

Resultados trimestrais

ULTRAPAR

1T19: mais um resultado fraco; rebaixando para Market Perform

A Ultrapar divulgou outro resultado trimestral fraco, com margens menores na maioria dos segmentos, ritmo de crescimento lento e forte declínio nos números da Oxiteno. Em relação aos pontos positivos, destacamos (i) o forte desempenho da Ultracargo; (ii) em Ipiranga, o crescimento anual tanto em volumes de venda de ciclo otto quanto na margem EBITDA, influenciada pelo menor SG&A. A dívida líquida/EBITDA permaneceu estável em relação ao 4T18, em 2,7x, influenciada pelo pagamento de dividendos no período (R\$ 380 milhões, R\$ 0,70/ação). Neste trimestre, a empresa realizou um desdobramento de 1 para 2 ações.

Ipiranga. A Ipiranga registrou um modesto porém bem vindo aumento no volume de vendas (+ 2% a/a), que compensou a queda do preço do etanol e levou a receita líquida a fechar estável (-1% a/a). A margem EBITDA atingiu R\$ 96/m³, -10% a/a e + 4% t/t, positivamente influenciada pelo menor SG&A (-8% a/a). O número de postos permaneceu estável t/t e os últimos dados da Plural sinalizaram que a companhia perdeu 84 bps de participação de mercado em março de 2019, ante dezembro de 2018, para 18,2% do volume total de vendas no Brasil. O cenário atual é desafiador em termos de crescimento de volumes, e a Ipiranga tem perdido *market share* e apresentado uma rentabilidade (em termos de margem EBITDA) menor do que costumava ter, o que vemos como uma combinação que os investidores devem estar atentos.

Oxiteno. Apesar de uma receita líquida 6% a/a maior e volumes estáveis, o EBITDA da Oxiteno caiu 64% a/a 33% t/t. Por trás de um declínio tão acentuado, vemos (i) um mix pior (maior participação de commodities); (ii) margens menores; (iii) maior SG&A, +5% a/a; e (iv) custos mais elevados com a nova fábrica em Pasadena, EUA. Em suma, foi um trimestre de margens menores e com menor volume de especialidades químicas, com o principal - e único - destaque positivo sendo as maiores vendas fora do Brasil (+4% a/a e +15% t/t).

Ultragaz, Ultracargo e Ultrafarma. A Ultragaz apresentou menores volumes no 1T19 (-4% a/a e -6% t/t), com a maior queda no segmento de Envasados (-9% t/t). O SG&A aumentou em 25% a/a, principalmente devido a (i) provisões para perdas com créditos de liquidação duvidosa; (ii) despesas com folha de pagamento (reorganização nas estruturas); e (iii) maiores despesas com ações judiciais. O EBITDA caiu 16% a/a e 20% t/t; portanto, um trimestre muito fraco para a Ultragaz. A Ultracargo apresentou o melhor desempenho no portfólio da empresa, com crescimento de 5% a/a na armazenagem efetiva e crescimento de +27% a/a no EBITDA. A Extrafarma registrou mais um trimestre de EBITDA negativo (R\$ -21 milhões, -37% t/t), ainda afetado pelo ambiente competitivo e alto nível (54%) das lojas em maturação.

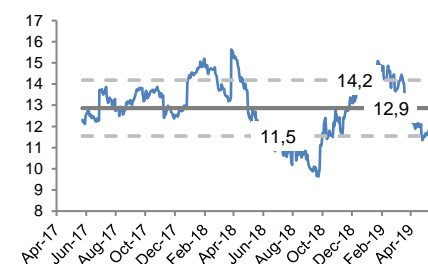
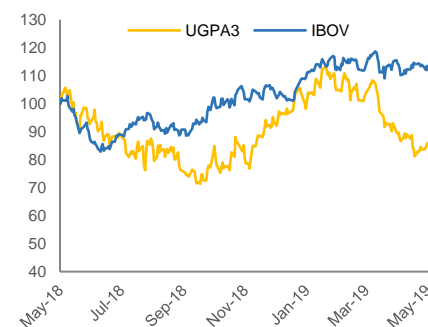
Opinião do analista. Neste trimestre, a Ultrapar apresentou um resultado negativo, em nossa opinião. A Ipiranga apresentou modesto crescimento em volumes, enquanto o SG&A também melhorou, então vemos os números melhorando, embora ainda em ritmo lento. O destaque negativo foi a Oxiteno, com menores volumes e margens, e forte queda no EBITDA. Apesar de a Ultrapar estar sendo negociada com um EV/EBITDA abaixo de sua média de 2 anos (ver gráfico à direita), vemos um cenário diferente neste momento, o que pode afetar os múltiplos. Os múltiplos *premium* anteriores se justificavam devido a margens e retornos consideravelmente superiores. Contudo, neste momento entendemos que a visibilidade da taxa de crescimento a médio/longo prazo esteja comprometida, enquanto o retorno se encontra comprimido, por isso entendemos que os múltiplos devem seguir refletindo mais as incertezas atuais do que os fortes números que antes justificavam um prêmio para o papel. Para incorporar o cenário atual em nossas premissas e os últimos resultados apresentados, revisamos nosso modelo e estabelecemos um novo preço alvo de R\$ 25,00 por ação para 2019YE (antes em R\$ 31,75), com uma recomendação Market Perform (antes Outperform). Veja detalhes nas próximas páginas.

