9%
Mato Grosso	1,922	432	2,354	1,324	393	1,717	68.9%	90.9%	72.9%
Goiás	5,377	3,518	8,894	2,733	2,921	5,654	50.8%	83.0%	63.6%
Distrito Federal	971	132	1,104	680	116	795	70.0%	87.2%	72.1%
Center West region	8,711	4,762	13,473	5,041	4,054	9,095	57.9%	85.1%	67.5%
Total	84,500	32,800	117,300	53,728	28,281	82,009	63.6%	86.2%	69.9%

Fonte: FGTS, BTG Pactual

Com condições favoráveis para os compradores de imóveis, a demanda tem sido muito forte, mas será que o tamanho do programa consegue acompanhar? Acreditamos que sim, já que o FGTS continua muito saudável: os influxos líquidos estão em R\$ 18 bilhões no acumulado do ano (R\$ 29 bilhões em 2024), apoiados por um mercado de trabalho aquecido no Brasil. Além disso, o ambiente de taxas de juros altas por mais tempo também é favorável para a posição de caixa do FGTS, que é quase inteiramente investida em títulos públicos.

Figura 20: Depósitos, saques e entradas líquidas do FGTS


Fonte: FGTS, BTG Pactual

Figura 21: Taxa SELIC vs. yield do FGTS


Fonte: FGTS, BTG Pactual

De acordo com nossas estimativas (detalhadas na Figura 22 abaixo), deve ser possível manter um orçamento de ~R\$ 124 bilhões para o MCMV (conforme prescrito no plano plurianual) sem comprometer o retorno mínimo para os trabalhadores ou quebrar a “regra de ouro” do FGTS de ROA > de 1% (que não seria violada até 2044). Portanto, consideramos o orçamento atual “sustentável”.

Figura 22: Capacidade do FGTS para empréstimos de crédito no programa MCMV

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
(a) FGTS contributions	186.5	137.1	156.6	176.1	192.5	196.0	166.6	175.2	184.4
(b) FGTS withdrawals	(176.9)	(115.4)	(154.7)	(140.4)	(160.9)	(177.4)	(154.7)	(166.0)	(177.9)
(a) - (b) = (c) Net flows	9.5	21.7	1.9	35.7	31.6	18.6	11.9	9.2	6.5
(d) Housing credit portfolio	356.9	369.4	393.0	444.3	509.5	581.7	647.1	706.2	759.9
(e) Avg. duration (years)	10.5	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
(d) / (e) = (f) Amortization	34.0	36.3	38.1	41.9	47.7	54.6	61.4	67.7	73.3
(h) FGTS adj. income (ex-deposits remun.)	21.4	27.4	39.7	49.4	36.0	57.6	49.2	48.2	50.6
(c) + (f) + (h) = (i) Disposable funding	65.0	85.4	79.7	127.0	115.3	130.7	122.5	125.1	130.4
(j) MCMV loans budget	50.1	49.1	58.7	87.6	121.3	123.5	123.5	123.5	123.5
MCMV as % of disposable funding	77%	58%	74%	69%	105%	94%	101%	99%	95%
(i) - (j) = FGTS cash savings (consumption)	14.9	36.2	20.9	39.4	(6.0)	7.2	(1.0)	1.6	6.9

Fonte: FGTS, BTG Pactual

No entanto, acreditamos que a capacidade do FGTS de repassar integralmente a inflação para o orçamento do MCMV deve ser um desafio. Embora o balanço patrimonial deva permanecer saudável se o programa permanecer “como está” por um bom tempo, nossos cálculos sugerem que as hipotecas consumiriam mais do que os recursos disponíveis do FGTS para realocação se o orçamento crescesse pelo menos em linha com a inflação a/a.

Figura 23: Hipotecas do MCMV 2025 em termos reais (R\$ milhões) vs. recursos disponíveis do FGTS (%)

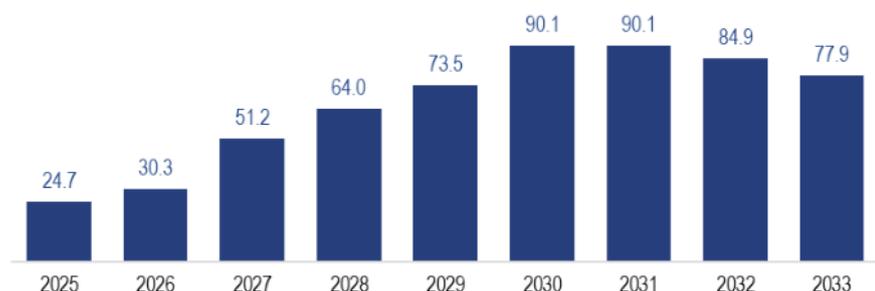

Fonte: FGTS, BTG Pactual

Dado o compromisso do governo com a habitação de baixa renda e o cenário de financiamento mencionado acima, acreditamos que o resultado mais provável é que o programa permaneça em seu tamanho atual, embora não descartemos novas melhorias nas hipotecas/subsídios no curto prazo, às “custas” de um orçamento que não cresça muito (ou seja, que não acompanhe a inflação).

Entendendo o “Fundo Social” do Pré-Sal (e a “Faixa 4”)

Desde a criação da “Faixa 4” do MCMV, os investidores também voltaram sua atenção para o Fundo Social do Pré-Sal (a principal fonte de financiamento para essa nova faixa de renda). Vale lembrar que, em abril, o governo anunciou um orçamento total de R\$ 30 bilhões para a “Faixa 4”, metade do qual seria financiado pelo Fundo Social e a outra metade com recursos próprios da CEF.

