



Operação Condor

Carlos Herrera, CNPI*



13 de setembro de 2021

Contra lucros não têm argumentos

- GUAR3 – 2T21: Tempos melhores à frente. Fique de olho
- PTBL3 – 2T21: Mercado em alta e crescimento. Fique de olho
- TRIS3 – 2T21: Qual crise? Comprar
- TCSA3 – 2T21: A paciência pode ter uma recompensa. Comprar

Caros assinantes,

Em um contexto de alta volatilidade política, em que todos os dias existem discussões sobre terceiras vias e se tal ou qual personagem deveria ir embora ou ficar, o melhor é sentar e fazer o dever de casa do investidor: analisar os resultados, atualizar os modelos e verificar se as teses estão indo conforme nós esperávamos.

Dessa primeira parte da análise, o spoiler que lhes entrego é que, no geral, as nossas teses estão andando, e contamos com bons argumentos para nos manter confiantes com as nossas posições. A razão principal é a seguinte. Muito poderá ser discutido sobre política, taxas de juros e até métodos de *valuation*. Mas, ninguém vem discutindo sobre os lucros.

Por favor, lembrem-se de que estamos entregando comentários diários sobre assuntos relevantes das nossas carteiras em nossos canais no Telegram. Todas as suas dúvidas serão bem-vindas no e-mail operacao@condorinsider.com. Caso não esteja inscrito em nosso canal no Telegram, entre em conosco no Whatsapp corporativo (+55-11-94575-2159).

Um abraço para todos vocês,

Carlos Herrera

OPERAÇÃO CONDOR

ATUALIZAÇÃO

Carlos Herrera, CNPI*
operacao@condorinsider.com

Guararapes – GUAR3

Comprar

Preço (13/09/21): R\$14,77

Preço justo: R\$ 22,00

Preço teto: R\$ 14,65

Market Cap (R\$ Bi): 7,36

Portobello – PTBL3

Comprar

Preço (13/09/21): R\$12,66

Preço justo: R\$ 18,00

Preço teto: R\$ 12,00

Market Cap (R\$ Bi): 1,97

Trisul – TRIS3

Comprar

Preço (13/09/21): R\$7,75

Preço justo: R\$ 12,00

Preço teto: R\$ 8,80

Market Cap (R\$ Bi): 1,41

www.condorinsider.com

Todos os direitos reservados

Material de uso pessoal e intransferível

Guararapes (GUAR3): 2T21 – Se preparando para tempos melhores. Fique de olho.

A transformação digital da empresa deu mais um passo importante no segundo trimestre com a inauguração do seu Market Place, que já conta com aproximadamente 100 vendedores e mais de 110 mil produtos. Vale mencionar que eles atingiram essa marca em apenas 2 meses completos de operação.

Adentrando no mundo da omnicanalidade, foi a primeira empresa do varejo de moda a disponibilizar os produtos do *market place* em uma loja física. Fora isso, 100% das unidades já contam com o modelo de prateleira infinita, o que aumentou o faturamento dessa linha em mais de 7x vs o 1T21. Finalmente, as categorias agora passaram a contar com eletrodomésticos, móveis, vinhos e produtos para pets.

Para lidar com o aumento de demanda online, todas as lojas passaram a ter operações *de Ship from Store*, que já representam 45% das vendas originadas nos canais digitais; enquanto, as vendas e serviços por WhatsApp apresentaram um crescimento de 128% vs. o 1T21.

Em paralelo a todas as medidas omni, lançaram, também, o aplicativo Midway, que é uma nova plataforma integrada de serviços financeiros que conta com cartões, conta digital, empréstimos e seguros. Dessa maneira, o Grupo Guararapes deixará de ser um local somente de compras e se tornar o “braço” direito do cliente, ajudando em diversas esferas do dia a dia.