UGPA3

Rating	Market Perform
Preço-alvo - 2019E	25.0
Preço da ação - 16/05/2019	21.19
Upside	61.3%

Trading data

		em 16/05/2019
Valor de Mercado	R\$ milhões	23.0
Varição 1 mês	%	-5.0
Varição UDM	%	-19.4
Varição 2018	%	-19.3
Min. 52 sem.	R\$	17.90
Máx. 52 sem.	R\$	28.95


Múltiplos

	2019e	2020e
EV/EBITDA	9.7	9.9
P/E	1.16	1.22
EPS	R\$ 19.4	18.5

Daniel Cobucci
 Analista Sênior
cobucci@bb.com.br

Destaques

R\$ milhões	1T19	t/t	a/a
Net Revenue	20,739	-11.6%	-0.1%
Gross Profit	1,445	-7.1%	-5.0%
Gross Margin (%)	6.97%	0.3 p.p.	- 0.4 p.p.
EBITDA	782	-21.2%	54.0%
EBITDA Margin (%)	3.77%	- 0.5 p.p.	1.3 p.p.
Net Income	243	-51.0%	233.0%
Net Margin (%)	1.17%	- 0.9 p.p.	0.8 p.p.

Receita Líquida

R\$ milhões	1T19	t/t	a/a
Ipiranga	17,428	-12.3%	-0.5%
Oxiteno	1,056	-12.0%	5.6%
Ultragaz	1,640	-8.0%	0.9%
Ultracargo	127	-0.2%	6.3%
Extrafarma	546	3.8%	0.7%

EBITDA e Margem EBITDA

R\$ e %	1T19	t/t	a/a
EBITDA Ipiranga	538.4	-5.3%	-8.0%
Margem EBITDA	3.09%	0.2 p.p.	- 0.3 p.p.
EBITDA Oxiteno	34.1	-87.8%	-33.4%
Margem EBITDA	3.23%	- 20.1 p.p.	- 1.9 p.p.
EBITDA Ultragaz	97.0	-19.7%	-157.1%
Margem EBITDA	5.91%	- 0.9 p.p.	16.4 p.p.
EBITDA Ultracargo	52.2	31.8%	42.6%
Margem EBITDA	41.26%	10.0 p.p.	10.5 p.p.
EBITDA Extrafarma	-21.2	36.8%	10871.8%
Margem EBITDA	-3.88%	- 0.9 p.p.	- 3.8 p.p.

Fonte: Ultrapar e BB Investimentos

Valuation

Atualizamos nossas estimativas e preço alvo para o UGPA3. O novo preço-alvo de YE19 é de R\$ 25,00 (antes de R\$ 31,75), com uma recomendação Market Perform (antes Outperform). Nossa avaliação deriva de um método de DCF de dez anos, assumindo um WACC de 9,6% e um crescimento na perpetuidade de 3,5%, ambos em termos nominais.

Seguindo a recuperação menor do que o esperado da economia brasileira nos últimos anos, a Ultrapar vem registrando resultados abaixo da média nos últimos trimestres. No entanto, tendemos a ter uma abordagem de longo prazo para reconhecer a estratégia da empresa e o potencial desse segmento, para além da atual turbulência. Portanto, reduzimos no curto prazo nossa expectativa de recuperação nos volumes vendidos, ajustamos as margens para a Oxiteno e consideramos um cenário mais cauteloso para a Extrafarma, que vem apresentando EBITDA negativo nos últimos trimestres. Na Ipiranga, também consideramos um crescimento orgânico mais lento, mas com margens ligeiramente superiores, já que essa é a trajetória que a empresa vem sinalizando recentemente com menor SG&A e recuperação em termos de EBITDA/m³. Veja abaixo as principais estimativas e dados históricos.

Os riscos para nossa tese de investimento incluem, entre outros: (i) menor crescimento econômico brasileiro, que pode gerar volatilidade na distribuição de combustíveis no varejo e/ou afetar os preços de produtos químicos; (ii) menor ritmo de crescimento da frota de automóveis; (iii) volatilidade cambial afetando a divisão de produtos químicos; (iv) concorrência mais intensa na distribuição de combustível no varejo que pode afetar as margens da Ipiranga e/ou a capacidade de embandeirar postos.