Em resumo, o Fundo Social é um fundo público federal criado em 2010 com o objetivo de financiar programas de combate à pobreza e desenvolvimento, com recursos provenientes principalmente das receitas geradas pelas reservas de petróleo do pré-sal. Nossa pesquisa sugere que os influxos para o Fundo Social devem aumentar gradualmente, atingindo R\$ 30 bilhões em 2026, R\$ 51 bilhões em 2027 e atingindo um pico de ~R\$ 90 bilhões por ano quando atingir a maturidade.

Figura 24: Estimativa de entradas anuais no Fundo Social (R\$ bilhões), assumindo que os preços do petróleo se estabilizem em US\$ 70/bbl e uma taxa de câmbio estimada para 2026 de R\$ 5,5/USD*


Fonte: BTG Pactual | *Câmbio projetado para acompanhar o diferencial de inflação após 2026

Nesse cenário, os recursos injetados representariam cerca de seis vezes o orçamento anunciado pelo governo para o MCMV “Faixa 4”, indicando que o Fundo Social poderia de fato se tornar uma fonte recorrente de financiamento para o programa. Portanto, não descartamos outro conjunto de ajustes positivos para expandir o escopo dessa nova faixa de renda (talvez aumentando os limites de preço e/ou as condições de hipoteca).

Isso seria apoiado por: (i) o financiamento não ser uma restrição, (ii) o compromisso claro do governo com a habitação de baixa renda e, mais importante, (iii) o fato de que os empréstimos contratados sob a Faixa 4 ficaram aquém das expectativas iniciais, potencialmente justificando outra rodada de ajustes, a fim de ter um uso total do orçamento anunciado para 2025.

Valuation, preços-alvo e recomendações

Estamos revisando nosso modelo para todas as cinco construtoras “puras” de habitação de baixa renda que cobrimos (Cury, Direcional, MRV, Plano&Plano e Tenda). Estamos aumentando nossos preços-alvo para a maioria das empresas, com base em (i) as perspectivas macroeconômicas positivas para as empresas de baixa renda, devido às condições ainda favoráveis do MCMV; (ii) lançamentos/vendas fortes; e (iii) margens e ROEs sólidos.

Temos uma recomendação de Compra para todas as ações, o que comprova nosso otimismo em relação ao setor. Dito isso, acreditamos que (i) a Tenda oferece o maior potencial de valorização, por ser uma empresa mais alavancada em nossa cobertura (negociada a 4,5x P/L para 2026, mesmo atribuindo valor zero à Alea); e (ii) acreditamos que a Plano&Plano também oferece grande potencial de valorização, com menor risco (negociada a 5,5x P/L para 2026 e 7,5% de dividend yield).

Escolhemos esses dois nomes porque vemos nossa cobertura dividida em dois grupos: (i) histórias de “alto beta” (MRV e Tenda), que são empresas mais alavancadas (passando por reestruturações operacionais e reduções de dívida), mas negociadas com valuation muito descontado; e (ii) de “carrego” (Cury, Direcional e Plano&Plano), negociadas a múltiplos mais elevados, mas ainda em crescimento e pagando dividendos substanciais.

Consideramos que os investidores devem ter alguma exposição a construtoras de imóveis populares (novamente, temos recomendações de Compra para todas elas), uma vez que o setor deve ter um bom desempenho independentemente da macroeconomia/eleições. Se houver uma mudança no governo, poderemos ver uma expansão dos múltiplos, enquanto, se não houver mudança, poderemos ver os lucros continuarem a crescer (como foi o caso nos últimos três anos).

Tabela 1: Construtoras de imóveis populares – Múltiplos de valuation

Valuation Metrics		MRVE3	DIRR3	TEND3	CURY3	PLPL3
P/TBV	2024	0.87x	4.07x	3.77x	9.09x	3.86x
P/TBV	2025E	1.06x	3.87x	2.47x	6.18x	2.87x
P/TBV	2026E	0.88x	3.05x	1.68x	4.51x	2.14x
P/TBV	2027E	0.70x	2.30x	1.18x	3.38x	1.56x
P/TBV	Last	0.95x	3.77x	3.24x	8.77x	4.09x
P/E	2024	n.a.	12.4x	23.0x	14.8x	9.4x
P/E	2025E	n.a.	9.8x	8.3x	10.1x	8.0x
P/E	2026E	5.3x	6.5x	4.8x	7.2x	5.5x
P/E	2027E	3.5x	4.8x	3.2x	5.5x	3.9x
Dividend Yield	2024	0.0%	3.5%	0.7%	5.0%	0.0%
Dividend Yield	2025E	0.0%	14.8%	1.5%	5.5%	6.1%
Dividend Yield	2026E	0.0%	10.1%	4.4%	7.9%	7.5%
Dividend Yield	2027E	4.7%	11.2%	12.1%	10.3%	10.2%

