

Início de cobertura

Iniciando a cobertura com uma recomendação de Compra e um preço-alvo de R\$ 40 (potencial de valorização de 39%)

Iniciamos a cobertura da Moura Dubeux (MDNE3) com uma recomendação de Compra e um preço-alvo de R\$ 40. Em nossa opinião, ela combina algumas das características mais importantes de uma construtora: (i) um histórico de 42 anos, com uma posição de liderança/dominância no mercado do Nordeste brasileiro; (ii) forte crescimento com um balanço patrimonial sólido; (iii) verticalização, com sólido controle das operações e excelente execução; (iv) diversificação em diferentes segmentos imobiliários e regiões geográficas; e (v) um valuation atraente (4,5x P/L para 2026E).

Quem é a Moura Dubeux?

Em resumo, a Moura Dubeux é uma construtora verticalizada focada principalmente no segmento de média/alta renda, mas agora também em crescimento no segmento de baixa renda (MCMV). É uma empresa familiar (fundada em Recife, em 1983), que opera na região Nordeste do Brasil. É líder indiscutível no mercado imobiliário de média/alta renda do Nordeste, operando em 7 estados tanto no modelo de condomínios (pioneiro da empresa) quanto no desenvolvimento imobiliário tradicional. Mais recentemente, também se expandiu para o segmento MCMV por meio das marcas Mood e Ún1ca.

Vemos três pilares principais que tornam a Moura Dubeux uma história única

Existem algumas dezenas de construtoras listadas, mas a Moura Dubeux é um caso único em três aspectos principais que sustentam nossa visão otimista sobre a tese: (i) ela tem um modelo de negócios *asset-light* no segmento de média/alta renda (condomínios – onde atua como “empreiteira” nos projetos, remunerada por meio de taxas); (ii) é a única empresa exposta à região Nordeste do Brasil (a segunda maior do Brasil), com muito pouca concorrência (mais de 20% de participação de mercado); e (iii) está ganhando exposição ao segmento (resiliente) de MCMV (marcas Mood e Ún1ca), oferecendo mais diversificação.

Valuation	12/2023	12/2024	12/2025	12/2026E	12/2027E
RoIC (EBIT) %	18,8	20,4	25,6	24,7	24,1
EV/EBITDA	6,4	3,9	6,1	4,7	4,3
P/L	7,2	3,6	6,0	4,8	4,4
Dividend Yield %	0,0	6,0	4,1	6,7	10,5

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2023	12/2024	12/2025	12/2026E	12/2027E
Receita	1.151	1.571	2.341	2.648	2.867
EBITDA	179	259	463	571	600
Lucro Líquido	156	252	405	512	552
LPA (R\$)	1,86	3,01	4,78	6,05	6,52
DPA líquido (R\$)	0,00	0,65	1,19	1,91	3,02
(Dívida Líquida)/Caixa	(40)	(111)	(398)	(266)	(130)

Fonte: relatórios da empresa, estimativas da Bovespa, BTG Pactual S.A. / Avaliações: com base na última cotação da ação do ano; (E) com base na cotação de 24 de setembro de 2025.

Rating
COMPRA

Sumário

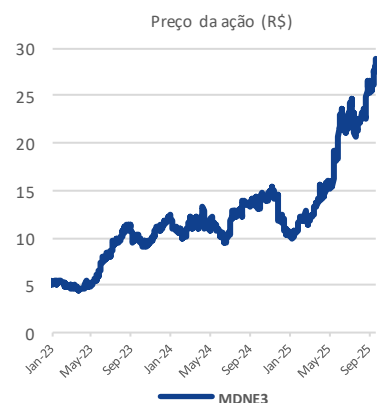
Ticker	MDNE3
Preço Alvo (R\$)	40,0
Preço (R\$)	28,8
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R\$ mn)	2.434.459,7
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	8,00
Última atualização do preço-alvo	24-set-25

Valuation:

	2025E	2026E
P/L	6,0x	4,8x
EV/EBITDA	6,1x	4,7x

Performance:

Setembro (%)	110%
LTM (%)	120,8%



Analistas

Gustavo Cambauva

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Gustavo Fabris

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Forte crescimento + 4,5x P/L para 2026 + 39% de potencial de valorização = Início de cobertura com Compra

A Moura Dubeux combina a maior parte do que você deseja de uma construtora: sua estrutura de capital enxuta permite que a empresa cresça, com menores necessidades de capital de giro, o que significa um ROE forte e baixa alavancagem. Uma marca forte, um alto nível de verticalização e domínio no mercado imobiliário do Nordeste brasileiro também oferecem uma vantagem competitiva contra potenciais concorrentes. Assim, esperamos que a empresa continue crescendo muito (CAGR para o LPA de 30% 2024-27E), com um ROE forte (24% em 2026E), enquanto as ações são negociadas a um P/L atraente para 2026 de 4,5x, justificando nossa recomendação de Compra com um potencial de valorização de 39% para as ações.

Resumo

Iniciamos a cobertura da Moura Dubeux (MDNE3), uma construtora de nicho que opera na região Nordeste do Brasil com cinco marcas (Moura Dubeux, Mood, Ün1ca, Beach Class e ITC), focada no segmento de média/alta renda, mas, mais recentemente, com exposição adicional às faixas de renda mais altas do programa MCMV ("Faixa 3" e "Faixa 4").

A Moura Dubeux difere de outras construtoras listadas em bolsa em dois aspectos fundamentais. O primeiro é que a empresa é a única totalmente exposta ao mercado imobiliário do Nordeste. Desde a sua fundação em Recife (PE), ela aperfeiçoou suas operações na região Nordeste e expandiu-se para novas áreas. Atualmente, opera em sete estados e é líder de mercado na maioria deles, com forte domínio na região.

Além disso, a empresa é a única incorporadora com exposição relevante ao modelo de condomínios, tendo-o expandido com sucesso na região. Esse sistema, apoiado pela forte marca Moura Dubeux, permitiu que ela crescesse de forma anticíclica e com um modelo *asset-light*. De fato, ela conseguiu elevar os lançamentos sob o modelo de condomínio de um VGV médio de R\$ 300 milhões em 2017-2020 para R\$ 3,5 bilhões em 2025E.

Em termos de valuation, vemos as ações sendo negociadas a 6x P/L para 2025E e 4,5x P/L para 2026E (um desconto de 19% em relação às construtoras de média/alta renda listadas, enquanto vemos um desconto de 24% em relação às empresas "puras" de MCMV), o que consideramos atraente, considerando nossa projeção de CAGR para o LPA de 30% (2024-2026E). Com base no P/VP, vemos a Moura sendo negociada a 1,1x, o que também consideramos atraente, dada nossa projeção de 24% para o ROE em 2026E.

Estamos, portanto, iniciando nossa cobertura para as ações da Moura Dubeux (MDNE3) com uma recomendação de Compra e um preço-alvo de R\$ 40 para os próximos 12 meses, oferecendo um potencial de valorização de 39%. Acreditamos que a empresa combina: (i) um modelo de negócios *asset-light* (condomínios) com um histórico comprovado; (ii) posição de liderança única no segmento de média/alta renda no Nordeste; e (iii) exposição crescente ao segmento de baixa renda (resiliente).

Tabela 1: Resumo de nossas principais estimativas (R\$ milhões, salvo indicação contrária)

Income Statement	2024	2025E	2026E	2027E
Net Revenues	1,570,740	2,341,451	2,647,937	2,866,530
Gross Profit (ex-capitalized interest)	557,316	842,354	975,538	1,059,132
Adj. Ebitda	288,764	493,874	595,327	653,679
Net Earnings	252,210	404,890	511,713	551,569
Gross Margin	35%	36%	37%	37%
Adj. Ebitda Margin	18%	21%	22%	23%
Net Margin	16%	17%	19%	19%
ROE	17%	23%	24%	24%
P/E	9.6x	6.0x	4.5x	3.8x
P/TBV	1.6x	1.3x	1.1x	0.9x

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tese de investimento

Iniciamos a cobertura com uma recomendação de Compra e um preço-alvo de R\$ 40/ação, oferecendo 39% de potencial de valorização. Em nossa opinião, a Moura Dubeux (MDNE) combina (i) um modelo de negócios *asset-light* e histórico comprovado, (ii) posicionamento único/dominante no segmento de média/alta renda na região Nordeste, ao mesmo tempo em que (iii) ganha exposição ao segmento de baixa renda (resiliente) e oferece um valuation atraente (4,5x P/L para 2026).

Um modelo de negócios *asset-light* e histórico comprovado

Basicamente, as operações da Moura Dubeux consistem em dois modelos de negócios. O primeiro é o desenvolvimento imobiliário tradicional, no qual a empresa incorpora o projeto no terreno, executa a construção e vende suas unidades, da mesma forma que qualquer outra incorporadora em nossa cobertura (a Moura Dubeux opera como incorporadora no segmento de baixa renda do MCMV e de média/alta renda).

O segundo (e aquele que aprofundaremos) é a administração de obras (também conhecida como condomínio), utilizada nos segmentos de média/alta renda e corporativo (marca ITC). O modelo de condomínio remonta à fundação da Moura Dubeux (1983) e, nos últimos cinco anos, a empresa lançou mais de R\$ 4 bilhões em VGV sob esse sistema (55% dos lançamentos).

Resumindo, nesse modelo, a Moura Dubeux atua como empreiteira, o que significa que suas receitas provêm principalmente de taxas e que ela tem muito pouco capital alocado no projeto. Acreditamos que esse modelo: (i) permite um crescimento no modelo *asset-light*; (ii) tem um bom perfil de geração de caixa; (iii) reduz a dependência de financiamento externo; e (iv) já tem um histórico comprovado.

O que é o modelo de Condomínio?

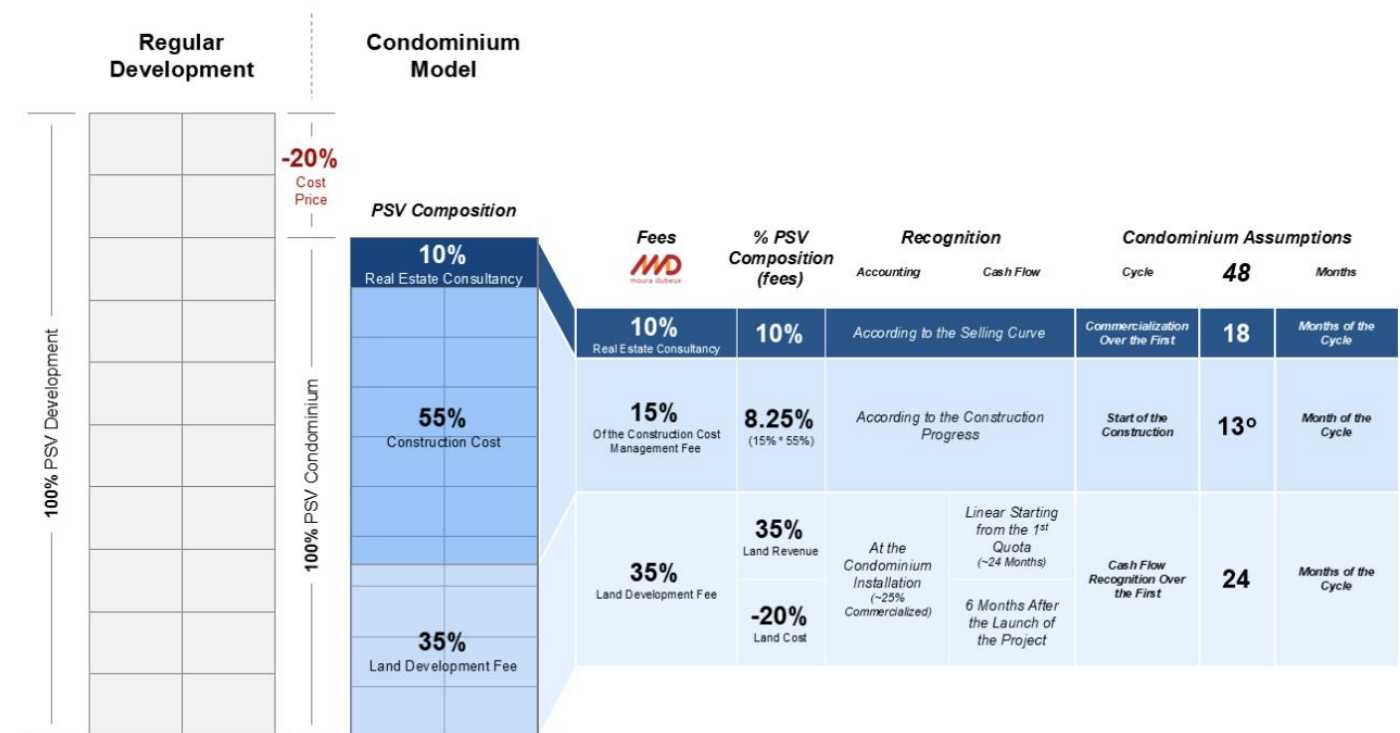
Em resumo, o modelo consiste em estruturar um projeto por meio de uma entidade de propósito específico, na qual os clientes adquirem cotas equivalentes a unidades, financiando integralmente o projeto durante o ciclo de construção, enquanto a empresa fornece serviços de desenvolvimento e gestão (ou seja, uma empreiteira, que é responsável por toda a execução do projeto).

Na prática, todas as etapas anteriores à formação da SPE são realizadas pela Moura Dubeux. Inicialmente, a empresa é responsável pela aquisição do terreno, obtenção de todas as licenças de construção, projeto, marketing e formação do grupo de clientes (geralmente clientes existentes, provenientes da rede interna de corretores, com perfis já mapeados).

O projeto é então dividido em cotas (1 cota = 1 unidade), que são vendidas a compradores ou investidores. Quando o projeto atinge cerca de 25% de adesão (venda), a MDNE o lança oficialmente e começa o ciclo de 48 meses até a entrega. A construção normalmente começa por volta do 13º mês – período durante o qual a adesão continua a evoluir (~50% é suficiente para iniciar a construção) – e continua por mais 3 anos.

Do ponto de vista do comprador, o modelo de condomínio exige que o valor total da casa seja pago ao longo de um ciclo de 48 meses (financiando assim a construção) por meio de parcelas mensais ajustadas pelo índice INCC (protegendo a MDNE contra a inflação). É importante destacar que, como a MDNE é uma empreiteira, qualquer custo adicional é incorrido pelos compradores (e não pela empresa).