Figura 1. Resumo dos resultados da Guararapes 2T21

Dados Operacionais	2T21	2T20	2T19	21 vs 20	21 vs 19
Receita Líquida Consolidada (R\$ MM)	1.672,7	885,9	1.860,7	88,8%	-10,1%
Receita Líquida Consolidada de Mercadorias (R\$ MM)	1.287,3	371,6	1.256,9	246,4%	2,4%
Evolução nominal "Todas Lojas" sobre mesmo período do ano anterior	246,4%	-70,4%	-0,4%		
Evolução nominal "Mesmas Lojas" sobre mesmo período do ano anterior	231,1%	-69,7%	-1,6%		
Número de lojas em Reforma durante o Período	6	0	9		
Quantidade total de Lojas ao final do período	338	323	315	4,6%	7,3%
Área de vendas em mil m ² ao final do período	677,0	667,4	651,9	1,4%	3,8%
Receita líquida por m ² (R\$ por m ²)					
Receita líquida pela área média de vendas do período	1.912,8	556,8	1.931,8	243,5%	-1,0%
Ticket Médio Total (R\$)	156,4	167,2	134,5	-6,4%	16,3%
Ticket Médio do Cartão Riachuelo (R\$)	212,6	204,7	189,2	3,8%	12,4%
Número de colaboradores (Grupo)*	32.410	35.951	36.485	-9,9%	-11,2%

Fonte: Empresa

A receita líquida consolidada atingiu R\$1.7 bilhão, 10% abaixo do que foi registrado no 2T19, sendo dividida em R\$ 1.2 bilhão das vendas de mercadoria, R\$ 369 milhões da Midway financeira e R\$15 milhões da Midway Mall.

Para entender melhor os resultados, vamos destrinchar os principais pontos de cada uma das linhas operacionais da empresa.

Venda de mercadorias: afetadas pela segunda onda da Covid. As restrições à mobilidade se refletiram em lojas físicas operando com 72% da capacidade no que se refere a horas de funcionamento. As vendas nas mesmas lojas (SSS) caíram 0,6% em relação ao 2T19, sendo que, em abril, apresentaram queda de 15% (o mês de maior impacto).

Problemas na cadeia de chips impactou a venda de eletrônicos, com crescimento de 2,5% nas mesmas lojas, quando comparado com o 2T19.

Midway Financeira: para rir é preciso chorar. O principal motivo da queda de 37% versus o 2T19, foram **os menores volumes** decorrentes do fechamento das lojas durante o trimestre (segunda onda da Covid), menor emissão de cartões novos e a redução na concessão de empréstimos pessoal. Dado que as últimas duas medidas são consistentes com um maior conservadorismo no que se refere ao perfil de risco da carteira, depois desses ajustes, esperamos que nos próximos trimestres, comece uma recuperação sadia.

O lucro bruto atingiu R\$ 862 milhões, 28% abaixo do 2T19. Além disso, contou com margem bruta consolidada de 51%, com uma contração de 13 pontos percentuais, quando comparado com o mesmo período de 2019. Essa redução é proveniente dos custos de ociosidade enquanto as lojas estavam fechadas e dos maiores descontos nas renegociações dos créditos vencidos na parte financeira.

Já as despesas operacionais, finalizaram o trimestre em R\$726 milhões, 6% acima do 2T19. O crescimento controlado e abaixo da inflação (11%), é proveniente das medidas de orçamento base zero, que foram parcialmente compensadas pelo aumento das despesas com renegociações de créditos, maiores gastos com mídias digitais e expansão das vendas online.

Figura 2. Despesas operacionais

Despesas Operacionais (R\$ Mil)	2T21	2T20	2T19	21 vs 20	21 vs 19
Despesas com Vendas	(504.945)	(252.734)	(485.077)	99,8%	4,1%
Despesas Gerais e Administrativas	(221.357)	(206.362)	(200.115)	7,3%	10,6%
Total Despesas Operacionais	(726.302)	(459.096)	(685.192)	58,2%	6,0%
Total Despesas Operacionais / Rec. Líq. Consolidada	43,4%	51,8%	36,8%	-8,4 p.p.	6,6 p.p.

Fonte: empresa

Com isso, o EBITDA atingiu R\$ 204 milhões, 13% abaixo do 2T19, com margem de 12%, em linha com o mesmo período de 2019.

Figura 3. EBITDA Ajustado por área de atuação

EBITDA Ajustado (R\$ Mil)	2T21	2T20	2T19	21 vs 20	21 vs 19
EBITDA de Mercadorias	101.445	(171.520)	129.377	n.m.	-21,6%
Resultado da Operação Financeira	88.448	(118.474)	89.749	n.m.	-1,4%
EBITDA Midway Shopping	14.364	(1.034)	15.652	n.m.	-8,2%
EBITDA Consolidado Ajustado	204.257	(291.029)	234.778	n.m.	-13,0%

Fonte: empresa

A despesa financeira líquida caiu 5% versus o 2T19 devido à queda da dívida líquida para R\$ 1.5 bilhão (-2,7% menor ao 2T20), equivalente a um índice Dívida Líquida/EBITDA de 2,4x. Ainda está longe do nível de 1,1x pré-pandemia, mas é uma queda relevante versus o pico do Covid (3,4x no 2T20).