Fonte: Empresas e BTG Pactual

Tabela 2: Construtoras de imóveis populares – Resumo de nossas estimativas

Financial and Operating Data		MRVE3	DIRR3	TEND3	CURY3	PLPL3
Net Earnings	2024	-503	638	106	650	344
Net Earnings	2025E	-978	812	528	951	415
Net Earnings	2026E	821	1,104	653	1,250	564
Net Earnings	2027E	1,195	1,376	879	1,494	738
CAGR (EPS)	24-27E	n.a.	29%	n.a.	32%	28%
Net Revenues	2024	9,009	3,348	3,284	3,926	2,589
Net Revenues	2025E	10,780	4,434	4,155	5,333	3,162
Net Revenues	2026E	11,721	5,505	5,422	6,736	3,793
Net Revenues	2027E	12,136	7,002	6,442	7,766	4,521
CAGR (Net Revenue)	24-27E	10%	28%	25%	26%	20%
Launches	2024	11,076	4,682	5,456	5,745	3,719
Launches	2025E	12,531	5,996	6,332	7,902	4,467
Launches	2026E	13,201	7,205	7,508	9,012	5,451
Launches	2027E	13,795	7,906	8,238	9,417	5,745
CAGR (Launches)	24-27E	8%	19%	15%	18%	16%
Financial Ratios		MRVE3	DIRR3	TEND3	CURY3	PLPL3
Net Margin	2024	-6%	19%	3%	17%	13%
Net Margin	2025E	-9%	18%	13%	18%	13%
Net Margin	2026E	7%	20%	12%	19%	15%
Net Margin	2027E	10%	20%	14%	19%	16%
ROATE	2024	-3%	33%	18%	69%	47%
ROATE	2025E	-20%	40%	36%	73%	41%
ROATE	2026E	18%	50%	41%	70%	43%
ROATE	2027E	22%	53%	41%	67%	45%
Net Debt/Equity	2024	82%	5%	20%	-33%	-14%
Net Debt/Equity	2025E	88%	11%	5%	-40%	8%
Net Debt/Equity	2026E	49%	12%	-4%	-24%	-2%
Net Debt/Equity	2027E	31%	10%	-6%	-29%	-10%

Fonte: Empresas e BTG Pactual

Cury (recomendação de Compra; preço-alvo de R\$ 44/ação)

Estamos revisando nosso modelo para a Cury, ao mesmo tempo em que reiteramos nossa recomendação de Compra para as ações. Estamos definindo nosso novo preço-alvo para 2026 em R\$ 44/ação, oferecendo um potencial de valorização de 33%.

Não é novidade que a Cury tem uma execução excelente, com o melhor ROE do setor, além de apresentar a maior taxa de conversão de lucros em fluxo de caixa e o menor endividamento.

Embora alguns possam argumentar que as ações são mais caras do que as de seus pares, acreditamos que o prêmio é bem merecido, dado seu sólido histórico (a empresa cresceu 6 vezes em vendas desde sua abertura de capital em setembro de 2020, enquanto as margens e o ROE também aumentaram).

Além disso, acreditamos que a empresa deve continuar crescendo, devido a: (i) seu domínio em São Paulo e Rio de Janeiro; e (ii) seu amplo portfólio de produtos na maioria das faixas do MCMV, e mesmo fora do programa.

A empresa também deve ser capaz de sustentar margens mais altas, já que a Cury vem comprando mais terrenos premium (bem localizados) que se beneficiaram das recentes mudanças no Plano Diretor das cidades onde atua.

Com base em nossas novas estimativas (ver Figura 25 abaixo), vemos as ações sendo negociadas a 7,2x P/L para 2026E e um dividend yield de 8%, o que consideramos atraente, dada a excelente execução da Cury.

Com uma execução sólida, acreditamos que a Cury deve continuar a crescer com margens/ROE elevadas, distribuindo dividendos substanciais. Assim, reiteramos nossa recomendação de Compra para as ações, após revisar nossos números.

Figura 25: Cury – Principais mudanças em nossas projeções (2025-2027E)

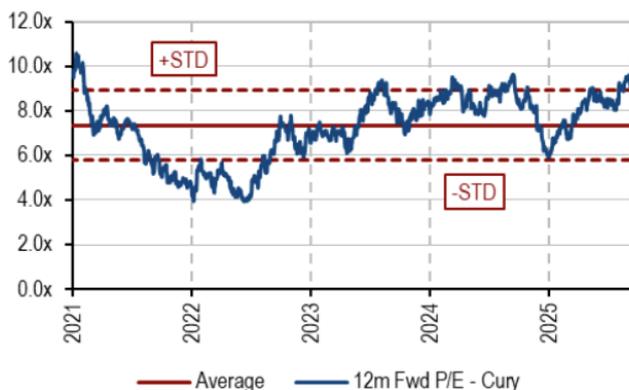
	2025E			2026E			2027E		
	New	Old	Chg %	New	Old	Chg %	New	Old	Chg %
Launches	7,902.4	4,850.0	62.9%	9,011.5	5,068.3	77.8%	9,417.0	5,296.4	77.8%
Contracted Sales	7,177.2	4,410.9	62.7%	7,920.2	4,881.6	62.2%	8,880.8	5,157.2	72.2%
Revenues	5,333.1	3,955.4	34.8%	6,736.2	4,460.1	51.0%	7,765.5	4,826.9	60.9%
EBITDA	1,227.2	798.4	53.7%	1,555.1	875.5	77.6%	1,752.4	938.8	86.7%
EBITDA margin	23.0%	20.2%		23.1%	19.6%		22.6%	19.4%	
Net earnings	951.4	680.1	39.9%	1,250.0	728.3	71.6%	1,493.5	777.7	92.0%
Net margin	17.8%	17.2%		18.6%	16.3%		19.2%	16.1%	
EPS	3.27	2.35	39.2%	4.28	2.51	70.5%	5.12	2.68	90.7%

Fonte: Empresa, BTG Pactual

Tabela 3: Cury – Resumo de nossas estimativas de lucros (2024-2027E)

