

Resultados trimestrais

Tupy

1T19: pressões de custos prejudicam margens; negativo

A Tupy divulgou seus resultados do 1T19 no último dia 14 com números fortemente impactados por efeitos não-recorrentes que afetaram os custos e, conseqüentemente, as margens. Embora as receitas tenham avançado no trimestre (segunda maior receita na história da companhia) refletindo melhora na demanda em ambos os mercados, interno e externo, vimos os volumes vendidos retraírem (-2.8% a/a) e custos subirem (+25.1%) devido a menor produção causada por parada não-programada para manutenção. Entretanto, entendemos que parte deste aumento de custos deu-se por mudanças no portfólio da empresa (para produtos de maior valor agregado) e uma recuperação de margem é esperada a partir do 2S19.

As dinâmicas de mercado continuam favoráveis para a Tupy, especialmente nos EUA, onde a demanda para praticamente todos os segmentos se mantém forte. Lembramos que a empresa tem investido em produtos de maior valor, tais como CGI e usinado, o que deverá se traduzir em ganhos de margens após o *ramp-up* dos investimentos feitos desde o fim do ano passado. De acordo com a direção durante a conferência com analistas, a participação destes produtos no portfólio da empresa após a conclusão dos projetos deverá sair de 20% para 22% (CGI) e de 23% para 25% em usinados. Isto poderia levar a margem EBITDA da empresa para 15%. Contudo, após os resultados do 1T, esperamos que esta margem fique em 13,4% (ex-outras receitas/despesas operacionais) em 2019 (+0,6 p.p. a/a).

Apesar dos resultados negativos do 1T, continuamos otimistas com o nome, por vermos as receitas avançando e a Tupy bem posicionada para desempenhar acima da indústria. Vemos também espaço para forte geração de caixa com as entregas esperadas para este ano e, conseqüentemente, maior remuneração para os acionistas (veja mais detalhes na seção 'Novas Estimativas' deste relatório). Assim, trazemos nosso novo preço-alvo 2019E para TUPY3 em **R\$ 23,50**/ação, mantendo o rating de **Outperform**.

Resultado Consolidado. Os volumes vendidos no período foram impactados pela parada não programada ocorrida nos dois primeiros meses do ano e retraíram 2,8% a/a, para 146.6 kton. CGI representou 20% do portfólio de automotivo, enquanto usinagem subiu para 23%. Apesar da queda nos volumes vendidos, as receitas avançaram 21% a/a, para R\$ 1.282 mm, com base em (i) variação cambial, (ii) melhor *mix* de produtos e (iii) repasse de custos. O CPV, como mencionado, avançou 23,1% a/a, para R\$ 1.110 mm, impactado por (i) custos mais altos de insumos, (ii) alta nos custos laborais, (iii) maiores custos de terceiros e manutenção no México e em Joinville e, (iv) maior consumo de energia. As despesas VG&A sentiram o impacto do pós-greife em 2018 (tais como: Reintegra e nova tabela de frete) e subiram 26,3%, para R\$ 97,1 mm. Assim, o EBITDA no período ficou em R\$ 136,9 mm, 7,6% menor a/a, com a margem caindo 3.3 p.p. a/a para 10,7%.

Mercado doméstico: veículos comerciais e off-road são destaques. As receitas no mercado interno avançaram 28.2% a/a no trimestre. Veículos comerciais expandiram 53,9% no mesmo período, refletindo os aumentos das exportações indiretas e a demanda por veículos pesados. Outro segmento destacado no período, foi o *off-road*, onde as receitas melhoraram 17,2%, amparada pelo *phase-in* de alguns produtos e as exportações indiretas. A performance negativa veio do setor de passageiros onde observamos uma redução de 3,9%, justificada pelo *phase-out* de alguns produtos, de acordo com estratégia da empresa.

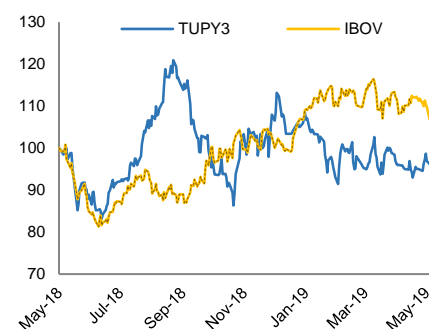
Mercado externo: Nova Tupy. Nos últimos períodos, a Tupy investiu em novos produtos a fim de atender uma demanda crescente nos EUA, o que levou a companhia a um novo patamar. Vemos agora mudanças não apenas no portfólio, com produtos de maior valor agregado, mas também na carteira de clientes. As receitas cresceram 19,5% no período quando comparadas ao 1T18. Certamente, há os efeitos da variação cambial aqui, entretanto, vemos importantes avanços em relação ao *mix* de produtos. Em veículos de passageiros, o aumento (+19,4%) foi devido ao *ramp-up* de novos produtos desenvolvidos especialmente para este mercado. Para veículos comerciais, vimos alta de 25,6% e 30,2%, para leves e pesados, respectivamente, com importante contribuição de CGI (~32%) e usinagem (~25%).

TUPY3

Rating	Outperform
Preço-alvo 12/2019 (R\$)	23.50
Preço em 14/05/2019 (R\$)	17.74
Upside	33%

Trading data

base de 14/05/2019		
Valor de Mercado	R\$ milhões	2,558
Varição 1 mês	%	0.3%
Varição UDM	%	-2.1%
Varição 2018	%	-7.5%
Min. 52 sem.	R\$	15.17
Máx. 52 sem.	R\$	22.69



Valuation

Valor Total para a Firma	R\$ milhões	3,937
Divida Liquida	R\$ milhões	(548)
Valor para o acionista	R\$ milhões	3,388
Ações	# milhões	144
WACC	%	8.7%
Crescimento na perpetuidade	%	3.0%

Múltiplos

	2019e	2020e	2021e
EV/EBITDA	4.4x	4.3x	4.0x
P/E	10.5x	11.4x	9.0x
EPS	R\$ 2.23	2.05	2.60

Gabriela E Cortez
Senior Analyst
gabrielaecortez@bb.com.br

Catherine Kiselar
Analyst
ckiselar@bb.com.br

Endividamento e resultado financeiro. O resultado financeiro totalizou positivos R\$ 12,3 mm no trimestre. A receita financeira somou R\$ 25,1 mm, enquanto as despesas ficaram em R\$ 15,0 mm. Em relação ao endividamento, a dívida bruta ficou em R\$ 1.422 mm, alta de 1,1% comparada ao trimestre anterior. Já para dívida líquida, esta somou R\$ 889 mm, 30% maior t/t. A dívida líquida/EBITDA veio em 1,34x, ante 1,01x no 4T18. A última linha, então, somou R\$ 80 mm, contra R\$ 57 mm no 1T18. A empresa anunciou o pagamento de R\$ 25 mm em dividendos, os quais, juntamente com o já anunciado pagamento de R\$ 100 mm em março, levam a um *dividend yield* de 4,9%.

Destaques

R\$ milhões	1T19a	t/t	a/a
Receita Líquida	1,282	3.8%	21.0%
Lucro bruto	171	-8.2%	-0.3%
Margem bruta (%)	13.3%	-1.7x	-2.9x
EBITDA	137	0.4%	4.5%
Margem EBITDA (%)	10.7%	-0.4x	-1.7x
Lucro líquido	80	3.2%	41.4%
Margem líquida (%)	6.3%	-0.03x	0.90x

Debt Indicators

R\$ thousand	1T19a	t/t	a/a
Dívida Bruta	1,422	1.1%	9.3%
Dívida Líquida	890	30.4%	10.3%
Dívida Líquida / EBITDA	1.3x	0.3x	-0.1x

Fonte: Company and BB Investimentos

TUPY (TUPY3) – Novas estimativas

Trazemos nosso preço-alvo 2019e para TUPY3 em **R\$ 23,50/ação**, mantendo nosso rating em **Outperform**. Nosso novo preço traz nossas projeções atualizadas para os negócios da companhia, a recuperação mais lenta que o esperado para a economia doméstica e a maior demanda para o mercado norte-americano. Estamos, ainda, incluindo as pressões de custos no curto-prazo em razão de (i) maiores pressões de matérias-primas, dado o cenário desafiador para MF e seus derivados, (ii) os efeitos pós greve em 2018, como Reintegra, custos laborais e nova tabela de frete, (iii) a parada não programada ocorrida no 1T e (iv) os ajustes no curto-prazo para a transição de produção de produtos de maior valor agregado.

Não obstante, sendo bem-sucedido o *ramp-up* dos projetos de novos produtos, vemos as margens crescendo em melhor ritmo que o esperado previamente, levando a melhores resultados, maior geração de caixa e, certamente, melhor remuneração de acionistas. Nosso modelo considera uma forte geração de caixa, mas não conta com pagamento extra de dividendos além do percentual médio já exercido pela companhia nos anos anteriores. Assim, dado que vemos uma DL/EBITDA chegando a níveis bem baixos em nossas projeções, deverá haver espaço para expansão via M&A e maior remuneração aos acionistas.