Finalmente, o lucro líquido foi de R\$ 46 milhões, contra R\$ 54 milhões do 2T19. É importante lembrarmos que o forte impacto dos fechamentos realizados em abril, foram compensados pela maior rentabilidade nos meses de maio e junho.

Apesar do cenário desafiador do setor, a GUAR3 conseguiu reduzir em 30 dias o ciclo financeiro em relação ao 2T219, atingindo 151 dias. Os principais fatores foram:

- 1) Aumento de 56 dias no ciclo de pagamento a fornecedores.
- 2) Aumento de 35 dias no ciclo de estocagem, decorrente do menor período de operação no trimestre.
- 3) Redução de 8 dias no ciclo do contas a receber.

Como vimos antes, os resultados do grupo estão bem próximos aos apresentados no período pré-pandemia, mesmo com as lojas operando com restrições durante o mês de abril. Para os próximos resultados, estamos esperando uma recuperação que chegue aos níveis de 2019, com uma grande participação dos novos produtos da estratégia omnichannel.

No entanto, no consolidado, por conservadorismo, reduzimos as nossas estimativas e esperamos que a empresa supere levemente os números de 2019 em 2022. Nesse cenário, GUAR3 hoje negocia abaixo de 6x EV/EBITDA e menos de 10x preço/lucro. Dado que existem vários gatilhos para termos possíveis upsides em resultados, a nossa recomendação continua sendo **ficar de olho** para Comprar quando GUAR3 cair do nosso preço teto.

Lembrando alguns dos gatilhos:

- 1) **Possível monetização de ativos ou otimização da estrutura financeira:** através de venda ou engenharia financeira com ativos (*sale and leaseback*) como Midway Mall e lojas próprias.
- 2) **Expansão e amadurecimento de lojas:** desde 2019, a GUAR3 continuou se expandindo e esperamos que em 2022 a companhia feche com uma base pelo menos 8% superior em m² em relação a 2019.
- 3) **Novos formatos:** a empresa continua se expandindo com sucesso na Casa Riachuelo e Carter's.

Portobello (PTBL3): 2T21 – Mercado em alta e nova unidade nos Estados Unidos. Fique de olho

A maior empresa de revestimentos cerâmicos do Brasil, divulgou, mais uma vez, fortes resultados. O lucro líquido no trimestre atingiu R\$ 40 milhões, 66% acima do 2T19 e em linha com o 1T21.

Ademais, deram novas informações sobre o novo projeto da fábrica americana, com a contratação da Avison Young para auxiliar no financiamento de US\$ 80 milhões.

A unidade será a nova sede administrativa da Portobello América e contará com uma capacidade de 7,1 milhões de m²/ano, receita anual superior a US\$ 100 milhões e deverá entrar em operação em 2023.

Figura 4. Principais destaques dos resultados da Portobello no 2T21.

	2T20	2T21	▲	Absoluto
Receita Líquida	241,7	464,3	92,0%	222,6
Lucro Bruto	55,6	190,4	242,2%	134,8
Margem Bruta	23,0%	41,0%	18,0 p.p.	
Lucro Bruto Ajustado e Recorrente	82,3	190,4	131,4%	108,1
Margem Bruta Ajustada e Recorrente	34,1%	41,0%	6,9 p.p.	
EBIT	(9,4)	66,7	-809,0%	76,1
Margem EBIT	-3,9%	14,4%	18,3 p.p.	
Lucro Líquido	51,7	40,3	-22,0%	-11,4
Margem Líquida	21,4%	8,7%	-12,7 p.p.	
Lucro Líquido Ajustado e Recorrente	8,8	40,3	358,5%	31,5
Margem Líquida Ajustada e Recorrente	3,6%	8,7%	5,0 p.p.	
EBITDA	4,6	82,6	1696,6%	78,0
Margem EBITDA	1,9%	17,8%	15,9p.p.	
EBITDA Ajustado e Recorrente	15,7	82,6	426,4%	66,9
Margem EBITDA Ajustado e Recorrente	6,5%	17,8%	11,3 p.p.	
Capital de Giro (R\$)	223,7	223,9	0,1%	0,2
Ciclo de Conversão de Caixa (dias)	75	27	-64,0%	-48
Dívida Líquida	467,6	469,4	0,4%	1,8
Dívida Líquida/EBITDA	4,6	1,6	-65,5%	-3,0
Dívida Líquida/EBITDA Ajustado e Recorrente	5,1	1,6	-69,2%	-3,5

Fonte: Empresa.

A receita líquida atingiu R\$ 464 milhões, 12% acima do 1T21, essa melhora é decorrente de:

- maiores volumes de vendas;
- melhoria no mix de produtos, com concentração em mercadorias de maior valor agregado;
- aumento da participação da Portobello Shops;
- crescimento das vendas internacionais; e
- impacto positivo do câmbio na receita.

Além disso, a Portobello conseguiu aumentar o seu *market share* durante o período no mercado interno, uma vez que as vendas provenientes do Brasil cresceram 89% vs 2T20 e, segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Cerâmica para Revestimentos, o mercado de revestimento cresceu 33% no mesmo período.

A maior utilização da capacidade das fábricas compensou parcialmente o aumento dos preços das matérias primas. Com isso, o lucro bruto foi 7% superior ao 1T21, com uma leve redução de 1.9 p.p. na margem.

Essa alavancagem operacional permitiu uma melhora na relação entre as despesas operacionais e a receita líquida, ao atingir 26% da receita, contra 27,2% do 1T21 e 31% do 2T20. O único componente que trouxe algum alerta foi a despesa com vendas, que cresceram 44% vs o 2T20 e 11% vs 1T21. No entanto, esse aumento é explicado pelo aumento das vendas no varejo, novo centro de distribuição no Paraná e reajustes salariais.

Dessa forma, o EBITDA atingiu R\$ 82 milhões, bem acima do 2T20 e R\$ 2 milhões superior ao 1T21. Já a margem, esta sofreu uma redução de 1,6 pontos percentuais contra o primeiro trimestre do ano.

Sendo assim, o lucro líquido atingiu R\$40,3 milhões, em linha com o primeiro trimestre, e com margem de 8,7% no 2T21, 1 p.p. abaixo do 1T21.

Melhor que lucrar é gerar caixa!

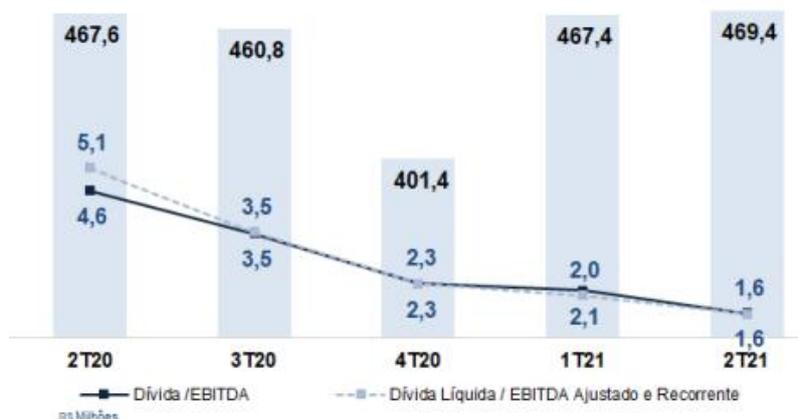
Indo além do lucro líquido do trimestre, o fluxo de caixa operacional quase dobrou quando comparado com o 1T21, atingindo R\$ 78 milhões, com um fluxo de caixa livre (resultado da subtração do fluxo de caixa operacional com o de investimentos) de R\$39,4 milhões.

Essa melhora na parte operacional é explicada pela otimização de 8 dias no ciclo de conversão de caixa, que passou a ser de 27 dias.

Fora os investimentos, a empresa ainda pagou dividendos (R\$ 43 milhões), recomprou ações (R\$ 1 milhão) e a amortizou dívidas (R\$98 milhões). Com isso, o caixa reduziu R\$ 68 milhões no período, terminando em R\$ 174 milhões.

Por fim, queríamos ressaltar a baixa alavancagem da empresa quando comparado com a sua geração de caixa operacional, medida pelo EBITDA, que terminou em 1.6x.

Figura 5. Evolução da dívida líquida vs. Dívida Líquida/EBITDA



Fonte: Empresa

Com um perfil de endividamento bem alongado, com somente 34% vencendo nos próximos 12 meses, mais uma vez ficamos tranquilos ao vermos que, ao invés de ser uma empresa endividada e com uma fraca comunicação com o mercado, agora a companhia é um case mais equacionado em que o management pode focar no crescimento.

O que esperar do futuro?

Esperamos que o mercado de construção continue aquecido, principalmente nos próximos 36 meses, período que contará com forte número de entregas imobiliárias (empreendimentos lançados em 2019, 2020 e primeiro semestre de 2021).

A empresa ressaltou, tanto no release como na teleconferência, que mesmo com a pressão nos custos, tenderão a trabalhar com uma margem bruta de 40%. Para isso, eles estão repassando o aumento dos custos, melhorando o mix, controlando o aumento dos custos e trabalhando para otimizar a produtividade da fábri.

Ademais, os investimentos deverão continuar na ampliação das lojas da Portobello Shop, expansão da fábrica de Tijuca e crescimento da Portobello América. Para isso, pretendem não ultrapassar a marca de 2,5x Dívida Líquida/ EBITDA, o que nos parece factível se essa geração de caixa continuar tão sólida.

Um ponto interessante é que mais uma vez houve movimentações de *insiders* no mês de agosto. De acordo com o divulgado perante a CVM, a PTBL3 não somente executou o seu plano de recompra por ~R\$64 milhões e PM (preço médio) de R\$13,76/ação. Mas também os controladores, conselheiros e administradores que compraram R\$2 milhões com PM de aproximadamente R\$13/ação.

Essas movimentações são consistentes com as recompras que verificamos da Dexco (DXCO3), principal concorrente da companhia. Elas atingiram R\$31,5 milhões com PM de R\$ 21,06/ação.

Com resultados potentes nos últimos trimestres (que deveriam continuar nos próximos 12 meses), planos de expansão e geração de caixa bem sólida, o papel ainda tem um bom upside, consistente com a recomendação de **Ficar de Olho** para comprar quando cair do preço-teto.

A modo de referência, sob as nossas projeções para 2022, estaria negociando abaixo de 7x EV/EBITDA e por volta de 10x preço/lucro. Esses múltiplos estão descontados em relação à principal comparável, **Dexco (DXCO3)**, que negocia por volta de 9x EV/EBITDA.

Trisul (TRIS3) – 2T21: Num país sem crise. Comprar

Diferente do que se imagina ao olhar a cotação da empresa, a **TRIS3 entregou mais um forte resultado**. Por este motivo, pedimos desculpas por sermos tão repetitivos.

No 2T21, a companhia teve um lucro de R\$ 35 milhões, em linha com o 1T21 e 2T20. A receita líquida cresceu 5% a/a e 4% t/t. Já o EBITDA, foi de R\$ 46 milhões, igual ao do 1T21 e 9% superior ao 2T20.

No trimestre, foram lançados 2 empreendimentos de médio padrão com um VGV de R\$413 milhões. A velocidade de venda sobre oferta (VSO), ficou em 15%. Vale mencionar que durante a teleconferência de resultados, o management reforçou que não pretendem renunciar aos repasses de custos para aumentar a VSO e que possuem o objetivo de manter a margem bruta estável.

Por fim, foram adquiridos 3 novos terrenos com um VGV potencial de R\$ 413 milhões. Com isso, o *Landbank* ficou em R\$ 5 bilhões.

Figura 6. Principais destaques dos Resultados do 2T21 – Trisul.

Informações Financeiras (R\$ mil)	2T21	2T20	Var. %
Receita Operacional Bruta	214.940	206.119	4%
Receita Operacional Líquida	210.897	200.171	5%
Lucro Bruto	77.765	66.292	17%
% Margem Bruta	36,9%	33,1%	3,8 p.p.
Lucro Bruto Ajustado ⁽²⁾	79.799	69.528	15%
% Margem Bruta Ajustada	37,8%	34,7%	3,1 p.p.
Lucro Líquido	35.472	35.580	0%
% Margem Líquida	16,8%	17,8%	-1 p.p.
EBITDA ⁽³⁾	46.098	42.260	9%
EBITDA Ajustado ⁽⁴⁾	48.132	45.496	6%
% Margem EBITDA Ajustado	22,8%	22,7%	0,1 p.p.

Fonte: Release de resultados.

A receita líquida no 2T21 foi de R\$210 milhões, 5% e 4% superior aos resultados do 2T20 e 1T21, respectivamente. O lucro bruto foi de R\$ 78 milhões, 17% acima do 2T20 e em linha com o primeiro trimestre do ano, com elevação da margem bruta de 3,8p.p. e queda de 1.8p.p. contra o 1T21.

A receita de vendas de imóveis a serem apropriadas registrou R\$ 188 milhões, 9% acima do 1T21, com margem bruta de 39%, redução de 1 ponto percentual.

Mesmo com o aumento da receita, **a companhia conseguiu reduzir as despesas** em relação ao primeiro trimestre, principalmente nas seguintes linhas:

- i) Assessoria e consultorias, - R\$ 1milhão
- ii) Promoção de vendas, - R\$ 455 mil
- iii) Estande de vendas, - R\$548 mil
- iv) Outros, com ganho de R\$476 mil

Por esses motivos, o EBITDA foi de R\$ 46 milhões, 9% acima do 2T20 e em linha com o 1T21. Quando olhamos a margem, ela apresentou uma pequena retração comparada ao primeiro trimestre e se manteve igual ao 2T20.

O endividamento bruto da empresa segue em linha com o apresentado no trimestre anterior, porém, decorrente do menor volume de caixa a dívida líquida aumentou 19%. Mesmo assim, a empresa conseguiu reduzir a sua despesa financeira líquida em 7%.

Vale mencionar que o nível de endividamento da empresa é extremamente confortável e não nos preocupa.

Consequentemente, o resultado líquido foi de R\$ 35 milhões, em linha com o 1T21 e 2T20.

O setor inteiro vem sendo impactado pelo aumento de custos, refletidos na alta do INCC, como: i) queda de margens; ii) menores vendas pelos reajustes; iii) grande estoque de imóveis, o que poderá impactar os preços dos imóveis futuros.

Mas como vimos acima, os resultados da companhia seguem consistentes com o seu histórico, e a visão do *management* de focar na margem e não na velocidade de venda, nos agrada. Com certeza, haverá algum efeito relacionado as margens, mas ainda enxergamos como uma

situação possível a companhia entregar um ROE na casa de 15% em 2022, o que não estaria precificado no atual valuation de ~1,1x p/vp. Portanto, a nossa recomendação é de **Compra**.

Tecnisa (TCSA3) – 2T21: A paciência pode ter uma recompensa. Comprar

Como já vinhamos avisando, tanto no Telegram como nos relatórios, os resultados do 2T21 da Tecnisa continuam fracos e deixando bastante a desejar. Por esse motivo, durante esse relatório iremos comentar mais sobre as oportunidades futuras que a empresa divulgou e que reforçam a nossa confiança no fim do turnaround.

No trimestre foi lançado um empreendimento com um VGV de R\$165 milhões, dos quais R\$ 38 milhões já foram vendidos. Além disso, dois novos projetos, com VGV de R\$293 milhões, estão em fase de pré-lançamento, com os estandes de vendas já prontos: o primeiro com previsão para ser lançado em agosto; e o outro, em setembro.

Após esses lançamentos, a companhia terá atingido 60% da faixa mínima do guidance, que vai de R\$ 1,2 a R\$ 1,5 bilhão. Fora isso, existem mais 5 projetos já aprovados pela prefeitura, com um VGV de R\$ 956 milhões, o que reforça a nossa decisão de permanecer no papel.

Figura 7. Carteira de terrenos por estágio de desenvolvimento (%TCSA, milhões de reais)



Fonte: Press Release

Ademais, o landbank %Tecnisa, foi de R\$5,6 bilhões no 2T21, dos quais R\$ 2,8 bilhões estão localizados no Jardim das Perdizes (JP).

Vale mencionar que o JP recebeu uma proposta de aquisição de até 38% pelo valor de R\$ 380 milhões. Como a TCSA possui 57,7% do empreendimento, sua participação seria equivalente a R\$ 561 milhões. Posteriormente, a proposta foi desfeita.

Seguindo a estratégia de otimizar o portfólio, foram vendidos 3 terrenos não estratégicos localizados em: Manaus, Curitiba e São Paulo, por R\$ 19 milhões. Mesmo com essa operação não gerando lucros para companhia, vemos com bons olhos a determinação da gestão em focar nas regiões em que possuem a maior *know-how*.

Antes dos resultados, gostaria de citar o ótimo trabalho que a empresa vem entregando na gestão dos estoques concluídos, que no 2T19, representavam R\$ 613 milhões e, agora no 2T21, representam somente R\$ 81 milhões.

Preparando o terreno para crescer.

A receita líquida apresentou um crescimento de 94% e 100% em relação ao 2T20 e 1T21, respectivamente. Os principais motivos para tal evolução foram:

- Apropriação dos últimos lançamentos com a baixa das respectivas cláusulas suspensivas.
- Venda dos três terrenos não estratégicos.
- Aumento do INCC de 4,48% no 2T21.

Os custos subiram 65% vs 2T20 e 115% contra o 1T21, principalmente pelos maiores gastos provenientes das receitas extras explicadas acima (item a e b). Já o custo financeiro decorrente das dívidas corporativas dos projetos e financiamento à produção teve uma redução de 63% vs 2T20 e de 6% vs 1T21.

Com isso, o lucro bruto foi de R\$ 7 milhões, revertendo o prejuízo apresentado no 1T21 e no 2T20, a margem bruta atingiu 12%, impactada negativamente pela venda dos terrenos (uma vez que a operação não gerou lucros).

É importante mencionar que a Tecnisa terminou o trimestre com R\$ 60 milhões de receita a apropriar e margem bruta de 29%. **O que reforça mais uma vez o nosso viés positivo para o papel.**

No que tange às despesas operacionais, houve uma redução de 10%, a/a, e de 32% vs o 1T21. A forte retração em relação ao trimestre anterior é explicada pelas despesas com alguns projetos que se concentraram no 1T. Além disso, no 2T21 a companhia foi impactada positivamente por uma reversão de R\$ 7 milhões na provisão de incentivo de longo prazo.

O resultado de equivalência patrimonial foi positivo em R\$ 16 milhões.

A linha de outras receitas/despesas operacionais representaram um prejuízo de R\$47 milhões, como consequência dos seguintes eventos não recorrentes:

- Acordo para resolução do processo judicial que envolvia a aquisição de um terreno em São Paulo, em R\$ 42 milhões.
- Indenização de clientes, em R\$ 7 milhões.
- Amortização do saldo de remensuração de investimentos, em R\$ 3 milhões.
- Reversão de provisões cíveis, em R\$ 9 milhões.

Devido aos motivos apresentados, o EBITDA foi negativo em R\$ 39 milhões.

Figura 8. EBITDA Ajustado

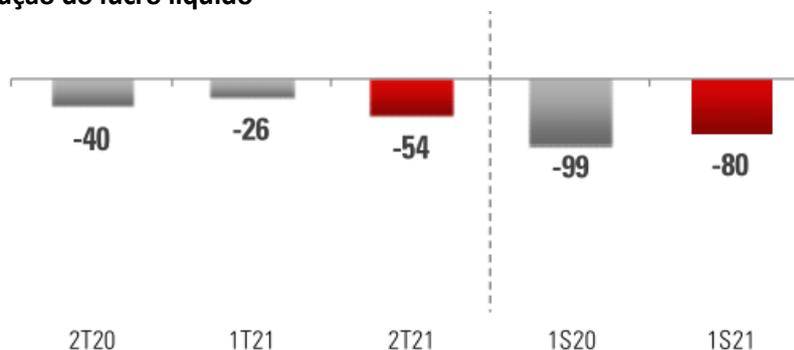


Fonte: Press Release

Com o aumento do saldo de empréstimos e financiamentos, alta dos juros, menor carteira de recebíveis (decorrente da securitização feita no 1T21) e o acordo com a CDE, citado acima, as despesas financeiras atingiram R\$ 12 milhões.

Consequentemente, o prejuízo líquido do trimestre foi de R\$ 54 milhões.

Figura 9. Evolução do lucro líquido



Fonte: Press Release

TCSA3 segue barata? Exercício de valuation:

Mesmo com o prejuízo e as demais empresas do setor também sofrendo, será que vale a pena manter a posição?

Se baseando somente no valor oferecido pelo Jardim das Perdizes, já comentado acima, esses 57,5% de participação valem aproximadamente R\$560 milhões. Se somarmos R\$431 milhões do valor de mercado do estoque e restarmos a dívida líquida de R\$385 milhões, então o **NAV (net asset value)** seria de **R\$607 milhões versus market cap de ~R\$420 milhões**.

Isso se considerarmos que o restante do landbank (VGV potencial de R\$2,8 bilhões) vale **zero**. Mesmo assim, o **NAV/ação da TCSA3 seria de R\$8,25/Ação**. Com o papel negociando por R\$ 5,70/ação, temos que o upside seria de ~45%. Reparem que isso seria num valuation de estresse, em que a empresa decidiria vender todo o que ela detém no Jardim das Perdizes e dar de presente esse landbank de quase 3 bilhões para alguém. Ou seja, a TCSA3 está barata, pois mesmo num caso extremo, ela valeria mais do que o mercado está disposto a pagar por ela hoje.