Launches and sales	2024	2025E	2026E	2027E
Launches' Value (100%)	6,583,300	8,569,233	9,689,808	10,125,850
Launches' Value (co%)	5,744,600	7,902,398	9,011,522	9,417,040
Total Contracted Sales (100%)	6,162,200	7,994,515	8,659,916	9,557,207
Contracted Sales (co%)	5,499,500	7,177,194	7,920,173	8,880,794
Income statement	2024	2025E	2026E	2027E
Gross Revenues	4,007,623	5,449,073	6,879,253	7,930,489
Deductions	(81,313)	(115,958)	(143,088)	(164,954)
Net Revenues	3,926,310	5,333,115	6,736,164	7,765,535
Operating Costs	(2,413,370)	(3,225,542)	(4,088,986)	(4,782,142)
Gross Profit	1,512,940	2,107,573	2,647,178	2,983,393
Operating (Expenses) Income	(724,344)	(938,997)	(1,149,874)	(1,216,442)
EBITDA	822,175	1,227,222	1,555,143	1,752,444
Income Before Taxes on Income	788,596	1,168,576	1,497,304	1,766,951
Income Tax and Social Contribution	(86,551)	(105,055)	(121,614)	(146,736)
Minority Interest	(48,969)	(101,522)	(118,002)	(124,342)
Net Earnings	649,843	951,422	1,249,967	1,493,511
Gross Margin	39%	40%	40%	39%
EBITDA Margin	21%	23%	23%	23%
EBIT Margin	21%	23%	23%	23%
EPS	2.24	3.27	4.28	5.12

Fonte: BTG Pactual

Figura 26: Cury – Múltiplos históricos de P/L


Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Figura 27: Cury – Múltiplos históricos de P/VP


Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Direcional (recomendação de Compra; preço-alvo de R\$ 20/ação)

Estamos revisando nosso modelo para a Direcional, ao mesmo tempo em que reiteramos nossa recomendação de Compra para as ações. Estamos estabelecendo nosso novo preço-alvo para 2026 em R\$ 20 por ação, oferecendo um potencial de alta de 32%.

Em nosso novo modelo, estamos incluindo: (i) resultados do segundo trimestre; (ii) novas projeções macroeconômicas; (iii) venda de

participação na Riva; e (iv) nossa visão positiva sobre o programa MCMV e a Direcional. Em resumo, estamos aumentando os volumes (lançamentos) e os preços de venda (margens).

Acreditamos que a Direcional pode surpreender os investidores em termos de crescimento (olhando para as estimativas de consenso, achamos que os investidores não estão esperando muito crescimento para 2026E, o que consideramos excessivamente conservador).

A Direcional possui uma equipe de engenharia forte, o que permite à empresa crescer em muitas regiões geográficas, mantendo margens realmente altas e com uma forte participação de mercado no Norte/Nordeste.

Com pouca concorrência nessas cidades e um banco de terrenos considerável, acreditamos que a Direcional continuará expandindo suas operações, particularmente na “Faixa 4”, que acaba de ser criada pelo governo e se encaixa em sua marca Riva.

Além disso, a Direcional tem registrado algumas economias na construção e, com mais projetos sendo entregues em 2026, esperamos que essas economias reflitam nos números, mantendo margens acima de 40%.

Com base em nossas novas projeções (ver Figura 28 abaixo), vemos as ações da Direcional sendo negociadas a 6,5x P/L para 2026, o que consideramos muito atraente, tendo em vista seus riscos de execução mais baixos e dividendos atraentes (yield de 11% nos próximos 12 meses).

Figura 28: Direcional – Principais mudanças em nossas projeções (2025-2027E)

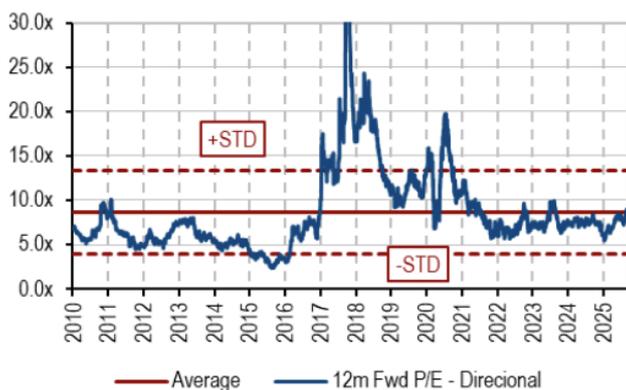
	2025E			2026E			2027E		
	New	Old	Chg %	New	Old	Chg %	New	Old	Chg %
Launches	5,995.7	4,765.1	25.8%	7,205.4	4,979.5	44.7%	7,906.1	5,203.6	51.9%
Contracted Sales	5,527.0	4,321.7	27.9%	6,381.2	4,590.3	39.0%	7,540.5	4,967.5	51.8%
Revenues	4,434.3	4,028.9	10.1%	5,504.8	4,595.3	19.8%	7,001.8	5,014.3	39.6%
EBITDA	1,175.4	916.0	28.3%	1,553.7	1,038.8	49.6%	1,919.7	1,120.3	71.4%
EBITDA margin	26.5%	22.7%		28.2%	22.6%		27.4%	22.3%	
Net earnings	811.7	618.1	31.3%	1,104.3	714.9	54.5%	1,375.9	746.2	84.4%
Net margin	18.3%	15.3%		20.1%	15.6%		19.7%	14.9%	
EPS	1.56	1.19	30.8%	2.12	1.38	53.9%	2.65	1.44	83.7%