Estamos trabalhando com um WACC para a empresa de 8.7%. Esperamos que as receitas sejam ~9% maior em 2019, quando comparadas ao ano anterior, devido a melhores preços realizados, maiores volumes vendidos e melhor *mix* de produtos. Com relação ao EBITDA 2019E, estamos projetando um avanço de 14,3% comparado a 2018 e margem EBITDA de 13,4% (ex-outras receitas/despesas operacionais). Reconhecemos que, no caso de um *ramp-up* bem-sucedido dos projetos atuais, poderá haver *upside* destas projeções.

Riscos. Dentre os riscos que podem afetar nossa tese de investimentos, destacamos (i) uma retomada mais lenta da economia doméstica, (ii) desaceleração da economia norte americana, o que poderia reduzir a demanda, dada a representatividade deste mercado nas receitas da companhia, (iii) um dólar mais fraco, o que poderia resultar em impactos significantes na receita da empresa, (iv) demora ou não-realização do desenvolvimento de novos produtos e (v) contínuo crescimento das pressões nos custos.

Income Statement

<i>R\$ million</i>	2018	2019e	2020e	2021e
Receita Líquida	4,828	5,247	5,350	5,617
(-) COGS	-4,032	-4,339	-4,425	-4,638
Lucro Bruto	796	908	926	979
(-) VG&A	-426	-462	-470	-493
EBIT	370	446	456	486
(+) Resultado Financeiro	-13	42	-7	83
EBT	357	488	448	569
(-) Impostos	-86	-166	-152	-193
Lucro Bruto	272	322	296	375

Indicadores de Endividamento

	2018	2019e	2020e	2021e
Dívida Curto Prazo/Dívida Total (%)	3.4%	16.8%	16.8%	16.8%
D / D+E	39.0%	40.0%	41.1%	42.1%
Dívida Líquida / EBITDA	1.1x	0.8x	0.5x	0.2x

Fluxo de Caixa

<i>R\$ milhões</i>	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA	615	704	728	775
(-) Capex	(293)	(214)	(245)	(286)
(-) Juros	(75)	(79)	(106)	(127)
(-) Impostos	(85)	(166)	(152)	(193)
(-/+)WK	(81)	(54)	10	(4)
(=) Total	79	191	234	164

Múltiplos

	2019e	2020e	2021e
LPA (R\$)	2.23	2.05	2.60
EV / EBITDA	4.4x	4.3x	4.0x
P / L	10.5x	11.4x	9.0x
P / BV	1.4x	1.3x	1.2x
ROE (%)	13.5%	11.5%	13.5%

Balço patrimonial

R\$ milhões	2018	2019e	2020e	2021e
ATIVOS	4,908	5,192	5,607	6,128
Ativo Circulante	2,351	2,658	3,078	3,581
Caixa e Equivalente de Caixa	714	1,047	1,449	1,886
Contas a receber	688	694	702	731
Estoques	524	544	550	572
Impostos	200	160	161	166
Others	225	213	216	226
Ativos não-circulantes	2,557	2,534	2,528	2,547
Outros Ativos LP	681	701	722	743
Investimentos	15	15	15	15
Propriedades, plantas e equipamentos	1,557	1,514	1,487	1,485
Ativos Intangíveis	305	305	305	305
PASSIVO	4,908	5,192	5,607	6,128
Passivo Circulante	1,175	1,291	1,365	1,479
Salários a Pagar e impostos relacionados	621	559	571	601
Fornecedores	48	268	301	339
Impostos a pagar	39	43	54	66
Empréstimos e Financiamentos	467	420	440	474
Outros				
	1,533	1,508	1,677	1,873
Passivo Não Circulante	1,359	1,327	1,489	1,677
Empréstimos e Financiamentos	174	181	188	195
Outros LP				
	2,200	2,393	2,565	2,776
Acionistas não controladores	4,908	5,192	5,607	6,128

Estimativas

Valor da Empresa (R\$ milhões)	
VP do FCFF	1,906
VP do Valor Terminal	2,031
Dívida Líquida	(549)
Valor Patrimônio	3,388
Ações (# milhões)	144
Preço Alvo TUPY3 (R\$)	23.50