Para que o modelo seja atraente, o preço da unidade é fixado ao custo. Devido à estrutura do modelo (estrutura tributária diferente, despesas de marketing mais baixas, sem necessidade de financiamento externo, menos esforços de comercialização e remuneração baseada em taxas), o preço por m² é igual aos custos (ou seja, não há “margem dos incorporadores”), portanto, os compradores de imóveis geralmente pagam cerca de 20% menos do que os “preços de mercado” por uma unidade adquirida por meio de condomínio.

Figura 1: Entendendo a estrutura do modelo, contabilidade e principais premissas


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Entendendo as principais fontes de receita e cobrança

Abaixo, fornecemos uma explicação mais detalhada sobre os fluxos de receita da Moura Dubeux no modelo de condomínio (veja as Figuras 1 e 2 para uma explicação visual). Conforme discutido abaixo, a maior parte das receitas provém de diferentes taxas, o que reforça o modelo de negócios *asset-light* e reduz os riscos incorridos pela MDNE em um projeto de condomínio (em comparação com o desenvolvimento).

1- Taxa de consultoria imobiliária: a taxa funciona como remuneração à Moura Dubeux pelos serviços prestados antes do início da construção, tais como aquisição do terreno, obtenção de licenças, projeto do produto, planejamento orçamentário e coordenação da formação do grupo do condomínio.

Ela representa, em média, 10% do VGV líquido do projeto, e o reconhecimento da receita (tanto em termos de caixa quanto contábeis) ocorre à medida que os clientes aderem (compram cotas) ao condomínio. A comercialização geralmente ocorre durante os primeiros 18 meses do ciclo, uma vez que o ônus financeiro aumenta à medida que o projeto avança (lembramos que os clientes são obrigados a liquidar 100% do pagamento da unidade antes da entrega, independentemente de quando aderiram ao grupo).

Também vale a pena mencionar que, embora a taxa seja em média 10% do VGV, ela varia dependendo do tipo de unidade e de sua localização dentro da torre (apartamentos em andares mais altos normalmente pagam mais do que unidades em andares mais baixos).

2- Taxa de administração: a partir do 13º mês do ciclo, a Moura Dubeux também cobra uma taxa de administração de 15% dos cotistas, como compensação pela administração e supervisão do andamento físico da construção. Como os custos de construção representam cerca de 55% do VGV do projeto, a taxa de administração representa cerca de 8,25% do VGV total ($55\% \times 15\%$).

Nesse caso, o reconhecimento da receita e a cobrança em dinheiro ocorrem simultaneamente à medida que a construção evolui – a Moura Dubeux cobra (em dinheiro) e contabiliza essas receitas (contabilidade) mensalmente, de acordo com o andamento da construção.

3- Taxa de desenvolvimento do terreno (“torna financeira”): receita obtida com a comercialização do terreno para o condomínio. Na prática, a Moura Dubeux adquire o terreno (~20% do VGV) e o revende à parte responsável pelo projeto a um “preço” equivalente a 35% do VGV, capturando o spread (~15% de taxa sobre o VGV) no processo.

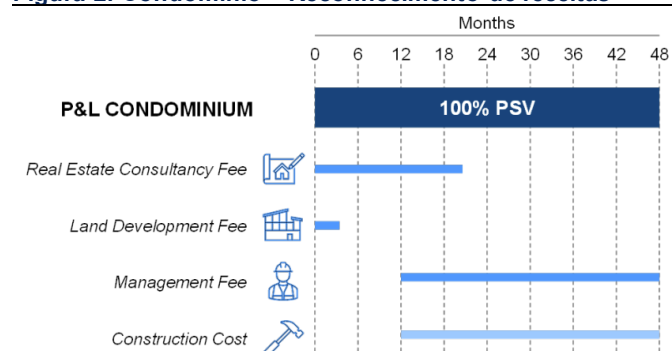
Embora o reconhecimento da receita ocorra na reunião de instalação do condomínio (~25% das cotas comercializadas), o dinheiro é recebido em parcelas mensais iguais (24–30 meses), a partir de 6 meses após o lançamento do projeto (Figura 3).

4- Venda fechada: Além dessas três taxas, a Moura Dubeux tem outra fonte de receita no modelo de condomínio, proveniente da chamada transação de “venda fechada”.

Nesse tipo de operação, a MDNE adquire algumas das cotas (as restantes) dos condomínios – normalmente 10 a 15% de cada projeto – geralmente na segunda metade do ciclo de construção. O objetivo é reduzir o ônus financeiro dos clientes que aderiram anteriormente, evitando que tenham de absorver uma parte maior dos custos.

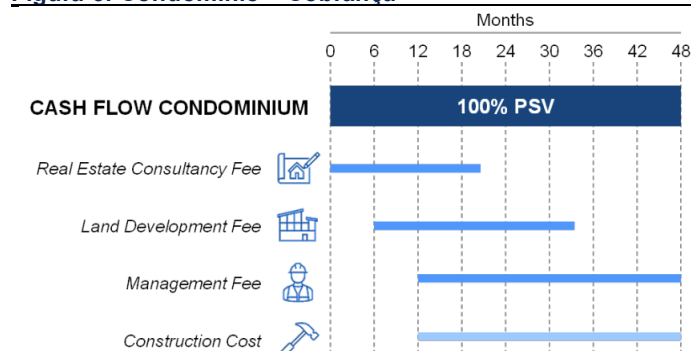
Após adquirir as cotas, a MDNE procura revendê-las (também conhecida como “venda fechada”) em uma transação que se assemelha a uma venda de estoque no modelo tradicional de desenvolvimento imobiliário – ela também segue os mesmos princípios contábeis (PoC) e perfil de fluxo de caixa.

Figura 2: Condomínio – Reconhecimento de receitas



Fonte: Empresas e BTG Pactual

Figura 3: Condomínio – Cobrança



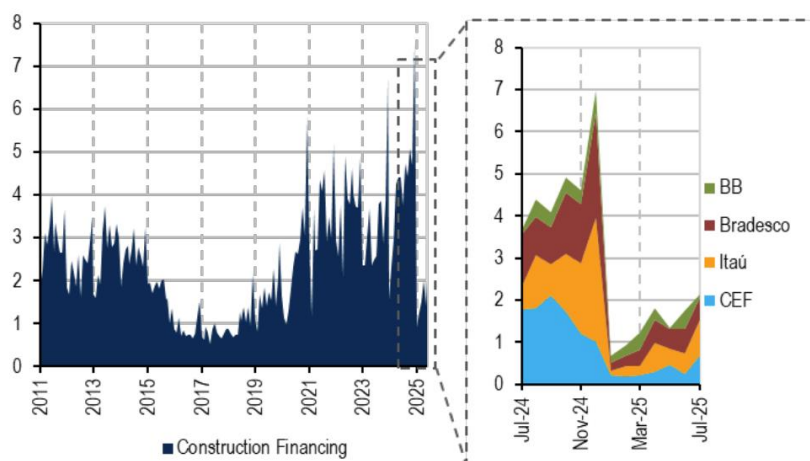
Fonte: Empresas e BTG Pactual

Um modelo atraente para a Moura Dubeux, com histórico comprovado

Do ponto de vista da MDNE, também acreditamos que o modelo de condomínio oferece condições atraentes para aqueles que possuem o conhecimento para operá-lo (como a Moura Dubeux). Entre elas, destacamos: (i) exposição reduzida ao financiamento externo, (ii) menor risco de cancelamento, (iii) proteção contra a inflação de custos e (iv) um perfil de recebimento de caixa mais estável.

Como os clientes são obrigados a cobrir o custo total da construção, o modelo de condomínio reduz a dependência da construtora em relação ao financiamento externo. Isso permite que a empresa navegue melhor pelos diferentes ciclos do mercado e é especialmente relevante no ambiente atual, com as aprovações de empréstimos para construção desacelerando significativamente (-54% a/a no acumulado do ano; ver Figura 4) e as taxas de juros permanecendo em níveis elevados.

Figura 4: Os empréstimos contratados no âmbito do SBPE para financiamento de construção (R\$ bilhões) reduziram-se significativamente em 2025

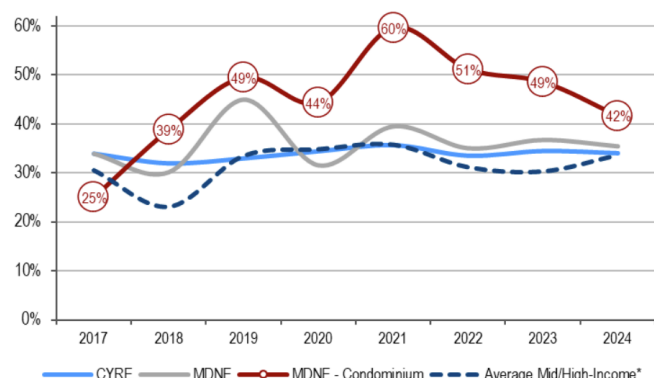


Fonte: Abecip e BTG Pactual

Outra característica interessante está relacionada com os cancelamentos de vendas. Neste modelo, o ônus da inadimplência e da revenda de casas, que normalmente recai sobre as construtoras no desenvolvimento tradicional, não se aplica aqui. Se um cliente ficar inadimplente por mais de 90 dias, a unidade vai a leilão (pelo preço de custo) e o condomínio cobre seus custos nesse meio tempo. Dito isso, esse processo não é comum (a maioria dos clientes cumpre suas obrigações), tomando a MDNE menos exposta a cancelamentos do que suas concorrentes (Figura 5).

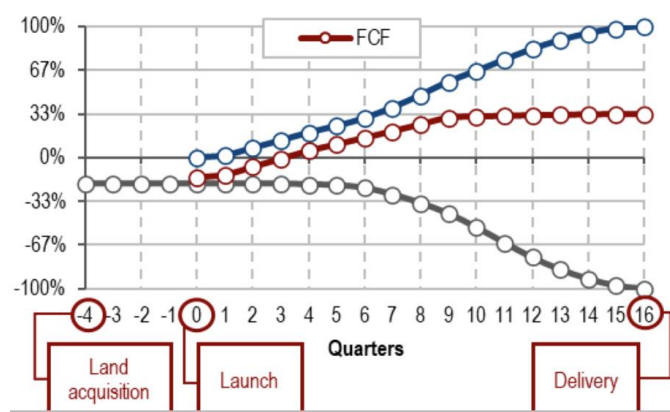
Também vale a pena notar que o modelo torna a Moura Dubeux menos vulnerável à inflação dos custos de construção (já que as parcelas são ajustadas pelo índice INCC) e resulta em margens brutas mais altas e estáveis (natureza baseada em taxas + estrutura de custos mais leve), com média de 16 p.p acima de outras empresas de média/alta renda nos últimos 5 anos (Figura 6).

Além disso, todos os compradores de imóveis são obrigados a pagar pelas unidades "ao preço de custo de construção", o que significa que, se houver qualquer desvio no orçamento total dos projetos, os compradores terão que arcar com custos adicionais (não a Moura Dubeux).

Figura 5: Condomínio MDNE vs. concorrentes – margem bruta


Fonte: Empresas, BTG Pactual | *EZTC, HBOR, LAVV, EVEN, TRIS, MTRE, MELK, CYRE

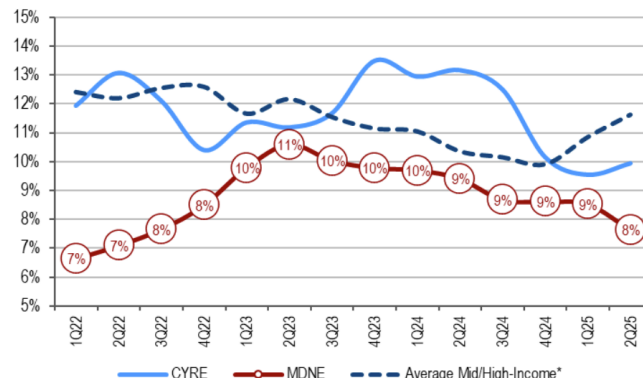
O perfil de recebimento do condomínio também proporciona à empresa necessidades de capital de giro significativamente menores em comparação com empreendimentos tradicionais de média/alta renda. No primeiro caso, o caixa é recebido ao longo da fase de construção (conforme descrito acima), enquanto no segundo, a maior parte do caixa é recebida somente na entrega.

Figura 7: Perfil do fluxo de caixa – Projeto de condomínio


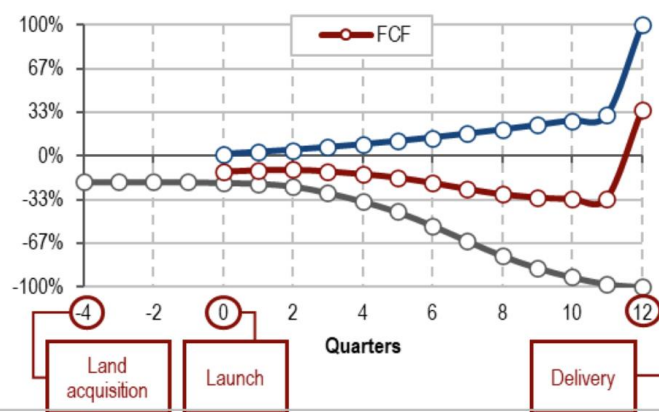
Fonte: BTG Pactual

De modo geral, o modelo de condomínio se posiciona como anticíclico, permitindo um crescimento *asset-light* e reduzindo o risco e a exposição financeira da empresa ao longo do projeto. Assim, acreditamos que ele dá à MDNE a flexibilidade necessária para navegar por diferentes ciclos de mercado, enquanto a credibilidade e o conhecimento da empresa ajudam a transformá-lo em uma estratégia vencedora.

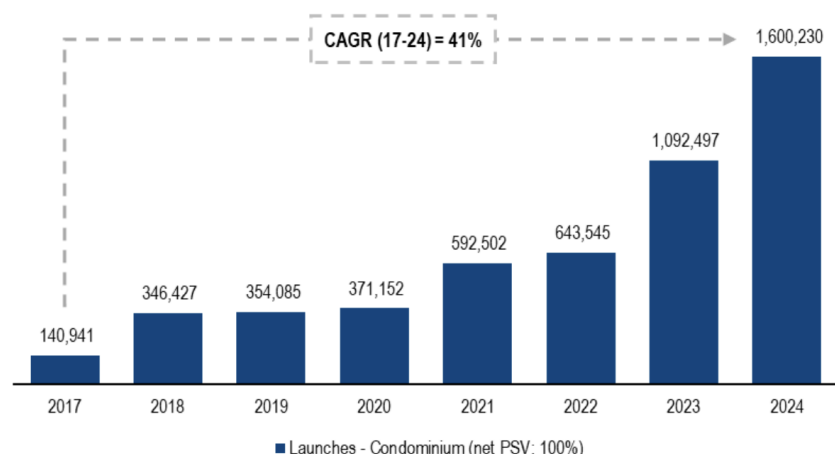
Os números falam por si. Com mais de 40 anos de experiência, a empresa construiu um sólido histórico operando sob esse modelo. Desde 2017, a MDNE lançou e vendeu mais de R\$ 5 bilhões em projetos de condomínios (CAGR de 7 anos de ~40%) e conseguiu expandir para outras cinco capitais além de Recife (CE, BA, RN, PB e AL), juntamente com cidades costeiras menores em PE (por meio de sua marca Beach Class).