Fonte: Empresa, BTG Pactual

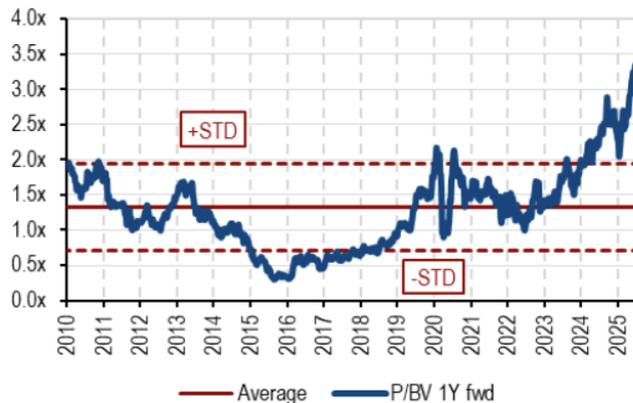
Tabela 4: Direcional – Resumo de nossas estimativas de lucros (2024-2027E)

Launches and Sales (R\$m)	2024	2025E	2026E	2027E
Launches' Value (100%)	5,754,800	6,970,905	8,005,949	8,784,528
Launches' Value (co%)	4,682,300	5,995,718	7,205,354	7,906,075
Total Contracted Sales (100%)	6,271,500	6,756,662	7,360,567	8,401,037
Contracted Sales (co%)	4,880,200	5,527,043	6,381,239	7,540,480
Income statement	2024	2025E	2026E	2027E
Gross Revenues	3,767,528	4,779,120	5,621,702	7,150,568
Deductions	(419,058)	(344,833)	(116,931)	(148,732)
Net Revenues	3,348,470	4,434,286	5,504,770	7,001,836
Operating Costs	(2,130,127)	(2,695,132)	(3,285,144)	(4,280,260)
Gross Profit	1,218,343	1,739,154	2,219,626	2,721,576
Operating (Expenses) Income	(426,045)	(698,880)	(843,610)	(1,030,459)
EBITDA	865,924	1,175,420	1,553,654	1,919,746
Income Before Taxes on Income	792,298	1,040,275	1,376,016	1,691,117
Income Tax and Social Contribution	(64,630)	(93,721)	(100,793)	(126,922)
Minority Interest	(89,290)	(137,458)	(165,978)	(180,815)
Net Earnings	638,378	811,651	1,104,346	1,375,866
Gross Margin	38.3%	41.5%	42.0%	40.0%
EBITDA Margin	25.9%	26.5%	28.2%	27.4%
EBIT Margin	23.8%	24.7%	26.6%	26.2%
EPS	1.23	1.56	2.12	2.65

Fonte: BTG Pactual

Figura 29: Direcional – Múltiplos históricos de P/L


Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Figura 30: Direcional – Múltiplos históricos de P/VP


Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

MRV (recomendação de Compra; preço-alvo de R\$ 12/ação)

Estamos revisando nosso modelo para a empresa, mantendo nossa recomendação de Compra das ações da MRV. Nosso novo preço-alvo para 2026 é agora de R\$ 12/ação, o que implica um potencial de valorização de 55%.

A atualização do nosso modelo inclui: (i) resultados do segundo trimestre; (ii) novas projeções macroeconômicas; (iii) grandes mudanças na Resia (redução do valor dos projetos existentes e menos projetos futuros); e (iv)

margens mais altas nos projetos MCMV devido à eliminação gradual dos projetos mais antigos.

Acreditamos que o pior já passou para a MRV. Os projetos problemáticos do MCMV (safra 2021-22, que sofreram enormes excedentes de custos) estão praticamente concluídos, o que deve impulsionar uma recuperação nas margens no Brasil em 2026.

Além disso, os projetos da Resia também devem ser vendidos nos próximos trimestres, uma vez que a construção está concluída e os projetos alugados (embora com prejuízo, uma vez que os níveis de cap rate nos EUA aumentaram muito, mas isso já havia sido antecipado por meio de uma redução do valor dos ativos da Resia).

Consequentemente, esperamos uma recuperação significativa dos números para a MRV (consolidada), uma vez que a Resia deve deixar de contribuir com prejuízos, enquanto as margens no Brasil também podem subir (fechando a lacuna em relação aos pares).

Mais importante ainda, o fluxo de caixa finalmente entrará em território positivo por motivos semelhantes: a maior parte dos investimentos da Resia já foi realizada (a venda de ativos deve impulsionar o fluxo de caixa) e a normalização dos projetos MCMV deve se traduzir em geração positiva de caixa livre.

Assim, esperamos uma grande melhoria nos lucros e no fluxo de caixa, com a história da MRV se tornando mais “limpa”. Embora ainda seja uma projeção arriscada (dada sua alta alavancagem), vemos isso como um risco/retorno positivo.

Com base em nossas novas estimativas (ver Figura 31 abaixo), vemos as ações sendo negociadas a 5,3x P/L para 2026 e 0,9x P/VP, o que oferece um grande potencial de valorização assim que os resultados se normalizarem (já que o ROE pode expandir bastante, à medida que a alavancagem diminui).