Premissas Valuation

Beta	0.7
D/(D+E) target	45%
WACC	8.7%
Risk Free	4.83%
Prêmio de Mercado	4.66%
Perpetuidade	3.0%

Análise de Sensibilidade

		Preço-alvo YE19				
g/WACC	7.7%	8.2%	8.7%	9.2%	9.7%	
2.0%	25.19	23.07	21.27	19.73	18.38	
2.5%	26.75	24.33	22.30	20.57	19.09	
3.0%	28.65	25.82	23.50	21.55	19.90	
3.5%	31.00	27.65	24.94	22.71	20.84	
4.0%	34.00	29.90	26.69	24.09	21.95	

Análise de Sensibilidade

		EV/EBITDA YE19				
g/WACC	7.7%	8.2%	8.7%	9.2%	9.7%	
2.0%	11.3x	10.3x	9.5x	8.8x	8.2x	
2.5%	12.0x	10.9x	10.0x	9.2x	8.5x	
3.0%	12.8x	11.6x	10.5x	9.6x	8.9x	
3.5%	13.9x	12.4x	11.2x	10.2x	9.3x	
4.0%	15.2x	13.4x	11.9x	10.8x	9.8x	

Fonte: Companhia 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 como 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. 22 da ICVM 598, 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.

3 - O Banco do Brasil S.A. detem indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, participação acionária no capital da Cielo S.A. (cuja participação é detida pelo BB - Banco de Investimento S.A.) e do IRB Brasil Re, companhias brasileiras listadas na bolsa de valores que podem deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB - Banco de Investimento S.A.

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.

Analistas	Items		
	3	4	5
Gabriela E Cortez			
Catherine Kiselar			

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.

6 - As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.

BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI

Av. Paulista, 1.230 - 9º andar

São Paulo (SP) - Brasil

+55 (11) 4298 7000

Diretor	Gerente Executivo
Fernando Campos	Denisio Augusto Liberato
Gerentes da Equipe de Pesquisa	
Estratégia - Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Análise de Empresas - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
Renda Variável	
Açúcar e Etanol	Imobiliário
Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Agronegócios	Kamila Oliveira kamila@bb.com.br
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Óleo e Gás
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
Alimentos e Bebidas	Papel e Celulose
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Bancos e Serviços Financeiros	Siderurgia e Mineração
Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
Vinícius Soares vinicius.soares@bb.com.br	Transporte e Logística
Bens de Capital	Renato Hallgren renato@bb.com.br
Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	Utilities
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br
	Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br
	Varejo
	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Macroeconomia e Estratégia de Mercado	
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	
Henrique Tomaz htomaz@bb.com.br	
Ricardo Vieites ricardovieites@bb.com.br	
Richardí Ferreira richardi@bb.com.br	
	Renda Fixa
	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
Equipe de Vendas	
Investidor Institucional	bb.distribuicao@bb.com.br
Varejo	acoes@bb.com.br
Head - Antonio Emilio Ruiz	Henrique Reis
Antonio de Lima Junior	Marcela Andressa Pereira
Bruno Finotello	Pedro Gonçalves
Daniel Frazatti Gallina	Rafael Reis
Denise Rédua de Oliveira	Renata Simões
Fábio Caponi Bertoluci	Sandra Regina Saran
Fernando Leite	

BB Securities - London

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

EC2N 1ER – London – UK

+44 (20) 7367 5800

Managing Director

Admilson Monteiro Garcia +44 (20) 7367 5801

Deputy Managing Director

João Domingos Cicarini Junior +44 (20) 7367 5802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (20) 7367 5831

Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (20) 7367 5832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (20) 7367 5853

Melton Plummer +44 (20) 7367 5843

Trading

Bruno Fantasia +44 (20) 7367 5852

Gianpaolo Rivas +44 (20) 7367 5842

Banco do Brasil Securities LLC - New York

535 Madison Avenue, 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Deputy Managing Director

Gabriel Cambui Mesquita Santos +1 (646) 845 3710

Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845 3714

Institutional Sales - Fixed Income

Fabio Frazão +1 (646) 845 3716

Fernando Ocana +1 (646) 845 3718

Helio Hashimoto +1 (646) 845 3713

Michelle Malvezzi +1 (646) 845 3715

DCM

João Kloster +1 (646) 845 3717

Syndicate

Shinichiro Fukui +1 (646) 845 3865

BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

Managing Director

Marcelo Sobreira +65 6420 6577

Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420 6570

Institutional Sales

Zhao Hao, CFA +65 6420 6582

Li Jing Ting +65 6420 6578