Figura 6: MDNE vs. concorrentes – Cancelamentos (% das vendas)


Fonte: Empresas, BTG Pactual | *EZTC, HBOR, LAVV, EVEN, TRIS, MTRE, MELK, CYRE

Figura 8: Perfil do fluxo de caixa – Empreendimento de média/alta renda


Fonte: BTG Pactual

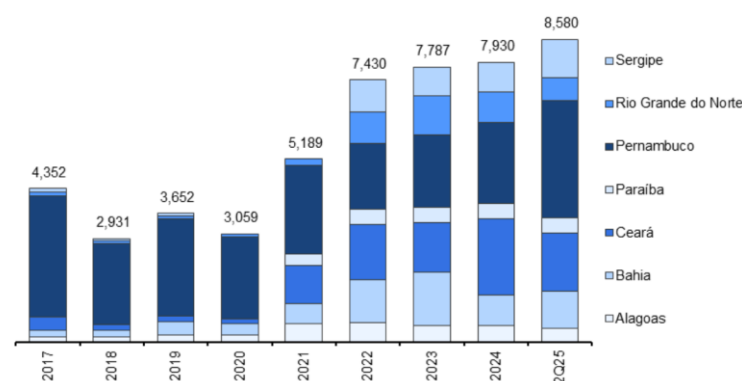
Figura 9: Lançamentos e vendas no modelo de condomínios 2017-24


Fonte: Empresa e BTG Pactual

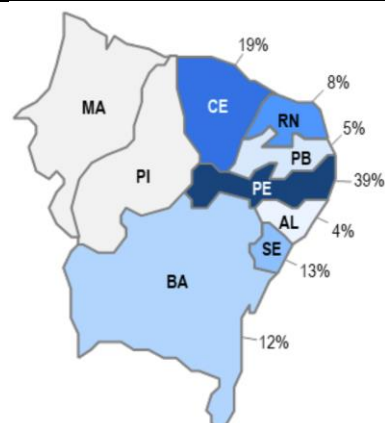
Bem posicionada no mercado de média/alta renda no Nordeste

A Moura Dubeux foi inicialmente fundada como uma empresa com atuação em Recife, capital de Pernambuco. Com o tempo, começou a diversificar sua exposição geográfica para outras áreas da região Nordeste do Brasil, como Fortaleza (CE), Natal (RN), Maceió (AL), Salvador (BA) e, mais recentemente, João Pessoa (PB) e Aracaju (SE). Embora a maioria dos projetos permaneça concentrada nas capitais, a Moura também opera ocasionalmente em cidades litorâneas menores sob sua marca Beach Class.

Atualmente, 100% do banco de terrenos da Moura Dubeux (R\$ 8,6 bilhões) está localizado na região Nordeste, distribuído da seguinte forma: R\$ 3,3 bilhões em Pernambuco (39%), R\$ 1,6 bilhão no Ceará (19%), R\$ 0,6 bilhão no Rio Grande do Norte (7%), R\$ 1,1 bilhão em Sergipe (13%), R\$ 1,1 bilhão na Bahia (12%), R\$ 0,4 bilhão em Alagoas (4%) e R\$ 0,4 bilhão na Paraíba (5%).

Figura 10: Moura Dubeux – Evolução dos terrenos (R\$ milhões)


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 11: Banco de terrenos por estado (2T25)


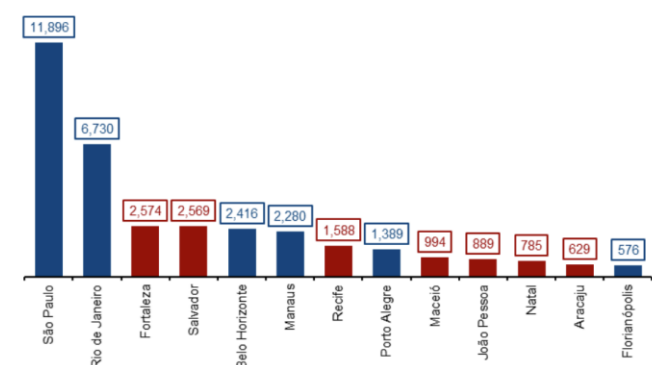
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Como a empresa tem a maior exposição à região dentro de nossa cobertura, esta seção fornece uma análise aprofundada do mercado local – seu tamanho, cenário competitivo e como a Moura Dubeux se posiciona para crescer.

Aprofundando-se no mercado imobiliário do Nordeste

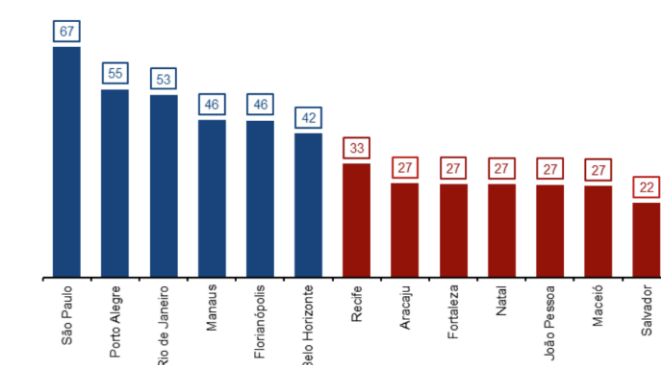
O Nordeste brasileiro tem mais de 54 milhões de habitantes, ficando atrás apenas do Sudeste. As operações da Moura Dubeux estão presentes em algumas das cidades mais populosas da região que, apesar de terem uma grande base populacional, não estão entre as capitais de maior destaque em termos de PIB per capita (ver Figuras 12 e 13 abaixo).

Figura 12: População nas principais regiões metropolitanas brasileiras (milhões)



Fonte: IBGE e BTG Pactual

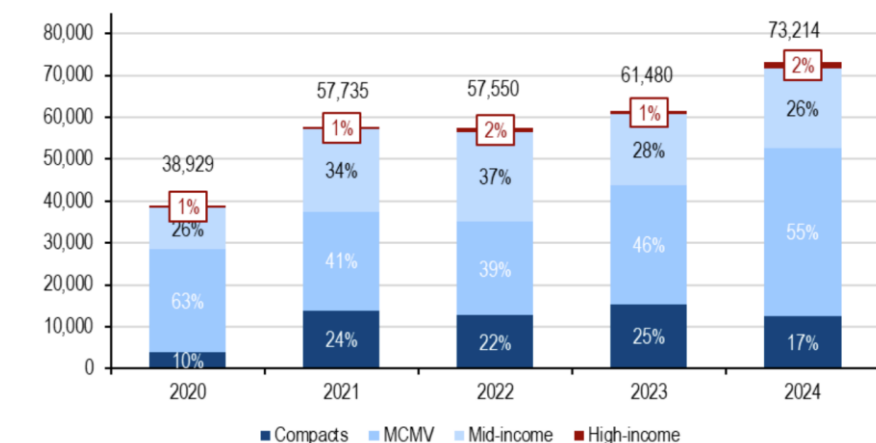
Figura 13: PIB/capita nas principais regiões metropolitanas brasileiras (R\$ 000')



Fonte: IBGE e BTG Pactual

De acordo com a consultoria imobiliária Brain, mais de 73.000 unidades foram lançadas na região em 2024, das quais 28% estavam no segmento de média/alta renda. Em termos monetários, o VGV lançado atingiu R\$ 33,4 bilhões, um aumento de quase 3 vezes desde 2020, com 54% desse valor no segmento de média/alta renda.

Figura 14: Lançamentos (número de unidades) no Nordeste e divisão por segmento



Fonte: Brain e BTG Pactual

Analisando apenas os dados disponíveis, excluindo os projetos do MCMV (que discutiremos na próxima seção), observamos que as cidades onde a Moura Dubeux opera passaram pelo mesmo boom imobiliário de 2008 a 2013 que outras áreas, quando os lançamentos consolidados

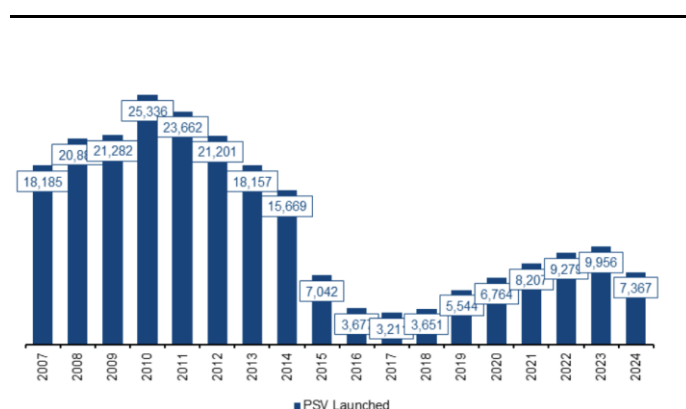
ultrapassaram R\$ 20 bilhões (ajustados pela inflação dos custos de construção). Para dados mais detalhados por cidade, consulte as Figuras 46 a 63.

Com a deterioração do cenário macroeconômico, a região enfrentou uma recessão entre 2015 e 2019. Naquela época, não apenas os lançamentos e as vendas despencaram, mas o ciclo de baixa também foi agravado pela saída de vários players da região (incluindo empresas listadas como Cyrela, PDG, Rossi, Gafisa, Tecnisa, etc.), o que acabou pressionando os preços médios das casas, pois essas empresas precisavam se desfazer do estoque.

No entanto, o mercado imobiliário no Nordeste tem se mostrado muito promissor, especialmente nos anos seguintes à pandemia. Dados do Brain mostram que, entre 2020 e 2024, o crescimento das unidades lançadas (+88%) e vendidas (+56%) na região superou a média nacional (51% e 40%, respectivamente).

Embora parte desse movimento possa ser explicada pelo segmento de baixa renda (MCMV), o segmento de média/alta renda não ficou para trás. O VGV lançado nas áreas onde a Moura atua se recuperou desde as baixas recentes (ver Figura 15 abaixo), impulsionado por (i) uma demanda renovada por projetos de alto padrão na região (o mercado imobiliário de alto padrão do Nordeste é um dos que mais crescem nos últimos anos) e (ii) um crescimento substancial dos preços (acima da inflação) (R\$/m²).

Figura 15: VGV lançado no Nordeste* (R\$ milhões)



Fonte: Prática, BTG Pactual | *Renda média/alta em Fortaleza, Recife, Salvador, Maceió, João Pessoa e Natal

Figura 16: Crescimento médio dos preços das residências no Nordeste (%)



Fonte: Fipezap, BTG Pactual | *Fortaleza, Recife, Salvador, Maceió e João Pessoa

Moura Dubeux é líder indiscutível de mercado na maioria das regiões

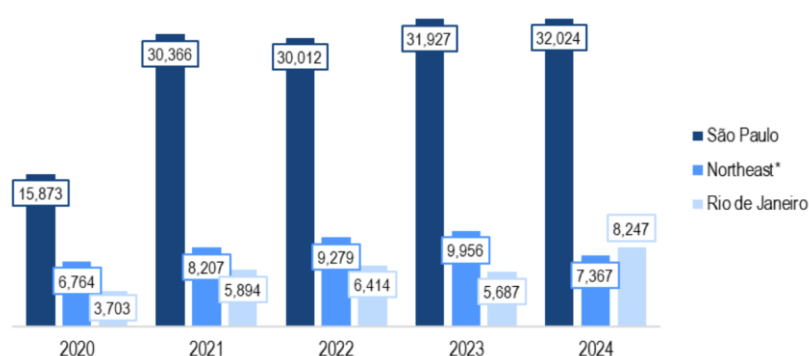
Há muito tempo defendemos que, tanto conceitualmente quanto na prática, há poucas evidências de benefícios de escala no setor imobiliário. O crescimento geralmente acarreta custos: a “qualidade” média dos projetos e a capacidade de controlá-los tendem a diminuir à medida que o número de locais e regiões geográficas simultâneos aumenta – sem mencionar que a maioria dos mercados imobiliários tem dinâmicas locais específicas, difíceis de acompanhar para quem está de fora.

Embora isso seja verdade em muitos casos, vemos a diversificação geográfica da Moura Dubeux (7 estados) com uma dose saudável de otimismo. Entre as razões, destacamos: (i) o mercado do Nordeste não é muito grande, portanto, concentrar-se em apenas uma cidade limitaria as ambições de crescimento da MDNE; (ii) a dinâmica local entre as cidades

da região não varia muito (condições geográficas e perfil de clientes semelhantes); e (iii) a MDNE é claramente líder na maioria das regiões onde atua.

Analizando o mercado de média/alta renda nas cidades onde a MDNE opera, vemos que, nos últimos 5 anos, o VGV lançado foi em média de ~R\$ 8,3 bilhões – quase 30% dos números de São Paulo e semelhante aos do Rio de Janeiro. Embora focar em um mercado de grande potencial como o de SP possa ser uma boa estratégia, a diversificação geográfica dentro da região Nordeste é imprescindível para expandir o mercado potencial da Moura.

Figura 17: VGV lançado em SP, RJ e Nordeste (R\$ milhões)

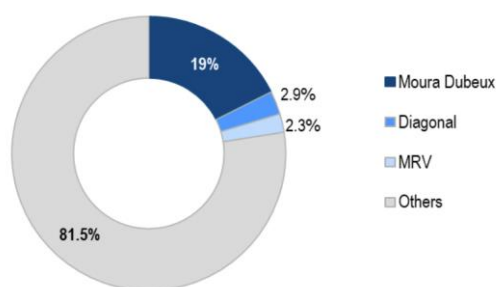


Fonte: GeoBrain, BTG Pactual | *Lançamentos em 6 capitais do Nordeste

A expertise da empresa no segmento de média/alta renda (onde conhece proprietários de terras, processos de aprovação, fornecedores etc.) lhe conferiu liderança de mercado na maioria dessas áreas. Em nível consolidado, a Moura Dubeux detinha cerca de 20% de participação de mercado desde 2020 e é líder indiscutível em Recife, Natal, Salvador e Fortaleza (liderança mais estreita).