Figura 31: MRV – Principais mudanças em nossas projeções (2025-2027E)

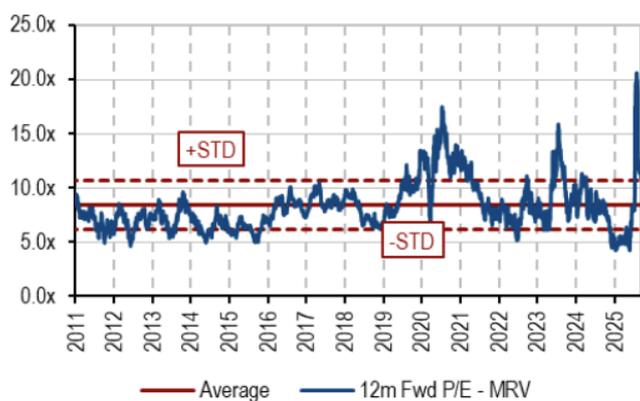
	2025E			2026E			2027E		
	New	Old	Chg %	New	Old	Chg %	New	Old	Chg %
Launches	12,531.2	10,135.0	23.6%	13,200.9	10,591.1	24.6%	13,795.0	11,067.7	24.6%
Contracted Sales	10,570.6	9,926.3	6.5%	11,380.8	10,209.8	11.5%	12,712.9	10,583.8	20.1%
Revenues	10,780.3	9,708.7	11.0%	11,720.9	10,376.2	13.0%	12,135.9	10,864.2	11.7%
EBITDA	966.7	2,411.4	-59.9%	2,471.8	2,610.6	-5.3%	2,615.8	2,686.4	-2.6%
EBITDA margin	9.0%	24.8%		21.1%	25.2%		21.6%	24.7%	
Net earnings	(978.1)	1,632.8	-159.9%	820.8	1,906.3	-56.9%	1,195.0	1,959.5	-39.0%
Net margin	-9.1%	16.8%		7.0%	18.4%		9.8%	18.0%	
EPS	(1.74)	2.91	-159.8%	1.46	3.40	-57.1%	2.12	3.49	-39.2%

Fonte: Empresa, BTG Pactual

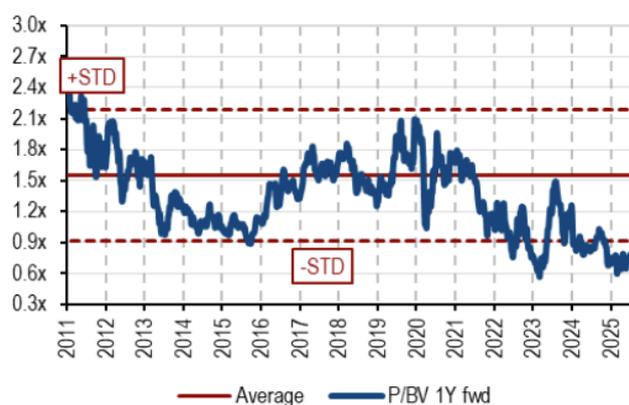
Tabela 5: MRV – Resumo de nossas estimativas de lucros (2024-2027E)

Launches and sales	2024	2025E	2026E	2027E
Launches' Value (100%)	11,635,940	13,107,240	13,807,717	14,429,064
Launches' Value (co%)	11,075,864	12,531,246	13,200,941	13,794,983
Total Contracted Sales (100%)	11,761,607	11,011,372	11,901,442	13,298,011
Contracted Sales (co%)	11,337,680	10,570,593	11,380,801	12,712,857
Income statement	2024	2025E	2026E	2027E
Gross Revenues	9,185,227	10,956,766	11,969,832	12,393,647
Deductions	(176,192)	(176,468)	(248,972)	(257,788)
Net Revenues	9,009,035	10,780,298	11,720,859	12,135,859
Operating Costs	(6,633,159)	(7,574,955)	(8,010,157)	(8,272,420)
Gross Profit	2,375,876	3,205,343	3,710,702	3,863,439
Operating (Expenses) Income	(2,709,485)	(3,995,732)	(2,620,369)	(2,362,047)
EBITDA	1,047,842	966,730	2,471,756	2,615,779
Income Before Taxes on Income	(333,609)	(790,389)	1,090,333	1,501,392
Income Tax and Social Contribution	(131,202)	(176,963)	(226,185)	(229,923)
Minority Interest	(21,105)	8,537	(44,486)	(73,385)
Net Earnings	(503,202)	(978,149)	820,807	1,194,999
Gross Margin	30%	34%	36%	36%
EBITDA Margin	12%	9%	21%	22%
EBIT Margin	10%	6%	18%	19%
EPS	(0.89)	(1.74)	1.46	2.12

Fonte: BTG Pactual

Figura 32: MRV – Múltiplos históricos de P/L


Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Figura 33: MRV – Múltiplos históricos de P/VP


Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Plano&Plano (recomendação de Compra; preço-alvo de R\$ 23/ação)

Estamos revisando nosso modelo para a Plano&Plano, ao mesmo tempo em que reafirmamos nossa recomendação de Compra para as ações. Estamos definindo nosso novo preço-alvo para 2026 em R\$ 23/ação, oferecendo um potencial de valorização de 41%.

Em nosso modelo, estamos incluindo: (i) resultados do 2T25; (ii) novas perspectivas macroeconômicas; (iii) nossa visão positiva sobre o programa MCMV; e (iv) maior número de lançamentos, impulsionado pela estreia da Plano&Plano nos segmentos da “Faixa 4” e de renda média.

Historicamente, a Plano&Plano manteve uma posição de liderança no mercado imobiliário de São Paulo (sua única região de atuação), que se mostrou o melhor mercado de baixa renda (já que ajustes constantes no Plano Diretor da cidade permitiram que ele crescesse com lucratividade).

A empresa possui um dos maiores bancos de terrenos do setor (em termos de lançamentos nos últimos 12 meses), portanto, está pronta para crescer muito no MCMV. Além disso, agora está expandindo sua presença na “Faixa 4”, que tem sido realmente lucrativa.

A Plano&Plano também reduziu consideravelmente sua alavancagem nos últimos anos, com vendas sólidas de estoque que impulsionaram uma melhoria bem-vinda na rotatividade de ativos. Como consequência, agora é uma grande pagadora de dividendos (yield de 6% no 1º semestre de 2025).

