



Vinci Mosaico FIA
Carta trimestral

4T 2019

VINCI partners



Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

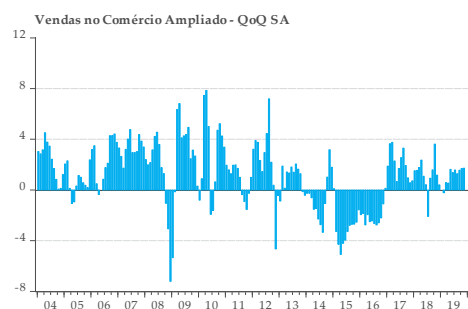
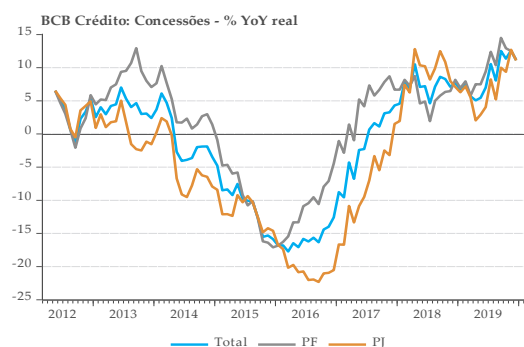
4T 2019

Caros investidores,

Em 2019, o Vinci Mosaico se valorizou 49,6% vs 31,6% do Ibovespa. Desde a sua criação, em julho de 2010 ¹, o fundo teve um retorno médio anualizado de 20,8% vs 6,4% do Ibovespa.

No 4º trimestre de 2019, os principais acontecimentos que impactaram a bolsa brasileira ocorreram no front externo. A trégua na guerra comercial entre EUA e China e a aprovação pelo parlamento britânico do Brexit diminuíram de forma significativa as incertezas em relação à economia mundial.

Por outro lado, o recente surto de corona-vírus ofuscou esse cenário de franca recuperação. Ainda é cedo para dizer a extensão do impacto dessa epidemia, mas é provável que o PIB chinês seja fortemente impactado nesse primeiro trimestre e que haja uma recuperação parcial da produção perdida no começo do ano ao longo do segundo trimestre. Alguns estudos mostram que crescimento do PIB chinês em 2020 poderia cair de 5,9% para 5,4% em função do corona-vírus².



Fontes: BCB, IGBE, GAGED e Vinci Partners

¹ Este Fundo foi originado da cisão do Mosaico FIA (CNPJ: 08.845.635/0001-00) ocorrida em 14/11/2017.

² JP Morgan-Chase: Coronavirus update: Amplified supply shock and further revision on China's growth and policy forecasts.

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

4T 2019

Para a economia brasileira seguimos com uma visão bastante construtiva para esse ano. Esperamos que o PIB cresça 2%, sendo impulsionado pela queda de juros que recentemente atingiu a mínima histórica de 4,25% e deverá continuar nesse patamar até meados de 2021. Isso porque nossas projeções apontam para um cenário de inflação baixa para os próximos dois anos (3,2% em 2020 e 3,5% em 2021).

Este ambiente de juros baixos e recuperação econômica deverá ser benéfico para o investimento em bolsa.

Tenda – Henry Ford no Canteiro de Obra

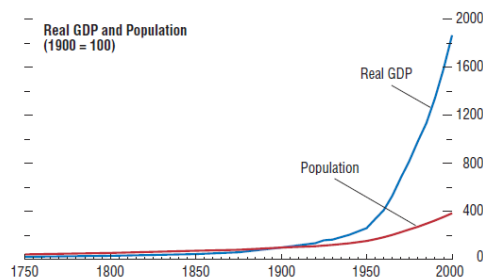
Invariavelmente, as primeiras aulas de um curso de administração de empresas discorrem sobre o importante legado de Henry Ford e como o seu método de produção em série possibilitou a massificação do automóvel. Graças a contínuos ganhos de produtividade, o preço do lendário “Modelo T” caiu de US\$ 850 em 1908 a menos de US\$ 300 em 1925. Conseqüentemente, quase metade da frota americana do início dos anos 20 era composta por modelos Ford T.³



Fonte: Apresentação Tenda Day 2019

Figure 5.1. World GDP and Population Since 1750

During the twentieth century both output and population growth increased. However, as a result of accelerating technical progress, output growth increasingly exceeded population growth.



Fonte: FMI

A inovação e a racionalização de processos, que foram incubadas nas indústrias no início do século XX, passaram a influenciar o varejo (ex: WalMart) e a agricultura (como o uso de fertilizantes e pesticidas). Isso fez do século passado o período mais pujante da história econômica de que se tem registro.

No entanto, um setor muito importante da economia global permaneceu estagnado durante esse período. Estamos falando do setor de construção, que representa 13% da economia mundial. Entre os motivos para a baixa produtividade da construção estão o enorme

³ https://pt.wikipedia.org/wiki/Ford_Model_T.

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

4T 2019

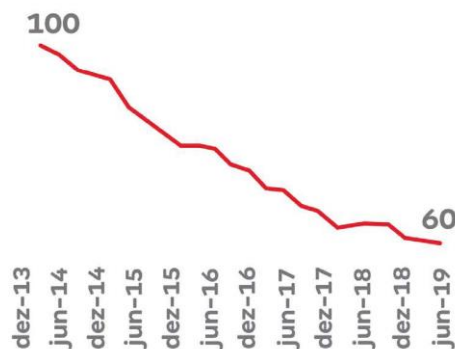
desperdício, a ausência de padronização (cada obra costuma ser diferente) e a dificuldade em se manter um ritmo constante de produção.⁴

Entretanto, uma incorporadora brasileira foi capaz de reduzir o seu custo unitário em 40% ao longo dos últimos seis anos e se tornou a provedora de menor custo no setor de habitações populares nacional. Essa empresa é a Tenda, atualmente a incorporadora mais rentável da bolsa brasileira.⁵

Evolução do Custo de Construção Tenda¹

Dez/13 = 100. Corrigido pela inflação

Queda de 40% no custo de construção da torre em 6 anos



Fonte: Apresentação Tenda Day 2019

A trajetória da Tenda é mais do que inusitada. A companhia foi fundada nos anos 1990 e abriu o seu capital em 2007. Focada na baixa renda desde sua constituição, a Tenda apostava em vendas por impulso de pessoas que tinham pouca condição de crédito; como resultado, mais de 20% dos seus clientes acabavam desistindo da compra. Em 2008, às vésperas da quebra do Lehman Brothers, a Tenda estava quase sem caixa num momento em que o crédito se tornou mais seletivo. A solução foi passar o controle da empresa para a Gafisa, à época uma das maiores construtoras brasileiras.⁶

Dentro da Gafisa, os problemas da Tenda persistiram. Embalada pela criação, em 2009, do programa governamental de habitações populares subsidiadas (Minha Casa, Minha Vida ou MCMV), a Tenda continuou crescendo sem se preocupar com a capacidade de pagamento dos seus clientes e com o controle dos custos de obra.

A Tenda não era a única unidade desgovernada da Gafisa. A sua controladora também se perdeu num plano de expansão geográfica que resultou em grandes estouros de obra. Ao final

⁴ Reinventing construction: a route to higher productivity – Mckinsey Global Institute.

⁵ Apresentação Tenda Day 2019.

⁶ Artigo da revista Exame – Gafisa Compra Tenda após queda de 65% nas ações em agosto.

 **Vinci Mosaico FIA**
Carta Trimestral**4T 2019**

de 2011, a Gafisa fez uma diligência em todos os seus negócios e reconheceu um prejuízo de cerca de R\$ 1 bilhão (25% do seu patrimônio). Dois terços desse prejuízo vieram da Tenda.⁷

Com quase R\$ 4 bilhões em dívidas e a credibilidade arranhada perante os bancos, a Gafisa estava em apuros. Seu plano para sobreviver passava por transformar em dinheiro os enormes créditos que a Tenda tinha com seus clientes (cerca de R\$ 2,5 bi). As obras problemáticas da Tenda deveriam ser concluídas e, dependendo das perspectivas, a empresa deveria ser liquidada.⁸

A pessoa que se candidatou para liderar essa missão se chamava Rodrigo Osmo, que era o responsável pela única área que passara relativamente ilesa pelos problemas da Gafisa, uma empresa de loteamentos chamada Alphaville.

Osmo assumiu em 2012 a presidência da Tenda, ciente de que estava diante do maior desafio de sua carreira profissional. Ele tinha à época 35 anos e uma carreira brilhante. Tinha feito MBA e fora professor assistente em Harvard; além de ter trabalhado na consultoria Bain & Company e na firma de *private equity* GP antes de ingressar na Gafisa como diretor de desenvolvimento de negócios.

A primeira providência que Osmo tomou foi tornar a área comercial também responsável por conseguir o financiamento para o cliente. Essa medida criou um grande alinhamento de interesses e, juntamente com a melhoria de processos, fez o tempo médio para o cliente da Tenda obter o financiamento cair de 40 meses no início de 2012 para apenas 11 meses no final daquele ano.⁹

Essa primeira vitória do novo time da Tenda possibilitou que ele tivesse a benção da Gafisa para criar alguns lançamentos piloto que, caso dessem certo, poderiam engavetar a ideia de liquidar a empresa.

Então, a Tenda começou a usar uma abordagem industrial e, através do processo de tentativa e erro, uma série de pequenas melhorias começaram a brotar no canteiro. Os novos projetos usavam sempre formas de alumínio, que constroem paredes mais rápido e com menos desperdício do que a tradicional alvenaria estrutural. Além disso, a nova Tenda só tinha um produto para as seis regiões onde atuava. Henry Ford, que brincava ao dizer que o cliente podia ter o Modelo T de qualquer cor contanto que fosse preto, teria aprovado a medida.

Em 2017, dois anos depois de a empresa voltar à lucratividade, a Gafisa cindiu a Tenda, fazendo com que ela deixasse de ser uma subsidiária sua e voltasse a ter suas ações negociadas em bolsa. Nós, que acompanhávamos a trajetória de Osmo à distância há anos, nos tornamos sócios da Tenda alguns meses depois da reestrela da empresa na B3.

O que mais nos atraía na empresa era o seu posicionamento estratégico. Graças ao seu baixo custo de produção, a Tenda conseguia oferecer o preço mais baixo do mercado e

⁷ Earnings Release da Gafisa do 4T11.

⁸ Construcast: #14 – Rodrigo Osmo: Imóveis fascinantes com 40% de redução de custos.

⁹ Construcast: #14 – Rodrigo Osmo: Imóveis fascinantes com 40% de redução de custos.

 **Vinci Mosaico FIA**
Carta Trimestral**4T 2019**

consequentemente vender os seus lançamentos mais rápido do que seus pares. Além disso, seu processo azeitado de repasse dos clientes para o banco ajudava a empresa a manter suas contas a receber em um nível baixo. E, por fim, as despesas da empresa estavam entre as mais baixas do setor, refletindo a cultura frugal da companhia que pode ser sentida na visita à sua sede, que fica num prédio despretensioso no centro de São Paulo, em cima da sua loja na região.

Todas essas vantagens culminavam num retorno sobre o patrimônio ajustado de mais de 20%¹⁰, o que parecia extremamente atrativo para uma empresa cujo valor de mercado era um pouco menor do que seu patrimônio.

A explicação para os múltiplos baixos da Tenda estava baseada na preocupação do mercado com a sustentabilidade do programa MCMV. Na faixa de renda onde a Tenda atua, os clientes são beneficiados com subsídios que (1) geram descontos de cerca de 20% no preço de compra e (2) diminuem os juros de seus financiamentos habitacionais. Essa conta ficou próxima de R\$ 10,5 bilhões em 2018¹¹.

Quem paga quase todo esse subsídio não é o governo, e sim o FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço). Por não estar na contabilidade do governo, essa parte do MCMV passou praticamente ileso pelo ajuste fiscal. No entanto, o governo permitiu nos últimos anos saques bilionários do fundo (R\$ 70 Bi) no intuito de ajudar a reaquecer a economia. Além disso, os juros mais baixos impactam a rentabilidade do fundo e sua capacidade de pagar a conta do MCMV.

Portanto, era necessário, nas regras atuais, que o subsídio diminuísse no tempo para evitar que o FGTS tivesse problemas de rentabilidade e caixa. Além disso, existia, e ainda existe uma preocupação pertinente nesse governo em diminuir os encargos sobre os salários (entre eles o FGTS) que contribuem para a baixa produtividade da nossa economia.

E, de fato, os subsídios começaram a cair. Em 2019, após algumas mudanças no programa, esse montante já se reduziu em 25% chegando a pouco mais de R\$ 7 Bi. Novas regras deverão ser implementadas ao longo dos próximos anos, que deverão reduzir o subsídio e manter a estabilidade do FGTS.

No entanto, achamos bastante improvável que o programa seja extinto. Isso porque o Brasil possui um enorme déficit habitacional de cerca de 8 milhões de moradias que se somam à formação de 900 mil famílias/ano (a maioria delas na baixa renda). Os benefícios do programa para a sociedade são diversos: vão desde prover segurança (deixar favelas e áreas de risco) e saúde (saneamento) à população até o impacto relevante que o setor traz para a atividade econômica e para o nível de emprego.¹²

¹⁰ Expurgando do lucro líquido outras despesas operacionais de R\$ 98 mm referentes ao legado.

¹¹ Fonte: Relatório de Gestão - Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – Exercício 2018.

¹² Abrainc/FGV - Análise das Necessidades Habitacionais e suas Tendências para os Próximos Dez Anos out/2018.

 **Vinci Mosaico FIA**
Carta Trimestral**4T 2019**

Muitos investidores atualmente preferem estar expostos ao setor de média/alta renda, que tem se beneficiado intensamente da queda dos juros e, ao mesmo tempo, evitam investir em construtoras de baixa renda, em função da perspectiva de redução do MCMV.

Divergimos dessa ideia pois acreditamos que os diferenciais competitivos que Tenda, MRV e Direcional possuem no seu segmento de atuação são muito maiores do que as vantagens dos líderes do setor de média e alta renda. O fato de o mercado de baixa renda ser muito maior em número de unidades, ter clientes menos exigentes e margens mais baixas, permite que os líderes tenham ganhos de escala e custos menores. Na média e alta renda, conforme aprendemos no último boom imobiliário, o produto é bem mais “artesanal” e menos escalável.

É fato que com menos subsídio no MCMV o mercado endereçável irá cair um pouco e que as empresas desse segmento se verão forçadas a dar descontos maiores, pressionando assim suas margens. No entanto, como a Tenda tem um market share de apenas 4% dentro do MCMV e é a empresa de mais baixo custo no setor¹³, existe muito espaço para ganhar mercado e consolidar ainda mais suas vantagens competitivas. Dessa forma, acreditamos que as altas taxas de retorno sobre capital da Tenda serão pouco impactadas com a queda gradual do subsídio.

O principal limitador do crescimento da Tenda hoje não é o mercado endereçável e sim o fato de que o seu modelo de negócio só é viável nos grandes centros urbanos. Isso porque suas formas de alumínio só podem estar constantemente sendo usadas em regiões onde a Tenda construa mil casas/ano. E a empresa já está presente em nove das treze regiões metropolitanas¹⁴ nas quais ela conseguiria ter esse tamanho mínimo. Além disso, a empresa pode e deve ganhar market share nas praças onde já atua.

Combinando ganhos de share e a entrada em novas praças, a Tenda pode dobrar de tamanho durante os próximos cinco anos, alcançando assim lançamentos de 30 mil unidades por ano dentro do programa MCMV.¹⁵

Avaliada, atualmente, em 3x o seu valor patrimonial, a ação da Tenda ainda possui, na nossa opinião, algum desconto para o cenário no qual o seu modelo atual atinja o seu potencial pleno.

Entretanto, existe uma enorme oportunidade de criação de valor para a Tenda: as cidades pequenas, onde está grande parte do déficit habitacional e a competição é escassa. A Tenda estima que essa nova avenida de crescimento poderia ser do tamanho do potencial pleno do seu modelo atual. Em outras palavras, outras 30 mil casas/ano poderiam ser feitas nas cidades menores.¹⁶

Junto dessa oportunidade existe um grande desafio: viabilizar tecnologias que permitam que a empresa consiga entrar com custo baixo nas cidades pequenas. Provavelmente, isso passará

¹³ Apresentação Tenda Day 2019.

¹⁴ Apresentação Tenda Day 2019.

¹⁵ Apresentação Tenda Day 2019.

¹⁶ Apresentação Tenda Day 2019.

 **Vinci Mosaico FIA**
Carta Trimestral**4T 2019**

por construir uma fábrica de painéis pré-fabricados, que serão montados como peças de Lego nos seus canteiros de obra. No jargão da indústria, o nome desse método é *off-site construction*.

Como sempre, Osmo quer dar um passo de cada vez. Vários projetos piloto serão feitos ao longo dos próximos dois anos para testar diferentes tecnologias e sua aceitação. Algumas delas, como painéis de madeira e de aço, já estão até homologadas para serem usadas no MCMV, mas ainda não se mostraram viáveis em larga escala no país.

Acreditamos que a Tenda esteja numa posição privilegiada para encontrar alternativas viáveis de *off-site construction*. Isso porque ela possui balanço para investir numa fábrica estado-da-arte, poder de barganha, credibilidade com fornecedores e um grande know-how em otimização de processos. As empresas que também estão tentando viabilizar esse conceito por aqui não possuem todos esses atributos.

A experiência internacional mostra indícios de que a Tenda está no caminho certo. A *start-up* americana de *off-site construction*, Kattera, possui US\$ 2 bi de faturamento e foi avaliada em US\$ 4 bilhões¹⁷. A Clayton Homes, investida da Berkshire Hathaway (empresa de Warren Buffett), faz cerca de 50 mil casas pré-fabricadas por ano nos EUA¹⁸.

O tempo vai dizer se essa nova empreitada dará certo. Mas, olhando a forma meticulosa com que a empresa tem abordado os seus desafios, acreditamos que as chances são boas. Ou nas palavras de Henry Ford: “Nenhuma coisa é particularmente difícil se você a dividir em pequenas tarefas”.

Atenciosamente,

Vinci Partners

¹⁷ Matéria da Revista Exame: Uma casa em dois dias: a visão da maior startup de construção do mundo.

¹⁸ www.claytonhomes.com/pages/annual-report/

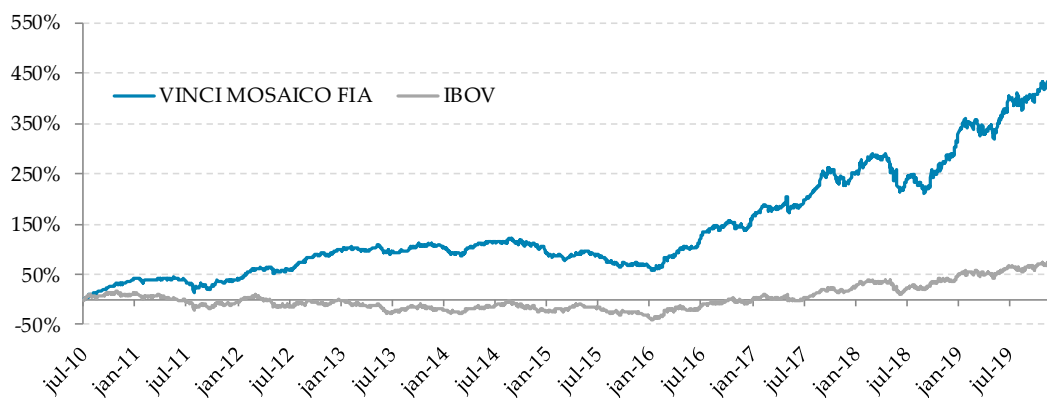
Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