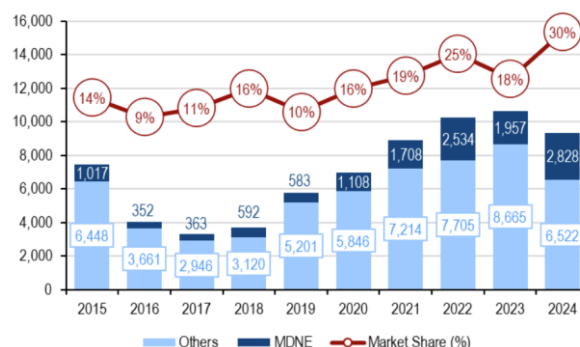
O principal concorrente da empresa na região é a Diagonal, com R\$ 1,9 bilhão lançado desde 2020, o que representa cerca de 3% de participação (em todas as regiões). Além da Diagonal (que tem maior presença em Fortaleza), outros players têm operações regionais muito menores, com 1% a 2% de participação no mercado. Como mencionado, os players de grande valor de mercado (listados) saíram da região no ciclo 2015-2019.

Figura 18: Participação de mercado consolidada* no Nordeste (%)



Fonte: Prática, Empresa, BTG Pactual | *Últimos 10 anos – VGV lançado

Figura 19: Lançamentos consolidados (R\$ milhões) e participação de mercado (%)



Fonte: Prática, Empresa, BTG Pactual

De modo geral, elogiamos a estratégia da empresa de diversificar sua presença geográfica, mantendo a liderança de mercado, com uma grande diferença em relação aos principais concorrentes. Em nossa opinião, essas características ajudam a MDNE a proteger suas operações em um negócio com barreiras de entrada inerentemente baixas, por meio de (i) forte marca e credibilidade nos mercados locais (crucial para o modelo de condomínio), (ii) menor concorrência por terrenos grandes e bem localizados e (iii) concorrência limitada no segmento.

Aumento da exposição ao segmento de baixa renda

Além de sua forte presença no segmento de alta renda, a Moura Dubeux também está aumentando sua exposição ao segmento de baixa/média renda, particularmente dentro do Minha Casa Minha Vida “Faixa 3” e da recém-criada “Faixa 4”, voltada para famílias com renda entre R\$ 4.700 e R\$ 12.000 por mês.

Essa iniciativa não é única, já que outras empresas sob nossa cobertura e na região também buscaram exposição ao programa (por exemplo, Cyrela com Vivaz, Lavvi com Novvo e Diagonal com Victa), dadas suas condições altamente atraentes para compradores de imóveis e, consequentemente, a natureza resiliente da demanda por moradias populares.

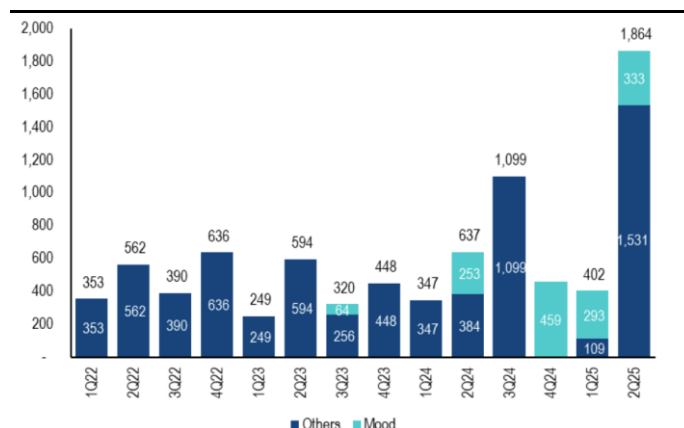
Em nossa opinião, a exposição ao programa MCMV permite à Moura Dubeux explorar um grande mercado potencial na região, ao mesmo tempo em que oferece diversificação e resiliência ao modelo de negócios e às fontes de receita da empresa, especialmente porque o segmento de habitação de baixa renda está operando atualmente em um ambiente altamente favorável (que não esperamos que desacelere tão cedo).

As marcas Mood e Ün1ca

A experiência da Moura Dubeux no segmento de baixa renda remonta a 2006, quando a empresa lançou a marca Vivex para atuar nesse segmento. Naquela época, porém, ela percebeu que a complexidade de operar em várias faixas de renda não era lucrativa e acabou descontinuando a marca.

No entanto, à medida que a MDNE reorganizava sua estrutura de capital após a abertura de capital e começava a expandir seus negócios no setor de condomínios, ela também identificou que uma parte significativa do mercado de média renda não estava sendo atendida. Isso levou à criação da marca Mood em 2023, focada em empreendimentos com preços entre R\$ 5.000 e R\$ 10.000/m², visando o segmento de média renda, ao mesmo tempo em que preservava a percepção de exclusividade associada à marca Moura Dubeux para consumidores de alto padrão.

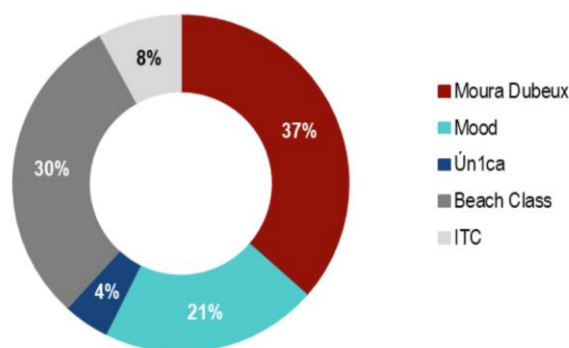
Hoje, os lançamentos da Mood nos últimos 12 meses somam R\$ 1,1 bilhão (28% dos números consolidados da MDNE), e a empresa pretende atingir pelo menos ~R\$ 1 bilhão/ano em VGV lançado. A marca adota o modelo de construção com moldes de alumínio (em comparação com alvenaria em projetos de condomínios), e a Moura Dubeux estima que 50-60% de seus lançamentos se enquadram na nova MCMV “Faixa 4”.

Figura 20: Lançamentos da marca Mood (R\$ 000)


Fonte: Empresa, BTG Pactual

Em 2024, a Moura Dubeux criou sua marca Ún1ca, voltada para famílias com renda entre R\$ 4.700 e R\$ 8.000/mês, enquadradas na “Faixa 3” do MCMV. Este ano, a empresa espera lançar seu primeiro projeto sob a marca e também prevê que sua meta de longo prazo seja de ~R\$ 1 bilhão em lançamentos.

Do ponto de vista da engenharia, a mudança para segmentos de renda mais baixa deve ser simples: Mood e Ún1ca compartilham o mesmo modelo de construção e layouts semelhantes. O principal desafio será fortalecer os laços com a CEF e entender melhor os clientes, o que provavelmente explica a estrutura de vendas separada para a Ún1ca (Mood e Moura Dubeux compartilham a sua própria). Ambas as marcas cresceram e passaram a representar 25% do banco de terrenos da Moura.

Figura 22: Moura Dubeux – Banco de terrenos por marca (2T25)


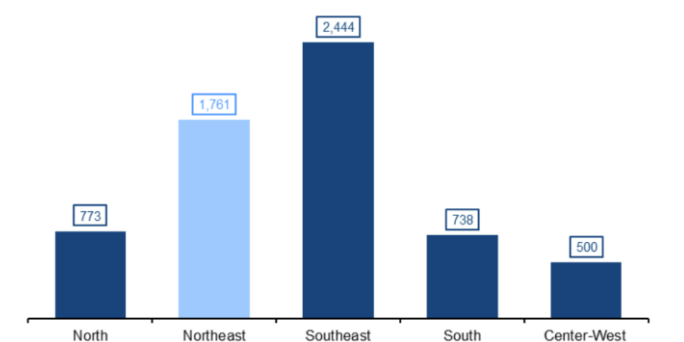
Fonte: Empresa, BTG Pactual

Mercado imobiliário de baixa renda no Nordeste

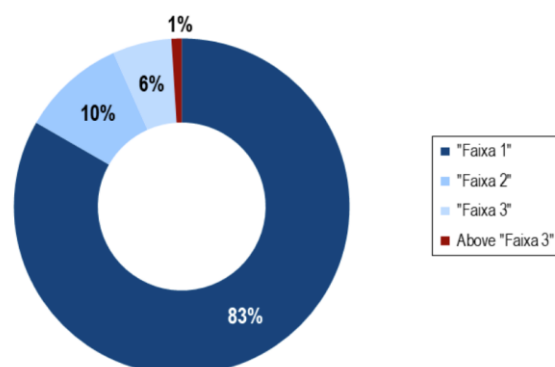
O mercado de habitação de baixa renda no Nordeste é muito grande e dinâmico. De acordo com dados da Brain, 49% e 47% das unidades lançadas e vendidas nos últimos 5 anos na região estavam dentro do programa MCMV. O déficit habitacional na região ajuda a entender esse número: um dos mais altos do Brasil (~39% do déficit total, atrás apenas do Sudeste), dos quais ~83% estão concentrados na faixa de renda mais baixa do programa MCMV (Faixa 1).

Figura 21: Mood vs. concorrentes – Velocidade de vendas em projetos de média renda


Fonte: Empresas, BTG Pactual | *CYRE, EVEN, HBOR, EZTC, PLPL

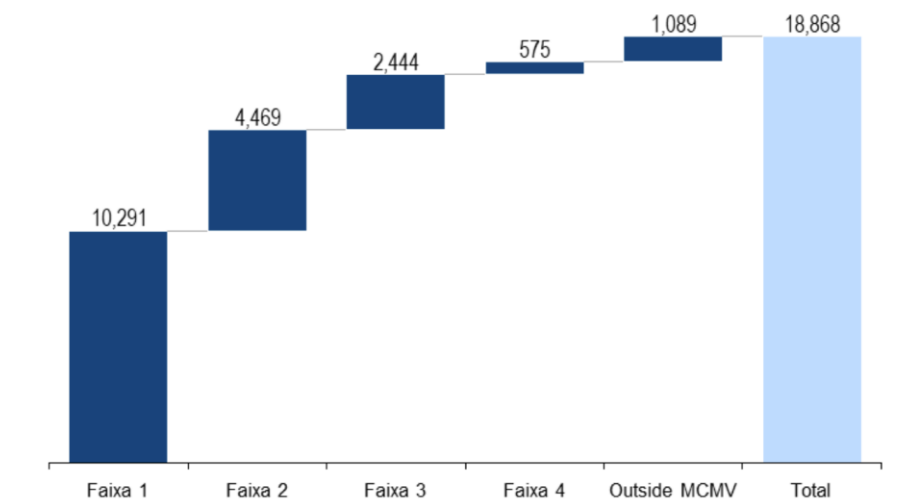
Figura 23: Déficit habitacional por região (número de casas)


Fonte: Fundação João Pinheiro, IBGE, BTGPactual

Figura 24: Déficit por faixa de renda no Nordeste


Fonte: Fundação João Pinheiro, IBGE, BTGPactual

Embora a Moura Dubeux não esteja presente nas "Faixa 1" e "Faixa 2" do MCMV, o mercado potencial para a "Faixa 3" e a "Faixa 4" continua significativo (Figura 25), com potencial para aumentar à medida que (i) a classe média continua a crescer na região e (ii) o governo continua a melhorar as condições do MCMV.

Figura 25: Estimativa do mercado potencial no NE (milhares de famílias)


Fonte: IBGE, FGTS, BTGPactual

Consideramos positiva a exposição da Moura Dubeux às faixas de renda mais altas do programa MCMV. Conforme mostrado, é improvável que a demanda seja um problema, e a exposição às Faixas 3 e 4 (i) garante que a empresa opere com um perfil de produto e cliente semelhante ao que já conhece bem (média renda), ao mesmo tempo em que (ii) diversifica e protege suas fontes de receita.

Além disso, a MDNE também está protegido contra atrasos nos programas regionais de subsídios complementares, uma vez que os subsídios em dinheiro só são concedidos para o MCMV "Faixa 1" e "Faixa 2". Isso tem sido um problema em algumas cidades importantes da região, principalmente Fortaleza (CE), conforme relatado recentemente por algumas empresas.

Além disso, vemos o perfil dos compradores de imóveis das “Faixas 3” e “Faixas 4” muito mais semelhante ao da marca Mood da MDNE.

Para uma descrição mais detalhada e dados sobre o cenário atual da habitação de baixa renda no Brasil, consulte a seção “Setor imobiliário brasileiro”.

Principais riscos: crescimento e concorrência no Nordeste

Como em qualquer outra grande tese, há riscos envolvidos na história da MDNE. Entre os principais, destacamos: (i) crescimento (o modelo de condomínio e a região Nordeste podem sustentar as ambições da Moura Dubeux?) e (ii) aumento da concorrência (a empresa manterá sua liderança?).

O crescimento pode ser limitado pelo modelo de condomínio e pelo mercado NE...

Em nossa opinião, existem dois principais gargalos para as ambições de crescimento da Moura Dubeux. O primeiro diz respeito à escalabilidade do modelo de condomínio. O fato de os clientes terem que pagar o preço total da casa (+ taxas) durante o ciclo de construção limita um pouco a base de clientes da Moura ao topo da pirâmide de renda, limitando a capacidade de expandir o modelo.

Outra preocupação está relacionada ao mercado de média/alta renda no Nordeste. Embora vejamos muitas oportunidades no segmento de baixa renda, os lançamentos excluindo o MCMV permanecem em níveis baixos em comparação com 2010-2014. Além disso, a região (e suas capitais) tem renda média inferior à de outras regiões metropolitanas.

É importante observar que, como estamos projetando lançamentos “estabilizados” de ~R\$ 4 bilhões, não acreditamos que sejam necessárias premissas de crescimento agressivas para que nossa valorização esperada se concretize, mas, ainda assim, se o mercado estagnar ou mesmo encolher no futuro, isso prejudicaria a tese de investimento.

... e a concorrência também pode se intensificar

Em um negócio com barreiras relativamente baixas à entrada, podemos ver novos players começando a operar no Nordeste, o que poderia dificultar para a Moura Dubeux manter (ou aumentar) sua participação de mercado na região.

Ainda não vimos novos players no mercado e acreditamos que os riscos de intensificação da concorrência parecem distantes. De certa forma, o fato de empresas com grande experiência em outros mercados (ainda mais competitivos), como o de São Paulo, não terem obtido sucesso no Nordeste atesta a dinâmica intrinsecamente regional do mercado imobiliário na região — uma dinâmica que acreditamos que a Moura Dubeux compreende e sabe como navegar.

Gostaríamos também de salientar que, conforme mencionamos acima, nossa projeção de lançamentos “estabilizados” não implica necessariamente grandes ganhos de participação de mercado para a

Moura no futuro. De qualquer forma, se a concorrência aumentar, há riscos de menor rentabilidade e/ou volumes de vendas.

Recomendação de Compra, com preço-alvo de R\$ 40/ação (potencial de valorização de 39%)

Iniciamos aqui a cobertura das ações da Moura Dubeux (MDNE3) com uma recomendação de Compra, pois ela combina (i) um modelo de negócios *asset-light* (condomínios), com um histórico comprovado, (ii) um posicionamento único (dominante) no segmento de média/alta renda na região Nordeste, ao mesmo tempo em que (iii) aumenta sua exposição ao segmento de baixa renda (resiliente).

Estamos definindo nosso preço-alvo para os próximos 12 meses em R\$ 40/ação, oferecendo um bom potencial de valorização de 39%. Nosso preço-alvo é baseado em um múltiplo de “saída” normalizado de 1,6x (P/VP, atribuído por meio do Modelo de Crescimento Gordon de 1 estágio) e também consideramos o carregamento de médio prazo (ou seja, pagamentos de dividendos mais crescimento do equity). Veja os detalhes na Tabela 2 abaixo.

Tabela 2: Resumo do cálculo do nosso preço-alvo

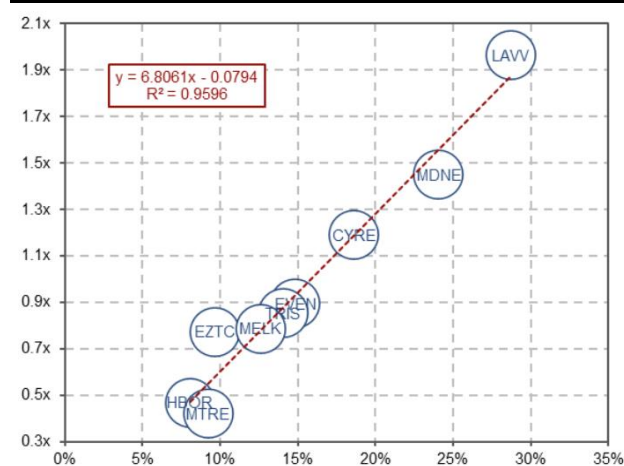
Target period	3Q26E
Tangible BV	2,000
Fair P/TBV Multiple	1.6x
Fair Value of Equity	3,248
# of Shares Outstanding	86
Dividends until 3Q26E (R\$/share)	1.91
Target Price (R\$/share)	40.00

Fonte: Empresa, BTG Pactual

O valuation ainda parece muito atraente

Em termos de valuation, também consideramos a Moura Dubeux em uma posição muito atraente. Vemos as ações sendo negociadas a 1,1x P/VP (com base no 2T25), o que é atraente à luz de nossa projeção de ROE e em comparação com outras construtoras de média/alta renda em nossa cobertura (lembrando que a maioria não está desfrutando de um momento favorável devido à deterioração do cenário macroeconômico).

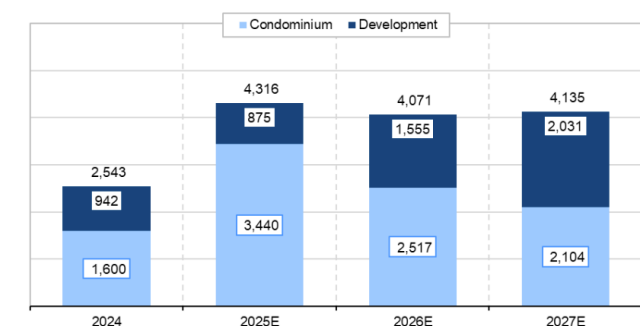
Com base no P/L, o valuation chama a atenção: vemos a Moura Dubeux sendo negociada a 4,5x P/E 2026E, abaixo da maioria dos players em nossa cobertura, principalmente à luz de seu crescimento esperado acima da média (CAGR do LPA de 30% para 2024-27E).

Figura 26: Média/alta renda - P/P vs. ROE


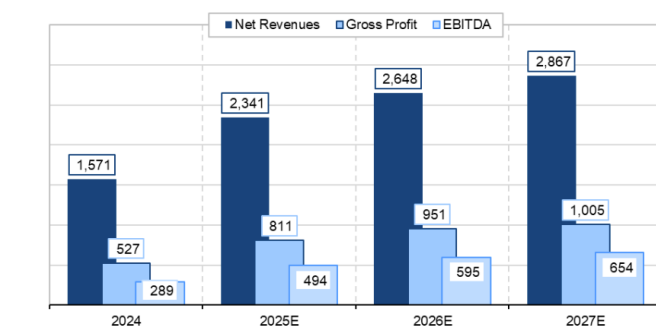
Fonte: Bloomberg, empresas, BTG Pactual

Projeções operacionais e financeiras

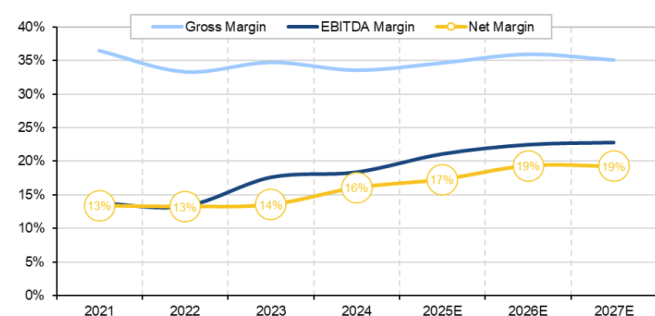
Conforme mencionado anteriormente, estamos assumindo premissas operacionais relativamente conservadoras para a Moura Dubeux no futuro. Não vemos os lançamentos projetados para 2025 (R\$ 4,3 bilhões) como o nível “estabilizado” e esperamos lançamentos consolidados de R\$ 4,07 bilhões e R\$ 4,13 bilhões em 2026 e 2027, respectivamente. Nossas premissas também implicam (conservadoramente) que o modelo de condomínios perderá participação nos lançamentos da empresa para permitir um crescimento marginal das marcas Mood e Única (Figura 27).

Figura 27: MDNE - Lançamentos (em R\$ milhões)


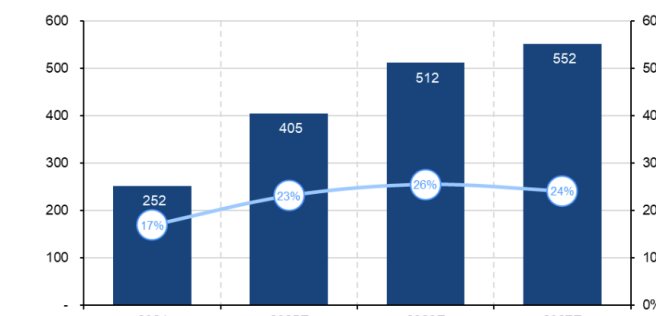
Fonte: Empresa, BTG Pactual

Figura 28: Receitas, lucro bruto e EBITDA (em R\$ milhões)


Fonte: Empresa, BTG Pactual

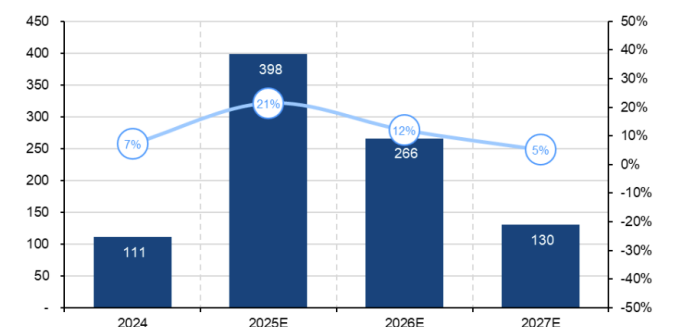
Figura 29: Margens bruta, EBITDA e líquida (2021-2027E)


Fonte: Empresa, BTG Pactual

Figura 30: Lucro líquido (R\$ milhões) e ROE esperado (%)


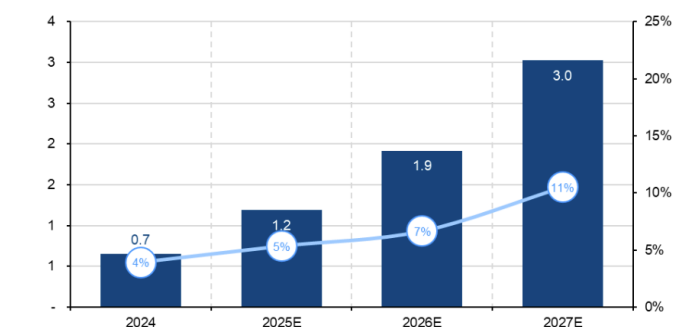
Fonte: Empresa, BTG Pactual

Figura 31: Dívida líquida (R\$ milhões) e relação dívida líquida/VP (%)



Fonte: Empresa, BTGPactual

Figura 32: Estimativas de dividendos (R\$/ação) e Dividend yield (%)



Fonte: Empresa, BTGPactual

Na Tabela 3 abaixo, apresentamos um resumo de nossas projeções operacionais e financeiras (2024-2028E), que são a base do nosso modelo.

Tabela 3: Resumo de nossas projeções (R\$ milhões, salvo indicação contrária)

Launches and Sales (R\$m)	2024	2025E	2026E	2027E
Launches' Value (co%)	2,542,688	4,315,670	4,071,466	4,134,862
Launches - Condominium (co%)	1,600,230	3,440,500	2,516,725	2,103,983
Launches - Development (co%)	942,458	875,171	1,554,740	2,030,880
Contracted Sales (co%)	2,389,949	4,012,159	4,099,917	4,313,735
Income statement	2024	2025E	2026E	2027E
Gross Revenues	1,634,382	2,434,250	2,747,691	2,969,574
Deductions	(63,642)	(92,799)	(99,754)	(103,044)
Net Revenues	1,570,740	2,341,451	2,647,937	2,866,530
Operating Costs	(1,043,410)	(1,530,244)	(1,697,055)	(1,861,561)
Gross Profit	527,330	811,207	950,882	1,004,969
Operating (Expenses) Income	(236,569)	(353,332)	(403,335)	(416,760)
EBITDA	288,764	493,874	595,327	653,679
Income Before Taxes on Income	290,761	457,875	547,547	588,209
Income Tax and Social Contribution	(31,508)	(38,582)	(40,296)	(42,207)
Minority Interest	440	(1,651)	(2,305)	(1,635)
Net Earnings	252,210	404,890	511,713	551,569
Gross Margin	35.5%	36.0%	36.8%	36.9%
EBITDA Margin	18.4%	21.1%	22.5%	22.8%
EBIT Margin	17.7%	20.4%	21.8%	22.2%
EPS	3.00	4.80	6.05	6.52

Fonte: Empresa, BTGPactual

Perfil da empresa

A Moura Dubeux é uma construtora de nicho que opera na região Nordeste do Brasil, principalmente nos segmentos de média/alta renda. A empresa foi fundada em 1983 pelos irmãos Aluisio, Marcos e Gustavo (presidente) Moura Dubeux, e foi formalmente constituída em 1987, entregando seu primeiro projeto em 1990.

Hoje, a empresa atua em sete estados do Nordeste, sob cinco marcas diferentes: (i) Moura Dubeux, focada no segmento de média/alta renda; (ii) Mood, fundada em 2022 e voltada para o segmento de média renda (e, mais recentemente, para a Faixa 4 do MCMV); (iii) Ún1ca, lançada em

2024 para operar na Faixa 3 do MCMV; (iv) Beach Class, voltada para o mercado de segunda residência; e (v) ITC, focada no segmento corporativo. A Moura também possui sua própria força de vendas (MD Vendas), atualmente responsável por cerca de 50% do total de vendas.

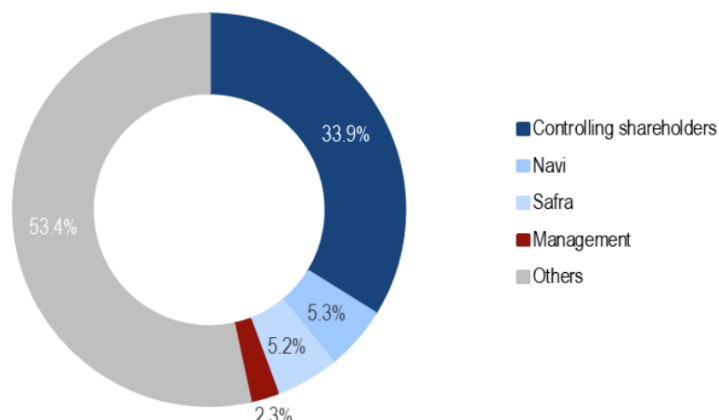
A empresa opera sob dois modelos de negócios. O primeiro é o modelo de administração de obras (condomínio), que a Moura foi pioneira na região; o segundo é o desenvolvimento imobiliário tradicional. Em 2024, a empresa lançou R\$ 1,6 bilhão sob o modelo de condomínio e R\$ 942 milhões sob o formato de desenvolvimento.

A Moura Dubeux abriu o capital em fevereiro de 2020, levantando R\$ 1,04 bilhão para apoiar suas ambições de crescimento, mantendo um balanço patrimonial saudável.

Estrutura acionária

A Moura Dubeux continua sendo uma empresa familiar, com os acionistas controladores detendo cerca de 36% do total das ações. Entre os acionistas relevantes, a Navi e a Safra Asset detêm 5,3% e 6,4% das ações, respectivamente, enquanto o free float representa cerca de 52%. A MDNE3 é negociada no segmento Novo Mercado da B3, o mais alto grau de governança corporativa, com uma liquidez média diária de cerca de R\$ 18 milhões.

Figura 33: Estrutura acionária da Moura Dubeux



Fonte: Empresa, BTG Pactual

Breve histórico da empresa

A Moura Dubeux foi fundada em 1983 em Recife-PE pelos irmãos Aluisio, Marcos e Gustavo (presidente) Moura Dubeux com o objetivo de desenvolver um único edifício de alta renda sob o regime de condomínio. A empresa foi formalmente constituída em 1987 e entregou seu primeiro projeto em 1990 (Morada dos Apipucos).

Desde então, a Moura Dubeux tem se concentrado em expandir sua presença por meio do modelo de condomínios no segmento de média/alta renda em toda a região Nordeste. Em 2007, a empresa começou a operar em Fortaleza-CE, Natal-RN, Maceió-AL e Salvador-BA e, em 2022, expandiu-se para Aracaju-SE e João Pessoa-PB. Hoje, a Moura Dubeux atua em sete estados do Nordeste e é líder de mercado em quatro regiões metropolitanas: Recife, Salvador, Fortaleza e Natal.

A diversificação do portfólio de produtos também tem sido uma prioridade: a empresa lançou a linha Beach Class Suite em 1999 (voltada para o mercado de segunda residência), a marca Vivex em 2006 (voltada para o segmento de baixa renda) e, mais recentemente, lançou a Mood (segmento de média renda e Faixa 4 do MCMV) e a Ún1ca (focada na Faixa 3 do MCMV).

Após enfrentar um ambiente de mercado desafiador durante o ciclo 2016-2018, a Moura Dubeux abriu seu capital em fevereiro de 2020, levantando R\$ 1,04 bilhão para apoiar suas ambições de crescimento, mantendo um balanço patrimonial saudável.

Administração e Conselho de Administração

A equipe de gestão da Moura Dubeux traz profunda experiência no setor imobiliário, com a maioria de seus líderes tendo construído carreiras de longa data na empresa. Abaixo, apresentamos as biografias dos diretores estatutários da Moura Dubeux:

- **Diego Villar (CEO):** Engenheiro civil, o Sr. Villar possui especializações em Finanças (IBMEC) e Gestão de Projetos (FGV), além de um MBA Executivo pela Fundação Dom Cabral e Kellogg. Ele tem mais de 14 anos de experiência no setor imobiliário e foi nomeado CEO em 2019.
- **Diego Wanderley (CFO):** É formado em Administração de Empresas pela UFPE, possui MBA em Finanças pelo IBMEC e MBA em Controladoria pela Universidade Estácio de Sá. Ingressou na Moura Dubeux em 2014 como analista financeiro e atuou nas áreas de Análise de Investimentos, Planejamento Estratégico e Controladoria. Participou da abertura de capital da empresa em 2020 e atuou como Controlador de 2021 a 2023.
- **Diogo Barral (Diretor de Relações com Investidores):** Engenheiro civil formado pela Universidade Católica de Pernambuco, o Sr. Barral iniciou sua carreira na Moura Dubeux em 2006 como estagiário e permaneceu na área de Engenharia até 2019. Foi Gerente de Relações com Investidores de 2020 a 2023 e atualmente é Diretor de Relações com Investidores da empresa.
- **Carlos Gentil (Diretor de Engenharia):** O Sr. Gentil é formado em Engenharia Civil pela Universidade Federal de Sergipe e possui MBA em Gestão de Negócios pela FGV. Ele tem mais de 30 anos de experiência em construção imobiliária e atuou como Diretor de Engenharia por mais de 20 anos.
- **Eduardo Moura (Diretor Regional de Incorporação – Pernambuco):** O Sr. Moura é formado em Engenharia Civil pela Universidade Católica de Pernambuco (UNICAP). Ele ingressou na Moura Dubeux em 1991 como estagiário de construção e, desde então, ocupou vários cargos na empresa. Atualmente, ele atua como Diretor Regional de Incorporação para o estado de Pernambuco.

- **Fernando Amorim (Diretor Regional de Incorporação – Bahia e Ceará):** O Sr. Amorim é formado em Engenharia Civil pela Universidade de Pernambuco (UPE) e possui pós-graduação em Gestão da Qualidade na Construção Civil pela mesma instituição. Ele ingressou na Moura Dubeux em 1993 e atuou em diversas áreas. Desde 2010, ele é Diretor Regional estatutário, atualmente supervisionando as operações na Bahia e no Ceará.
- **Homero Moutinho (Diretor Regional de Incorporação – RN, PB, AL e SE):** O Sr. Moutinho é formado em Engenharia Civil e possui pós-graduação em Gestão da Qualidade na Construção Civil pela Universidade de Pernambuco (UPE), além de MBA em Gestão Imobiliária e de Construção pela FGV. Ele ingressou na Moura Dubeux em 1994 como estagiário na área de construção e ocupou vários cargos de liderança. Atualmente, ele supervisiona a incorporação no Rio Grande do Norte, Paraíba, Alagoas e Sergipe.

O Conselho de Administração da Moura Dubeux é composto por sócios fundadores com profundo conhecimento institucional e membros independentes com ampla experiência em finanças corporativas, estratégia e governança. Apresentamos abaixo as biografias dos membros do conselho da empresa:

- **Gustavo Dubeux (Presidente):** O Sr. Dubeux é sócio fundador da Moura Dubeux e atualmente atua como Presidente do Conselho. Ele ocupou cargos executivos na empresa desde sua fundação, em 1983. Ele também atuou no governo do estado de Pernambuco, foi vice-presidente de Legislação e Política Tributária da ADEMI/PE e é membro da Câmara Americana de Comércio (AMCHAN). É formado em Engenharia Civil pela UFPE e é membro certificado do conselho pelo IBGC.
- **Aluísio Dubeux (Membro):** O Sr. Dubeux também é sócio fundador da Moura Dubeux e ocupa cargos executivos na empresa desde 1983. Ele é formado em Engenharia Civil pela Universidade Federal de Pernambuco e trabalhou anteriormente na Queiroz Galvão S.A. de 1977 a 1983.
- **Marcos Dubeux (Membro):** O Sr. Dubeux é sócio fundador da empresa e ocupou vários cargos executivos na Moura Dubeux desde 1983. Trabalhou como engenheiro na Companhia Hidroelétrica do São Francisco (1975-1978) e atuou como Diretor Geral do Departamento de Terminais Rodoviários do governo do estado de Pernambuco (1978-1982). Ele também foi fundador e presidente do Cluster de Turismo do estado e atuou como diretor de Assuntos Imobiliários da Sinduscon-PE. É formado em Engenharia Elétrica (UFPE) e Administração de Empresas (UPE).
- **Geraldo Pinto Filho (Membro Independente):** O Sr. Pinto Filho é formado em Economia pela UFMG e concluiu programas executivos na Kellogg School of Management (Northwestern University) e no INSEAD. Ele é sócio-gerente da November 17th, uma consultoria focada em finanças corporativas, planejamento estratégico, M&A, valuation e coaching executivo para empresas de médio e grande porte.

- **Gustavo Ribas (Membro Independente):** O Sr. Ribas é CEO do Navi Group. Anteriormente, trabalhou no Grupo 3G (2012-2019), incluindo funções na 3G Capital e como diretor de tesouraria global na Burger King. Iniciou sua carreira no BBM Bank e, posteriormente, trabalhou na Itaú Asset. É formado em Economia (UFRJ) e Direito (UERJ) e possui mestrado em Finanças pela FGV.
- **Eric Alencar (Membro Independente):** O Sr. Alencar é formado em Engenharia Mecânica pela USP e possui MBA em Finanças e Gestão pela The Wharton School. Ele ocupou cargos de CFO e RI em empresas como Cyrela, Grupo Oncoclínicas e Aché Laboratórios, e atuou no conselho da Gafisa. Atualmente, é CFO da Carrefour Brasil Holding.

Setor imobiliário brasileiro

O setor imobiliário brasileiro começou 2025 de forma sólida, apesar das preocupações com a deterioração do ambiente macroeconômico. No geral, as empresas estão enfrentando: (i) demanda resiliente, com vendas mantendo-se consistentemente em níveis elevados; (ii) custos de construção controlados e (iii) programas habitacionais governamentais robustos, que continuam a sustentar a demanda no segmento de baixa renda.

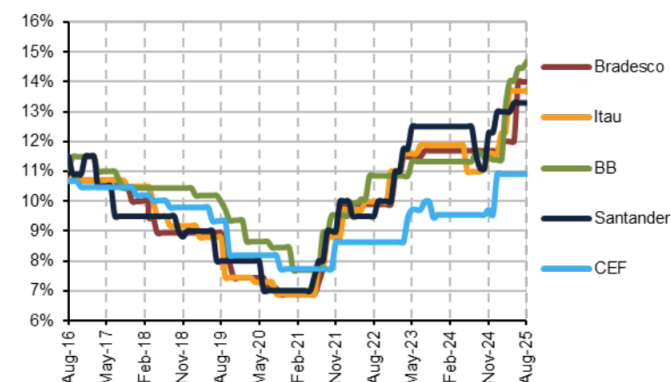
É importante destacar a dinâmica contrastante entre os segmentos de baixa renda e média/alta renda. Enquanto os compradores de imóveis de média/alta renda enfrentam desafios decorrentes do aumento das taxas de hipoteca e dos preços dos imóveis, os compradores de baixa renda estão amplamente protegidos dessa tendência, dada a natureza subsidiada dos programas federais.

Em resumo, esperamos que as empresas focadas em clientes de renda mais alta enfrentem dificuldades para manter os níveis atuais de vendas e lançamentos, enquanto os players que visam o segmento de baixa renda devem continuar a se expandir com forte lucratividade. Abaixo, detalhamos a dinâmica específica de cada segmento, descrevendo seus principais impulsionadores de crescimento e principais restrições.

Segmento de média/alta renda

Dadas as perspectivas macroeconômicas atuais, acreditamos que será difícil para as construtoras de imóveis de média/alta renda manter os fortes níveis de vendas observados nos últimos anos. As taxas de hipoteca estão subindo (ainda mais do que durante o ciclo de recessão de 2014-2017) e, de acordo com nossas estimativas, cada aumento de 100bps nas taxas de hipoteca reduz a capacidade de endividamento das famílias em 8-9%, afetando gravemente a acessibilidade (e, portanto, a demanda).

Figura 34: Taxas hipotecárias para compradores de imóveis de média/alta renda (SBPE)



Fonte: Bradesco, Itaú, Banco do Brasil, Santander, CEF, BTG Pactual

Figura 35: Índice de acessibilidade para compradores de imóveis de média/alta renda (% da renda familiar mensal)

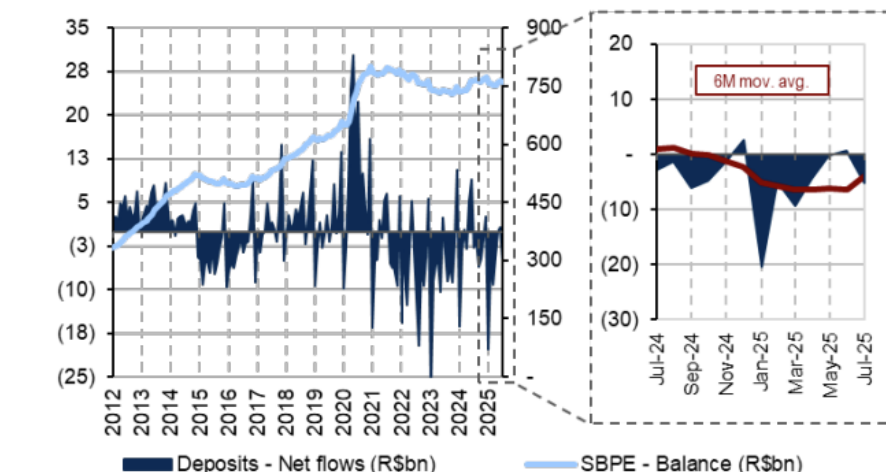


Fonte: Banco Central, Secovi, IBGE, BTG Pactual

Uma das principais razões pelas quais a acessibilidade e as vendas de imóveis não se deterioraram ainda mais é a resiliência da renda familiar (que cresceu um pouco), apoiada pela melhora nas condições do mercado de trabalho. Embora isso seja positivo para o setor, acreditamos que o potencial de crescimento é limitado daqui para frente (ou seja, podemos estar no pico).

Além disso, o Brasil enfrenta agora a maior taxa Selic (15% ao ano) desde 2006 e, embora não sejam esperados novos aumentos, a taxa deve permanecer elevada pelo menos até o final de 2026. Como as contas poupança (principal fonte de financiamento para famílias de média/alta renda) têm sofrido saques massivos recentemente (R\$ 48 bilhões em saídas no acumulado do ano), esperamos que a recuperação do financiamento do setor demore mais para se concretizar, mesmo que as taxas de juros caiam.

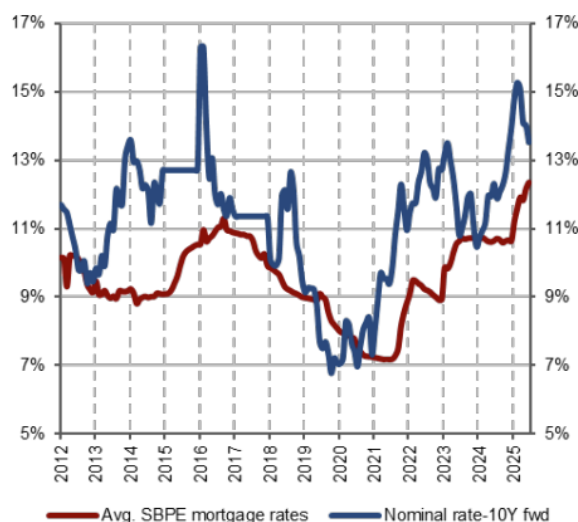
Figura 36: Depósitos de poupança, fluxos líquidos e resultado geral (R\$ bilhões, em termos nominais)



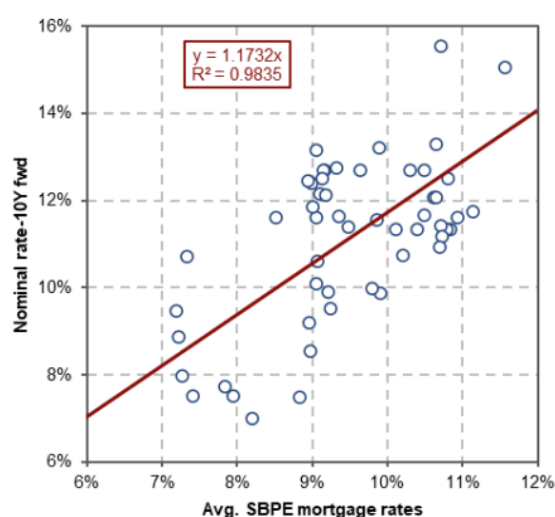
Fonte: Banco Central do Brasil, BTG Pactual

Com os atuais níveis de juros, acreditamos que seja improvável que as contas poupança, que oferecem um retorno fixo de TR+6,0% ao ano, atraiam novos recursos. Dados históricos mostram que as taxas de hipotecas estão intimamente ligadas aos yields soberanos de longo prazo;

quando esses yields aumentam, os poupadores tendem a realocar o capital para instrumentos de renda fixa mais lucrativos. Esse comportamento está por trás das recentes saídas das contas poupança, restringindo ainda mais a base de financiamento do setor.

Figura 37: Taxas hipotecárias vs. taxas de 10 anos


Fonte: Banco Central do Brasil e BTGPactual

Figura 38: Regressão: taxas hipotecárias x taxas de 10 anos


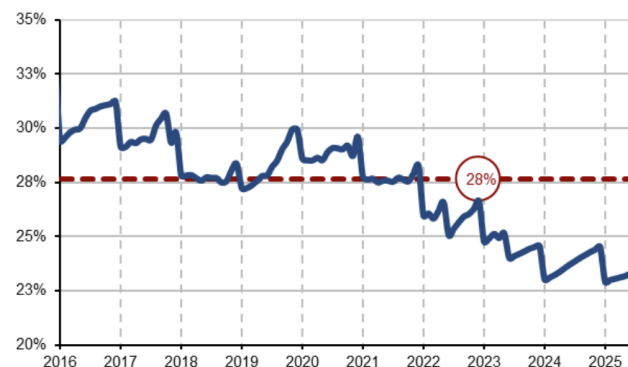
Fonte: Banco Central do Brasil e BTGPactual

Portanto, acreditamos que os investidores devem adotar uma abordagem mais seletiva na escolha de ações. Em nossa opinião, as construtoras listadas em bolsa estão relativamente bem posicionadas para navegar em uma possível recuperação, apoiadas por: (i) balanços patrimoniais sólidos (níveis de alavancagem abaixo das médias históricas); (ii) bancos de terrenos robustos, que permitem uma rápida aceleração nos lançamentos caso a demanda persista; (iii) ganhos de participação de mercado (os maiores players são mais capitalizados e profissionalizados) e (iv) maior exposição ao programa MCMV, que oferece maior resiliência em um ambiente macroeconômico desafiador.

Segmento de baixa renda

As incorporadoras que atuam no segmento de habitação de baixa renda continuam enfrentando um ambiente altamente favorável. O forte desempenho observado nos últimos anos é apoiado por: (i) demanda robusta, sustentada por um grande mercado potencial; (ii) condições atraentes no âmbito do programa MCMV; e (iii) disponibilidade de financiamento, dado o forte compromisso do governo com o segmento. Assim, a acessibilidade melhorou significativamente, impulsionando um aumento substancial nas vendas e lançamentos nesse segmento.

Figura 39: Índice de acessibilidade para compradores de imóveis de baixa renda (% da renda familiar mensal)



Fonte: Banco Central, Secovi, IBGE, BTG Pactual

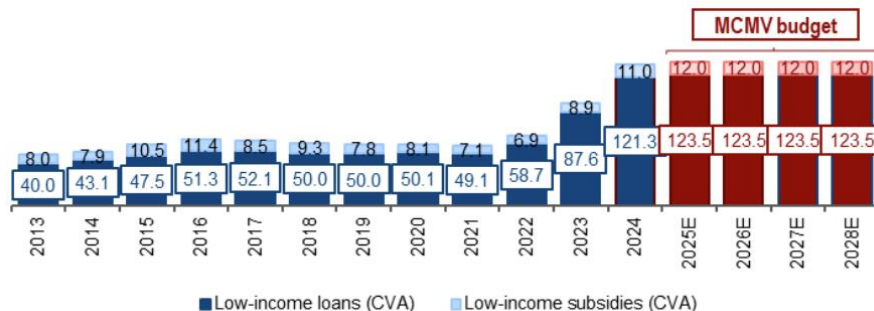
Figura 40: Mercado potencial de habitação de baixa renda (número de famílias elegíveis)



Fonte: Banco Central, Secovi, IBGE, BTG Pactual

Embora a disponibilidade de financiamento para o programa MCMV seja um fator importante a ser monitorado, não vemos o financiamento como uma restrição para as empresas. O programa é financiado pelo FGTS (Fundo de Garantia do Tempo de Serviço) com o orçamento atual para habitação de baixa renda de R\$ 152 bilhões/ano, um valor que vem aumentando gradualmente nos últimos anos. Além disso, acreditamos que o FGTS mantém um balanço patrimonial suficientemente robusto para sustentar esse nível de financiamento.

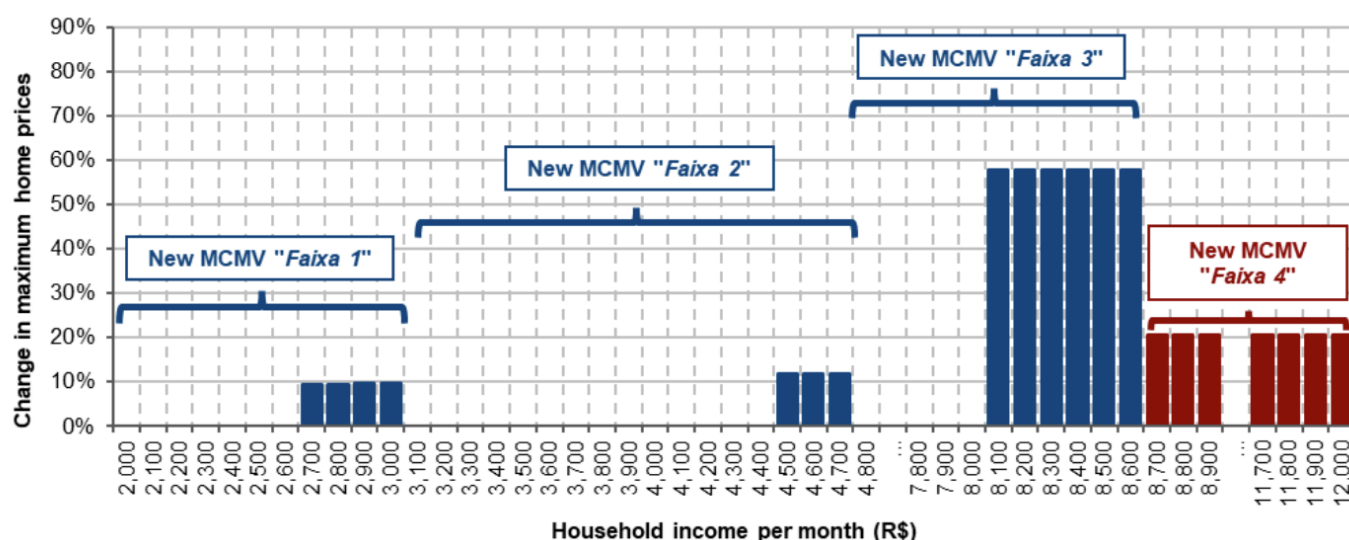
Figura 41: MCMV - Evolução do orçamento (R\$ bilhões)



Fonte: FGTS, BTG Pactual

Os programas de habitação para famílias de baixa renda sempre foram uma prioridade para o governo federal e passaram por uma série de ajustes positivos nos últimos anos. A atualização mais recente (abril/25) incluiu: (i) um aumento no limite de renda para elegibilidade; (ii) um aumento no teto do preço da casa para R\$ 500 mil, ante os R\$ 350 mil anteriores; e (iii) a criação da “Faixa 4”, uma nova faixa de renda voltada para famílias de renda média.

Figura 42: Aumento do preço máximo que uma família pode pagar por uma casa após as novas mudanças no MCMV



Fonte: ABRAINC, BTG Pactual

Tabela 4: Mudanças no programa MCMV – maior elegibilidade de renda em todas as faixas + MCMV “Faixa 4”

Tabela 4: Mudanças no programa MCMV - maior elegibilidade de renda em todas as faixas + MCMV Faixa 4													
Old MCMV	Income/month	Mortgage rates				Subsidy	New 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	R\$			SE, S, MW	NE, N	SE, S, MW	NE, N	R\$
"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

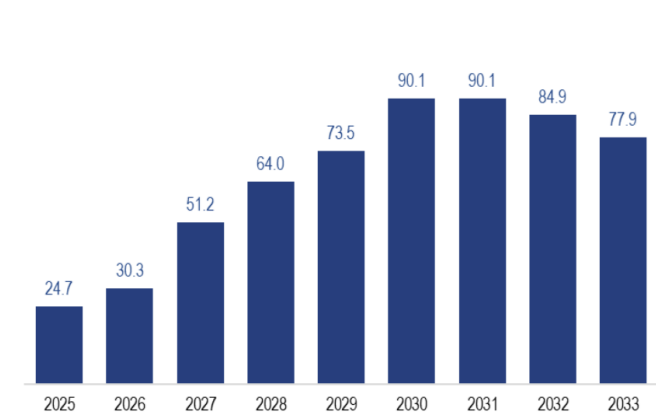
Fonte: FGTS, ABRAINC, BTG Pactual

O novo MCMV “Faixa 4” destina-se a famílias com renda entre R\$ 8.600 e R\$ 12.000 por mês, com taxas de hipoteca de TR+10,5% ao ano e preço máximo do imóvel de R\$ 500 mil. Os compradores de imóveis nessa faixa de renda eram anteriormente elegíveis para as condições hipotecárias do SBPE, o que significa que os novos termos devem aumentar seu poder de compra em cerca de 20%. Conforme mencionado anteriormente, a Moura Dubeux atua na Faixa 4 por meio de sua marca Mood.

Também vale a pena notar que o financiamento adicional para a Faixa 4 veio do Fundo Social do pré-sal (orçamento de R\$ 30 bilhões). De acordo com nossa análise, acreditamos que o Fundo Social é sustentável no longo prazo (fluxo saudável de recursos provenientes dos royalties do petróleo do pré-sal) e pode se tornar uma fonte de financiamento “recorrente” para o programa MCMV.

No geral, nossa opinião é que a Faixa 4 poderia proporcionar um impulso estrutural à habitação de média renda (o segmento naturalmente mais vulnerável às condições macroeconômicas) em um momento em que as contas poupança estão sofrendo saques significativos (conforme mostrado).

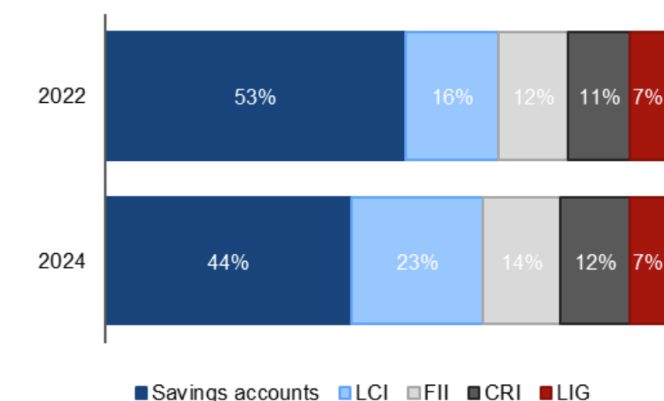
Figura 43: Estimativa de entradas anuais no Fundo Social (R\$ bilhões)



Fonte: BTG Pactual

Em resumo, mantemos uma postura positiva em relação ao segmento de baixa renda, pois (i) as condições do programa continuam altamente atraentes, apoiando a acessibilidade e, conseqüentemente, a demanda por moradias, e (ii) as empresas estão apresentando um forte momento de lucros, impulsionado por um crescimento substancial nos lançamentos e vendas, combinado com alta rentabilidade.

Figura 44: Estrutura de financiamento - Renda média/alta

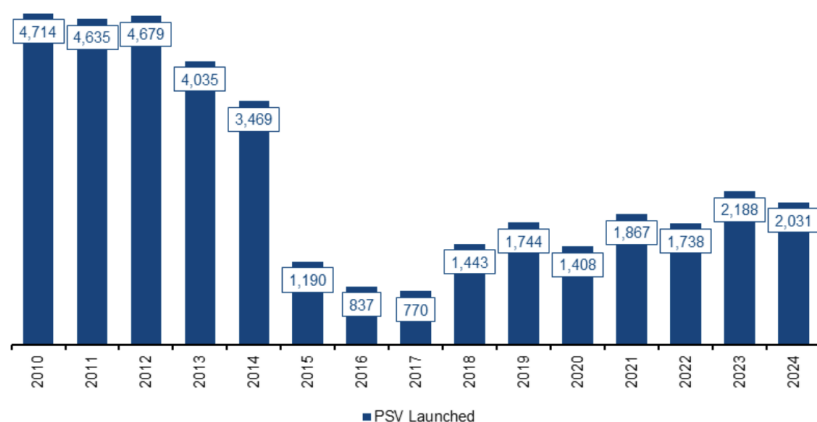


Fonte: ABRAINC, BTG Pactual

Dados operacionais por região

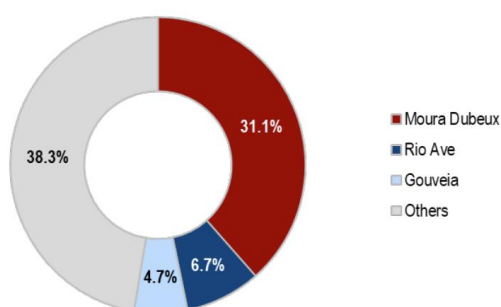
Recife

Figura 45: Lançamentos – segmento de média/alta renda (R\$ milhões)



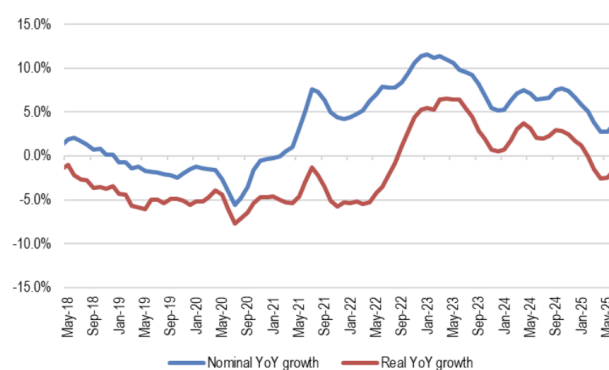
Fonte: Empresa, Prática, BTG Pactual

Figura 46: Participação de mercado (%; em termos de VGV*)



Fonte: Empresa, Prática, BTG | *Considerando os lançamentos dos últimos 10 anos

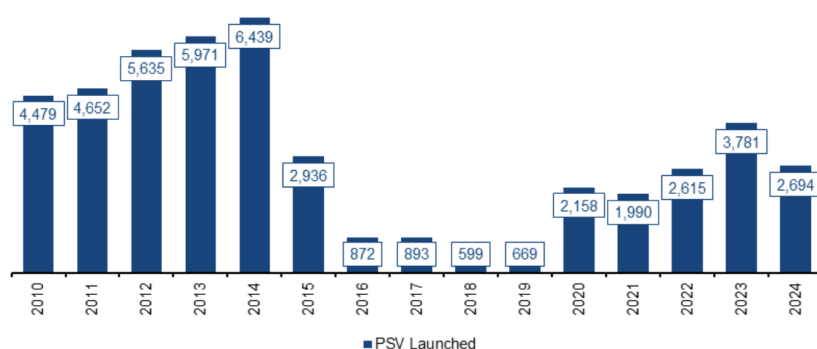
Figura 47: Crescimento nominal e real dos preços dos imóveis (%)