Acreditamos que o início da “Faixa 4” permitirá à empresa abrir um novo caminho de crescimento, enquanto a consolidação de seu domínio no MCMV de São Paulo deve impulsionar um forte momento de lucros.

Com base em nossas novas estimativas (ver Figura 34 abaixo), vemos as ações sendo negociadas a 5,5x P/L para 2026E e um dividend yield de 7,5%, um grande desconto em relação a seus pares com “carrego”, portanto, reiteramos nossa recomendação de Compra das ações.

Figura 34: Plano&Plano – Principais mudanças em nossas projeções (2025-2027E)

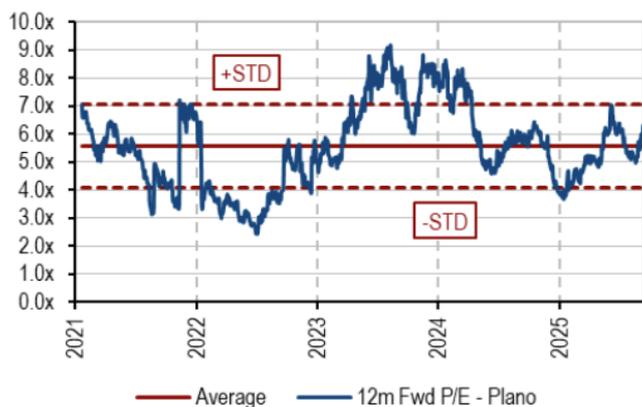
	2025E			2026E			2027E		
	New	Old	Chg %	New	Old	Chg %	New	Old	Chg %
Launches	4,467.3	3,447.1	29.6%	5,450.8	3,659.5	48.9%	5,745.3	3,857.2	48.9%
Contracted Sales	3,615.0	2,857.0	26.5%	4,432.8	3,174.4	39.6%	5,029.5	3,515.8	43.1%
Revenues	3,161.7	2,983.3	6.0%	3,792.9	3,259.7	16.4%	4,521.2	3,492.3	29.5%
EBITDA	579.6	609.4	-4.9%	732.0	675.9	8.3%	907.8	696.2	30.4%
EBITDA margin	18.3%	20.4%		19.3%	20.7%		20.1%	19.9%	
Net earnings	415.1	522.2	-20.5%	563.7	589.6	-4.4%	737.7	603.9	22.1%
Net margin	13.1%	17.5%		14.9%	18.1%		16.3%	17.3%	
EPS	2.05	2.63	-22.0%	2.78	2.97	-6.6%	3.64	3.05	19.3%

Fonte: Empresa, BTG Pactual

Tabela 6: Plano&Plano – Resumo das nossas estimativas de lucros (2024-2027E)

Launches and sales	2024	2025E	2026E	2027E
Launches' Value (100%)	3,881,753	5,130,039	5,861,087	6,177,792
Launches' Value (co%)	3,718,810	4,467,330	5,450,811	5,745,347
Total Contracted Sales (100%)	3,377,438	4,020,240	4,907,647	5,424,157
Contracted Sales (co%)	3,259,847	3,615,009	4,432,772	5,029,464
Income statement	2024	2025E	2026E	2027E
Gross Revenues	2,643,707	3,226,793	3,873,432	4,617,199
Deductions	(54,310)	(65,047)	(80,567)	(96,038)
Net Revenues	2,589,397	3,161,746	3,792,865	4,521,162
Operating Costs	(1,733,018)	(2,091,515)	(2,475,588)	(2,952,993)
Gross Profit	856,379	1,070,230	1,317,276	1,568,169
Operating (Expenses) Income	(410,032)	(521,273)	(619,476)	(680,389)
EBITDA	484,793	579,624	731,973	907,785
Income Before Taxes on Income	446,347	548,958	697,801	887,780
Income Tax and Social Contribution	(51,952)	(66,720)	(71,733)	(84,632)
Minority Interest	(46,741)	(61,380)	(61,277)	(63,303)
Net Earnings	343,824	415,065	563,701	737,671
Gross Margin	34%	35%	36%	36%
EBITDA Margin	19%	18%	19%	20%
EBIT Margin	18%	18%	19%	20%
EPS	1.73	2.05	2.78	3.64

Fonte: BTG Pactual

Figura 35: Plano&Plano – Múltiplos históricos de P/L


Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Figura 36: Plano&Plano – Múltiplos históricos de P/VP


Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Tenda (recomendação de Compra; preço-alvo de R\$ 44/ação)

Estamos revisando nosso modelo para a Tenda, ao mesmo tempo em que reiteramos nossa recomendação de Compra para as ações, que continuam sendo nossa Top Pick no setor. Estamos atualizando nosso novo preço-alvo para 2026 para R\$ 44/ação, o que implica um potencial de valorização de 67%.

Em nosso modelo, estamos incluindo: (i) resultados do segundo trimestre de 2025; (ii) novas perspectivas macroeconômicas; (iii) nossa visão positiva sobre o programa MCMV; (iv) ajustes recentes no guidance para 2025; e (v) uma desaceleração na recuperação da Alea.

Tendo resolvido todas as questões operacionais dos projetos de 2021-22 (cuja rentabilidade era muito baixa), a Tenda já está apresentando margens brutas semelhantes às de seus pares, ao mesmo tempo em que registra geração positiva de caixa.

Em nossa opinião, a empresa deve ser capaz de ganhar participação de mercado (desde as questões de 2021-22, a empresa foi superada por seus pares), uma vez que a Tenda tinha restrições no balanço patrimonial (que agora estão resolvidas).