Dado que não parece muito racional dar de presente, terrenos, se avaliarmos o landbank que resta (R\$2,8bi) por 10% do potencial, isso poderia valer uns R\$300 milhões. Somando ao NAV anterior, chegaríamos a mais ou menos **R\$12/ação**. Ou seja, o mercado está projetando que a TCSA3 é uma empresa zombie que dará um jeito de destruir valor na perpetuidade.

Apesar de todos os percalços da recomendação, acreditamos que esse cenário é altamente pessimista, pois os resultados deveriam virar no ano que vem.

Finalmente, parece que o acionista de referência concorda com a nossa visão de que o mercado está extremamente negativo com a empresa, pois ele avisou hoje (13/09) que comprou mais ~1,8 milhões de ações e ultrapassou 30% de participação. Claramente, será preciso de mais paciência. Mas, por 0,6x p/vp pode valer a pena esperar pela recompensa depois desse temporal.

Ranking e track record das recomendações

Ranking Operação Condor

Ranking	Ticker	Preço(R\$)*	Teto(R\$)	Desconto(-)	Recomendação	Alvo(R\$)	Upside
1	TRIS3	7.75	8.00	-3.1%	Comprar	12.00	54.8%
2	BRSR6	12.11	12.50	-3.1%	Comprar	20.00	65.2%
3	TCSA3	5.75	5.90	-2.5%	Comprar	10.00	73.9%
4	LOGN3	15.24	15.50	-1.7%	Comprar	24.00	57.5%
5	UGPA3	14.89	14.90	-0.1%	Comprar	22.00	47.8%
6	GUAR3	14.77	14.65	0.8%	Fique de olho	22.00	49.0%
7	SGPS3	7.89	7.75	1.8%	Fique de olho	12.00	52.1%
8	PTBL3	12.66	12.00	5.5%	Fique de olho	18.00	42.2%
9	BEEF3	9.17	8.00	14.6%	Manter	12.00	30.9%
10	AALR3	12.55	10.70	17.3%	Manter	16.00	27.5%

Performance recomendações abertas

Ranking	Ticker	Preço(R\$)*	Entrada(R\$)	Ret. acum.(%)	Data Inclusão
1	PTBL3	12.66	3.52	272.4%	23/Aug/19
2	TRIS3	7.75	2.60	241.9%	20/Aug/18
3	BEEF3	9.17	5.35	90.7%	7/Nov/18
4	UGPA3	14.89	10.95	40.0%	18/Mar/20
5	SGPS3	7.89	5.93	33.2%	1/Oct/18
6	AALR3	12.55	9.82	27.8%	22/Feb/21
7	GUAR3	14.77	13.30	11.3%	22/Feb/21
8	LOGN3	15.24	15.71	-3.0%	9/Mar/20
9	BRSR6	12.11	18.05	-29.9%	3/Mar/20
10	TCSA3	5.75	11.90	-51.7%	28/Mar/19

Recomendações encerradas

Ticker	Saida (R\$)	Entrada(R\$)	Ret. acum.(%)	Inclusão	Fechamento
VVAR3	11.21	5.49	104.1%	3/Sep/18	25/May/20
MEAL3	4.00	2.46	62.6%	20/Mar/20	5/Jun/20
OIBR3	1.00	1.35	-25.9%	1/Feb/19	17/Jun/20

Fonte: Estimativas Condor Insider; Cotações do dia 13/09/2021.

Disclaimer

Este relatório foi preparado pelo analista independente e autônomo Carlos Herrera, sendo de uso exclusivo de seu destinatário. Não pode ser reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a qualquer terceiro sem autorização expressa.

O estudo é baseado em informações disponíveis ao público e/ou diretamente junto à(s) companhias(s) objeto da análise. Estas fontes são consideradas confiáveis e de boa fé na data de publicação. Contudo, não existe nenhuma garantia, expressa ou implícita sobre sua exatidão.

Posto que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado.

Este relatório não representa oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre o analista Carlos Herrera e os destinatários. Portanto, os destinatários devem desenvolver também suas próprias análises e estratégias.

O analista responsável pela elaboração deste relatório declara, nos termos do artigo 21 da Instrução CVM no 598/18 que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente e autônoma.