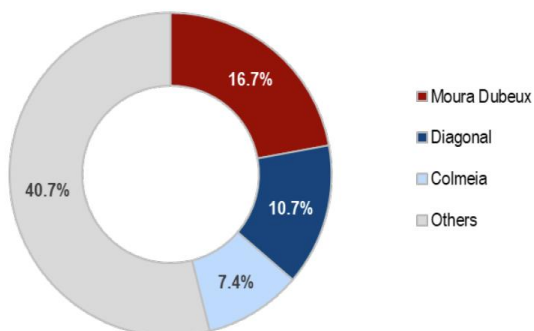
Fonte: Fipezap, BTG Pactual

Fortaleza

Figura 48: Lançamentos - segmento de média/alta renda (R\$ milhões)

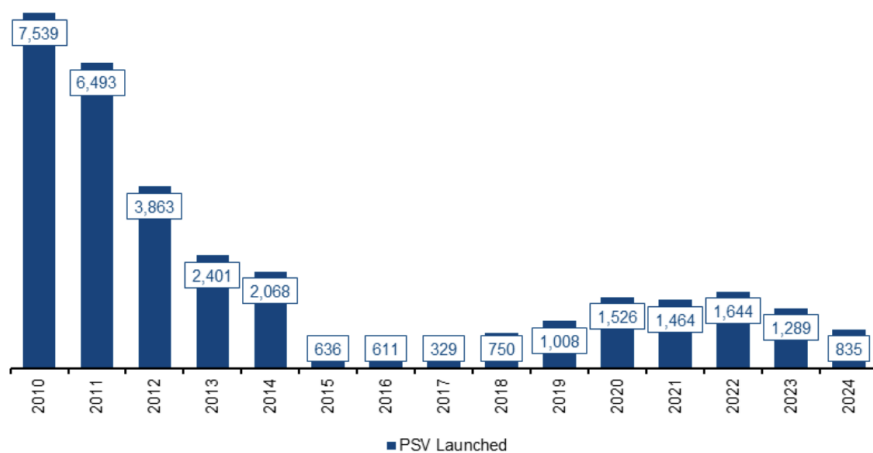


Fonte: Empresa, Prática, BTG Pactual

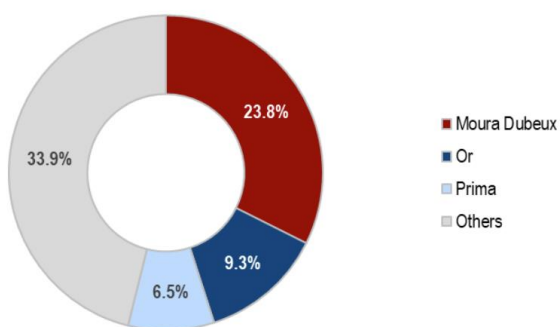
Figura 49: Participação de mercado (%; em termos de VGV*)


Fonte: Empresa, Prática, BTG | *Considerando os lançamentos dos últimos 10 anos

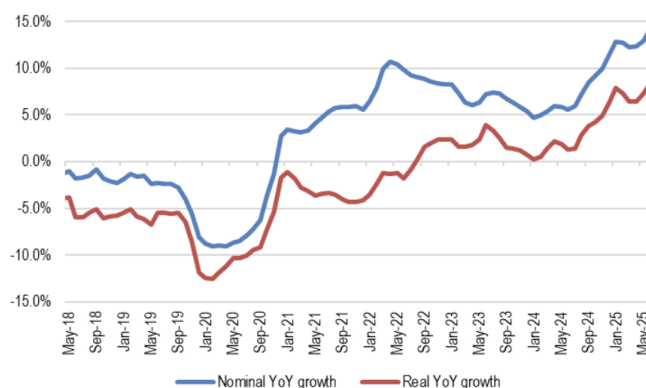
Salvador

Figura 51: Lançamentos - segmento de média/alta renda (R\$ milhões)


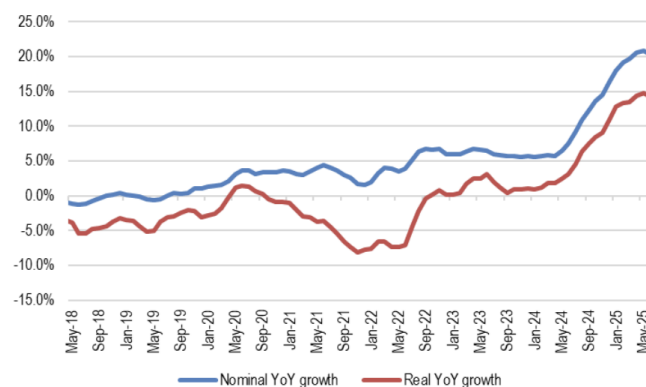
Fonte: Empresa, Prática, BTG Pactual

Figura 52: Participação de mercado (%; em termos de VGV*)


Fonte: Empresa, Prática, BTG | *Considerando os lançamentos dos últimos 10 anos

Figura 50: Crescimento nominal e real dos preços dos imóveis (%)


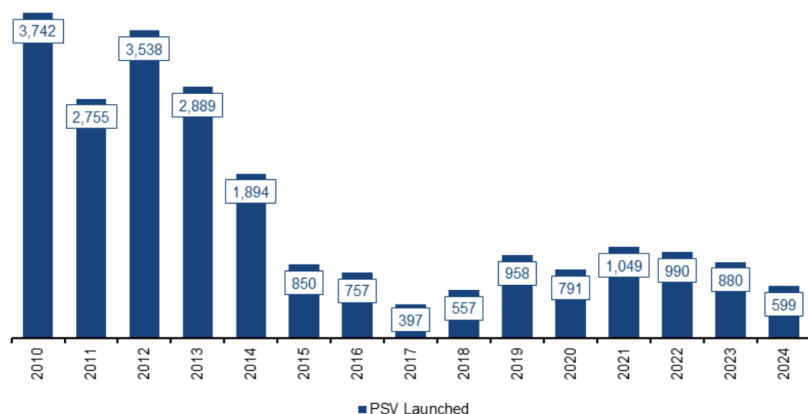
Fonte: Fipezap, BTG Pactual

Figura 53: Crescimento nominal e real dos preços dos imóveis (%)


Fonte: Fipezap, BTG Pactual

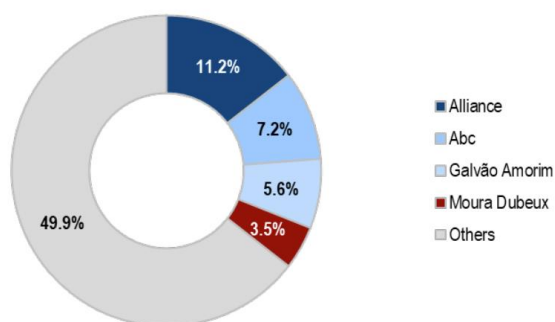
João Pessoa

Figura 54: Lançamentos - segmento de média/alta renda (R\$ milhões)



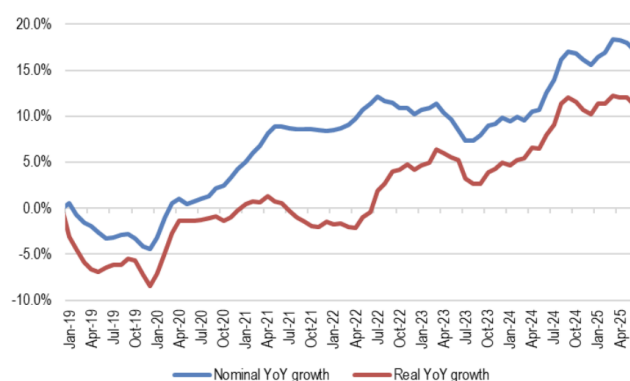
Fonte: Empresa, Prática, BTG Pactual

Figura 55: Quota de mercado (%; em termos de VGV*)



Fonte: Empresa, Prática, BTG | *Considerando os lançamentos dos últimos 10 anos

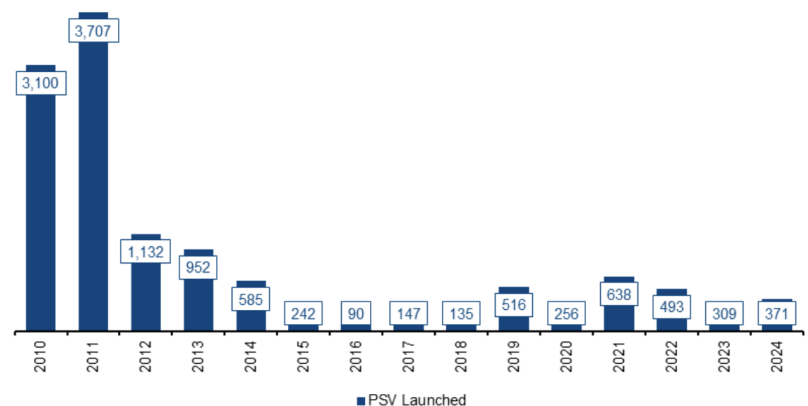
Figura 56: Crescimento nominal e real dos preços dos imóveis (%)



Fonte: Fipezap, BTG Pactual

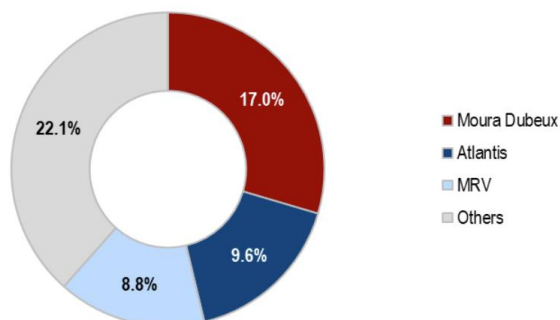
Natal

Figura 57: Lançamentos - segmento de média/alta renda (R\$ milhões)



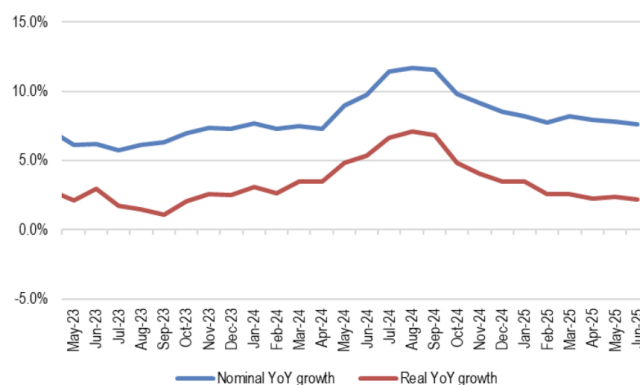
Fonte: Empresa, Prática, BTG Pactual

Figura 58: Participação de mercado (%; em termos de VGV*)



Fonte: Empresa, Prática, BTG | *Considerando os lançamentos dos últimos 10 anos

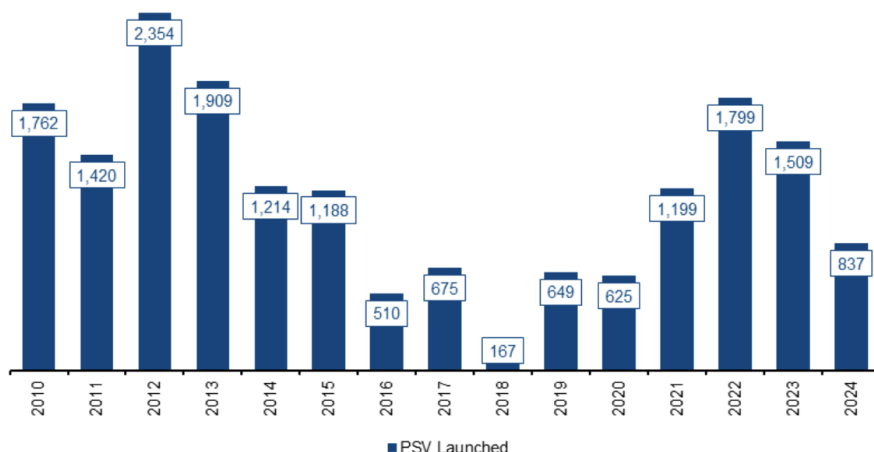
Figura 59: Crescimento nominal e real dos preços dos imóveis (%)



Fonte: Fipezap, BTG Pactual

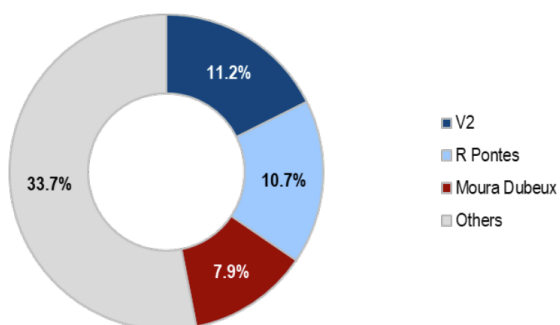
Maceió

Figura 60: Lançamentos - segmento de média/alta renda (R\$ milhões)



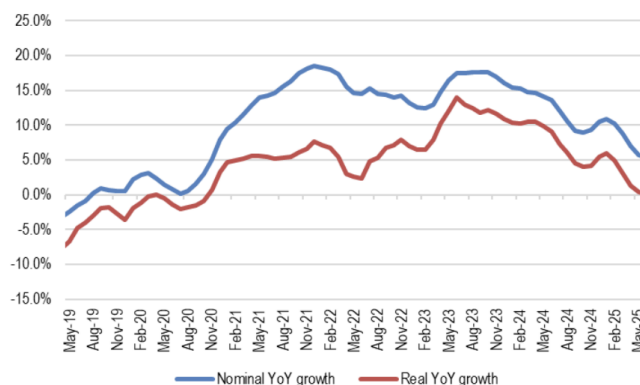
Fonte: Empresa, Prática, BTG Pactual

Figura 61: Participação de mercado (%; em termos de VGV*)



Fonte: Empresa, Prática, BTG | *Considerando os lançamentos dos últimos 10 anos

Figura 62: Crescimento nominal e real dos preços dos imóveis (%)



Fonte: Fipezap, 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 vinculados 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, consequentemente, 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