Além disso, a Tenda está agora entrando em projetos “mais premium” (ela estava focada exclusivamente na “Faixa 1 e 2”), expandindo seu portfólio de produtos para projetos da “Faixa 3”, que são mais lucrativos dadas as condições atuais do MCMV.

Assim, esperamos que a Tenda (i) continue a diminuir a diferença de margem em relação aos seus pares; (ii) aumente o ritmo de lançamentos; e (iii) gere um forte fluxo de caixa livre, uma vez que tem uma elevada rotação de ativos, o que deverá traduzir num ROE mais elevado e em mais dividendos.

A Alea ainda parece ser um desafio para a empresa e, como a visibilidade ainda é muito baixa, estamos deixando-a como uma “opcionalidade” em nosso modelo, embora tenha sido avaliada (por meio de uma captação privada) em R\$ 1,1 bilhão pelos investidores (34% do valor de mercado da Tenda!).

Com base em nossas novas estimativas (ver Figura 37 abaixo), vemos as ações sendo negociadas a um atraente P/L para 2026E de 4,5x (o mais baixo em nossa cobertura), mesmo assumindo uma contribuição zero para a Alea (o que é conservador), daí nosso otimismo em relação à Tenda.

Figura 37: Tenda – Principais mudanças em nossas projeções (2025-2027E)

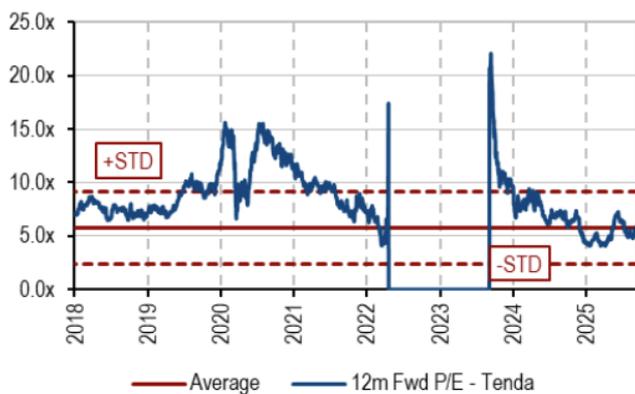
	2025E			2026E			2027E		
	New	Old	Chg %	New	Old	Chg %	New	Old	Chg %
Launches	6,331.6	5,022.3	26.1%	7,507.7	5,773.2	30.0%	8,237.8	6,033.0	36.5%
Contracted Sales	5,498.4	4,383.5	25.4%	6,634.4	5,463.8	21.4%	7,838.3	5,777.0	35.7%
Revenues	4,155.4	3,954.4	5.1%	5,422.4	4,675.6	16.0%	6,442.3	4,944.7	30.3%
EBITDA	644.3	684.3	-5.8%	982.7	778.9	26.2%	1,203.3	833.6	44.3%
EBITDA margin	15.5%	17.3%		18.1%	16.7%		18.7%	16.9%	
Net earnings	527.7	379.6	39.0%	652.9	515.6	26.6%	879.0	634.9	38.4%
Net margin	12.7%	9.6%		12.0%	11.0%		13.6%	12.8%	
EPS	4.30	3.08	39.5%	5.33	4.19	27.2%	7.17	5.16	39.0%

Fonte: Empresa, BTG Pactual

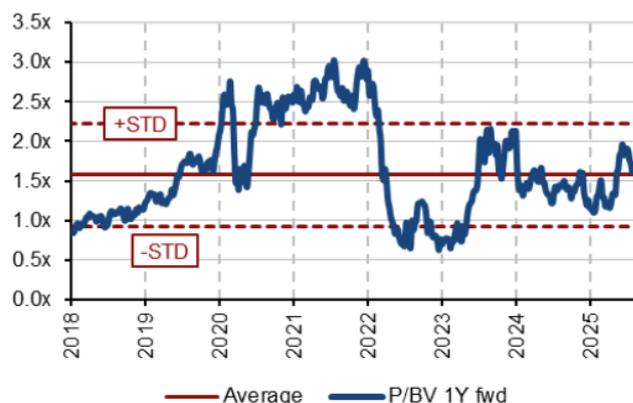
Tabela 7: Tenda – Resumo de nossas estimativas de lucros (2024-2027E)

Launches and sales	2024	2025E	2026E	2027E
Launches' Value (co%)	5,455,500	6,331,604	7,507,697	8,237,820
Contracted Sales (co%)	4,523,200	5,498,386	6,634,421	7,838,256
Income statement	2024	2025E	2026E	2027E
Net Revenues	3,284,401	4,155,359	5,422,414	6,442,263
Operating Costs	(2,392,956)	(2,856,732)	(3,653,388)	(4,335,896)
Gross Profit	891,445	1,298,626	1,769,025	2,106,368
Operating (Expenses) Income	(767,163)	(731,187)	(1,029,101)	(1,121,917)
EBITDA	413,413	644,269	982,708	1,203,317
Income Before Taxes on Income	124,282	567,439	739,924	984,451
Income Tax and Social Contribution	(28,750)	(44,016)	(82,215)	(97,826)
Minority Interest	5,702	5,521	(2,136)	(4,638)
Net Earnings	106,413	527,718	652,928	878,992
Gross Margin	30%	33%	34%	34%
EBITDA Margin	13%	16%	18%	19%
EPS	0.86	4.30	5.33	7.17

Fonte: BTG Pactual

Figura 38: Tenda – Múltiplos históricos de P/L


Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Figura 39: Tenda – Múltiplos históricos de P/V


Fonte: Bloomberg, Empresa, BTG Pactual

Informações importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

- (i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;
- (ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse:

www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx