Margens pressionadas e queima de caixa de R$ 73 milhões

Imobiliário – Incorporação

27 de fevereiro de 2014

Wesley Bernabé, CNPI
wesley.bernabe@bb.com.br

Acreditávamos que a geração de caixa pudesse ser percebida já no último trimestre, o que não ocorreu. Projetos de safras com atraso de obras e margens depreciadas também pressionaram o resultado do 4T13, fazendo com que a margem bruta da companhia recuasse 5,7 p.p. T/T. De forma geral, contudo, o ano de 2013 foi bom para a Tecnisa, mas sugere que 2014 não será fácil, principalmente em função do balanceamento entre velocidade de vendas e rentabilidade dos novos projetos (ex-Jd. das Perdizes).

Recuperação da VSO anual. As vendas contratadas no 4T13 somaram R$ 258 milhões, recuo de 16,5% T/T influenciado pelo menor VGV lançado (-34,1% T/T) no final do ano. Em 2013, a companhia comercializou R$ 1,7 bilhão, valor 61% acima do registrado em 2012, fazendo com que a velocidade de vendas (VSO) recuperasse 9 p.p. A/A e atingisse o patamar de 45%. O estoque a valor de mercado totalizou R$ 2,2 bilhões (parte Tecnisa), equivalente a 16 meses de vendas considerando os números de 2013 – acompanharemos a evolução deste indicador nos próximos trimestres.

Desempenho financeiro. O *top line* apresentou uma queda de 1,9% T/T devido ao menor volume de vendas contratadas. Os custos, por sua vez, avançaram 6,2% T/T em decorrência da maior contabilização de empreendimentos de safras anteriores a 2011, com margens menores. Isso fez com que o lucro bruto recuasse 19,6% T/T. A margem bruta foi de 25,9%, muito abaixo dos 31,6% registrados no trimestre anterior. Não obstante a queda de rentabilidade trimestral, a Tecnisa teve um bom desempenho no ano em relação a 2012, com melhora em todos os indicadores. A companhia também propôs um *payout* de 40% sobre o resultado de 2013, o que representa um dividendo por ação de R$ 0,47 (*dividend yield* de 6,4%).

Dívida preocupa menos. Apesar da queima de caixa no trimestre, entendemos que a expectativa de redução do endividamento da companhia no curto prazo seja factível, sobretudo pela predominância de financiamento à produção na composição da alavancagem total (liquidado no momento dos repasses), bem como pelo volume de recebíveis em 2014 (R$ 2,1 bilhões) versus as amortizações previstas (R$ 979 milhões). A construtora também anunciou a venda de um terreno de 37 mil metros quadrados em SP por R$ 100 milhões, o que deve gerar mais um alívio no fluxo de caixa.

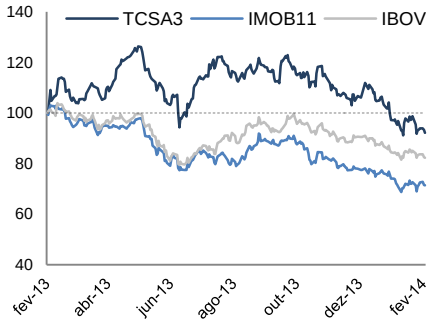
Perspectivas. Avaliamos o resultado da Tecnisa como neutro, com viés positivo para os próximos trimestres. Muito embora a expectativa seja favorável, acreditamos que a companhia deva enfrentar grandes desafios em 2014, principalmente em relação à sustentação e elevação da VSO em um ambiente onde os ganhos de margem serão mais limitados. Importante lembrar os riscos de curto prazo com manutenção do nível de distratos em patamares elevados, mesmo considerando a recuperação da rentabilidade na revenda desses imóveis.

R$ Milhões	4T13	A/A	T/T	2013	A/A
VGV Lançado	261,9	-48,8%	-34,1%	1.882,7	86,1%
Vendas Contratadas	258,5	12,1%	-16,5%	1.762,4	61,3%
Receita Líquida	427,8	58,0%	-1,9%	1.794,9	63,0%
Lucro Bruto	110,7	658,6%	-19,6%	546,0	255,1%
Margem Bruta (%)	25,9%	20,5 p.p.	-5,7 p.p.	30,4%	16,5 p.p.
EBITDA ajustado	63,1	-	-25,7%	356,7	-
Margem EBITDA aj. (%)	14,8%	46,7 p.p.	-4,7 p.p.	19,9%	30,9 p.p.
Lucro Líquido	43,3	-	-30,5%	221,1	-
Margem Líquida (%)	10,1%	49,2 p.p.	-4,2 p.p.	12,3%	27,8 p.p.

Endividamento *(R$ Milhões)*	4T13	A/A	T/T
Dívida Bruta	2.273,1	29,2%	3,3%
Dívida Líquida	1.929,8	20,3%	4,0%
Dívida Bruta / (Div. Bruta + PL)	61,7%	4,4 p.p.	2,0 p.p.

Fonte: Tecnisa e BB Investimentos

TCSA3	
Preço em 26/02/2014 (R$)	7,38
Preço para 12/2014 (R$)	Em revisão
Upside	-
Market Cap (R$ milhões)	1.339
Variação 1 mês	-5,3%
Variação 12 meses	-8,2%
Variação 2014	-17,6%
Mín. 52 sem.	7,21
Máx. 52 sem.	10,20



Fonte: Economatica e BB Investimentos

Informações Relevantes

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir com instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório ("Analistas de investimento"), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analista	Itens		
	3	4	5
Wesley Bernabé			

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

Administração

Diretor
Sandro Kohler Marcondes pesquisa@bb.com.br

Gerente-Executivo
Eduardo César do Nascimento pesquisa@bb.com.br

Equipe de Pesquisa

Gerente - Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br

Renda Variável

Bancos e Serviços Financeiros
Nataniel Cezimbra nataniel.cezembra@bb.com.br
Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br

Commodities
Nataniel Cezimbra nataniel.cezembra@bb.com.br
Victor Penna victor.penna@bb.com.br
Luciana de Carvalho luciana_cvl@bb.com.br
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br

Consumo
Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br

Imobiliário
Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br

Indústrias, Transportes e Small Caps
Mário Bernardes Junior mariobj@bb.com.br
Gabriela Cortez gabrielaecortez@bb.com.br

Infraestrutura e Concessões
Renato Hallgren renatoh@bb.com.br

Renda Fixa e Estratégia de Mercado
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br
Andre Ferreira andre.ferreira@bb.com.br
Renato Odo renato.odo@bb.com.br

Equipe de Vendas

Atacado bb.distribuicao@bb.com.br

Gerente - Cleber Aguiar

Antonio Lima
Bruno Finotello
João Carlos Floriano
Marcela Andressa Pereira
Paulo Arruda
Thiago Cogo Pires
Viviane Ferro Candelária
Wagner Silveira Neustaedter

Varejo acoes@bb.com.br

Gerente - Marconi Maciel

Distribuição e varejo
Mário Francisco D'Amico
Márcio Carvalho José

BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.
London EC2N 1ER - UK
+44 207 7960836 (facsimile)

Managing Director
Vinicius Balbino Bouhid +44 (207) 3675801

Deputy Managing Director
Renato Bezerra +44 (207) 3675802

Director of Sales Trading
Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

Head of Sales
Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

Institutional Sales
Annabela Garcia +44 (207) 3675853
Melton Plumber +44 (207) 3675843
Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

Trading
Bruno Fantasia +44 (207) 3675852
Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

Head of Research
Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

Structured Products
Hernan Lobert +44 (207) 3675807

Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor
New York City, NY 10022 - USA
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director
Rubens Cardoso +1 (646) 845-3710

Institutional Sales - Equity
Charles Langalis +1 (646) 845-3714

Institutional Sales - Fixed Income
Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

DCM
Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

Syndicate
Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

Sales
Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715
Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02
Singapore, 049909

Managing Director
Rodrigo Afonso +65 6420-6570

Institutional Sales
José Carlos Reis +65 6420-6570
Paco Zayco +65 6420-6572

BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI
Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar
Rio de Janeiro RJ - Brasil
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355