4T 2019

em R\$	Jan-19	Fev-19	Mar-19	Abr-19	Mai-19	Jun-19	Jul-19	Ago-19	Set-19	Out-19	Nov-19	Dez-19	2019 YTD	Acum*
Vinci Mosaico FIA	13,6%	-2,6%	-1,7%	1,1%	2,0%	6,0%	2,8%	1,3%	1,8%	3,5%	2,0%	12,3%	49,5%	501,9%
Ibovespa	10,8%	-1,9%	-0,2%	1,0%	0,7%	4,1%	0,8%	-0,7%	3,6%	3,5%	-0,2%	6,8%	31,6%	83,7%

* Mosaico FIA criado em 12 de julho 2010

em R\$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vinci Mosaico FIA	38,7%	-0,2%	43,2%	5,6%	-1,9%	-16,2%	44,9%	40,6%	14,8%	49,5%
Ibovespa	10,1%	-18,1%	7,4%	-15,5%	-2,9%	-13,3%	38,9%	26,9%	15,0%	31,6%



 **Vinci Mosaico FIA**
Carta Trimestral**4T 2019**

AVISOS LEGAIS

O presente material tem caráter meramente informativo, não foi auditado e é para uso exclusivo de seu destinatário. As informações contidas neste documento não devem ser divulgadas a terceiros ou reproduzidas sem o prévio e expresso consentimento da Vinci. As informações contidas neste documento são materialmente precisas até a data a que ele se refere. Este material não pretende ser completo, nem a Vinci assume nenhum compromisso de atualizar as informações aqui contidas. Rentabilidade passada não é garantia de resultado futuro. Esta carta constitui uma opinião dos analistas e gestores da Vinci, mas não deve ser interpretada como uma recomendação, legal ou de qualquer outra natureza, por parte da Vinci, e não leva em consideração a situação particular de qualquer pessoa. Quaisquer projeções, avaliações de conjuntura ou estimativas de mercado indicadas neste material são baseadas em certas premissas, refletem as visões dos analistas e gestores da Vinci e não foram verificadas de forma independente e, portanto, não devem ser interpretadas como um indicativo dos eventos reais que ocorrerão. Outros eventos que não foram levados em consideração podem ocorrer e exercer impacto significativo no mercado e, conseqüentemente, nos investimentos. Os analistas e gestores da Vinci usam informações de fontes conhecidas por sua confiabilidade e boa-fé, mas isto não representa nem endossa a precisão ou confiabilidade de nenhuma dessas informações e a Vinci não se responsabiliza pelo teor dessas informações. A utilização das informações aqui contidas se dará exclusivamente por conta e risco de seu usuário. Antes de tomar qualquer decisão acerca de seus investimentos, a Vinci recomenda ao interessado que consulte seu próprio assessor legal.

Rio de Janeiro
55 21 2159 6000
Av. Bartolomeu Mitre, 336
Leblon - 22431-002

São Paulo
55 11 3572 3700
Av. Brigadeiro Faria Lima, 2.277
14º andar - Jd. Paulistano - 01452-000

Recife
55 81 3204 6811
Av. República do Líbano, 251 - Sala 301
Torre A - Pina - 51110-160

Nova York
1 646 559 8000
780 Third Avenue, 25th Floor
10017