Estimativas

Valor Total para a Firma (R\$ milhões)	36,099
Dívida Líquida	8,407
Valor para o acionista	27,692
Ações (# milhões)	1,112.8
Preço alvo (R\$)	25.00

Premissas para o Valuation

Beta	0.95
D/(D+E)	40%
WACC	9.6%
Taxa livre de risco	4.9%
Crescimento na perpetuidade	3.5%

Múltiplos

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
EV / EBITDA	7.9	10.1	7.7	6.8	6.2
EPS (BRL)	1.27	0.52	1.10	1.50	7.47
P / E	16.1	39.6	18.6	13.6	12.3
P / BV	2.3	2.3	2.1	1.9	1.8

Principais indicadores

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Dívida CP / Dívida Total	25.8%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
D / (D+E)	58.3%	60.8%	58.4%	56.2%	54.7%
Dívida Líquida / EBITDA	1.8	2.7	2.1	1.8	1.6

Destaques financeiros

R\$ milhões	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Receita Líquida	79,230	90,698	95,108	101,259	108,048
EBIT	2,793	1,899	2,709	3,135	3,503
EBITDA	3,960	3,084	4,041	4,582	5,070
Dívida Bruta	13,591	15,206	15,055	15,406	15,659
Dívida Líquida	7,305	8,414	8,407	8,148	8,193
Margem Bruta	8.6%	6.8%	7.6%	7.7%	7.8%
Margem EBITDA	5.0%	3.4%	4.2%	4.5%	4.7%
Margem Líquida	1.8%	0.6%	1.3%	1.7%	1.7%
ROE (%)	15.5%	5.9%	12.0%	14.7%	14.9%
EV / EBITDA	7.9	10.1	7.7	6.8	6.2

DRE sintético

R\$ milhões	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Receita Líquida	79,230	90,698	95,108	101,259	108,048
Custos	-72,431	-84,537	-87,862	-93,433	-99,592
Lucro Bruto	6,799	6,161	7,246	7,826	8,456
Despesas	-4,006	-4,261	-4,537	-4,691	-4,953
EBIT	2,793	1,899	2,709	3,135	3,503
(+/-) Resultado Financeiro	-474	-833	-831	-580	-666
EBT	2,339	1,052	1,861	2,536	2,817
Lucro Líquido	1,417	576	1,228	1,674	1,859

Fonte: Ultrapar e BB Investimentos

Balanço Patrimonial

R\$ milhões	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ativo	28,340	30,499	31,494	33,397	34,931
Ativo circulante	15,201	16,212	16,522	17,766	18,674
Caixa e equivalentes de caixa	6,286	6,792	6,648	7,258	7,466
Contas a receber	4,337	4,437	4,665	4,967	5,300
Estoques	3,492	3,355	3,496	3,718	3,963
Impostos de renda e contribuição social a recuperar	882	897	943	1,004	1,071
Outros ativos circulantes	205	732	769	819	874
Ativo não circulante	13,139	14,288	14,972	15,631	16,257
Outros ativos LP	2,654	4,510	4,541	4,584	4,631
Investimentos	150	129	129	129	129
Imobilizado	10,335	9,648	10,302	10,918	11,497
Passivo + Patrimônio líquido	28,340	30,499	31,494	33,397	34,931
Passivo circulante	7,014	6,337	6,524	6,852	7,195
Fornecedores	2,155	2,732	2,872	3,058	3,263
Financiamentos e empréstimos	3,504	2,274	2,251	2,304	2,342
Impostos a pagar	313	268	282	300	320
Outros ativos CP	1,042	1,063	1,118	1,190	1,270
Non-current liabilities	11,606	14,363	14,234	14,532	14,748
Empréstimos e Financiamentos LP	10,087	12,932	12,804	13,102	13,317
Outros passivos LP	1,519	1,430	1,430	1,430	1,430
Patrimônio líquido	9,721	9,800	10,736	12,013	12,989

Análise de sensibilidade

	Preço-alvo 2019				
g/WACC	8.6%	9.1%	9.6%	10.1%	10.6%
2.5%	26.5	23.8	21.4	19.3	17.5
3.0%	28.9	25.7	23.0	20.7	18.7
3.5%	31.7	28.0	24.9	22.3	20.0
4.0%	35.1	30.7	27.1	24.1	21.6
4.5%	39.4	34.0	29.8	26.3	23.3

Análise de sensibilidade

	P/E 18E				
g/WACC	8.6%	9.1%	9.6%	10.1%	10.6%
2.5%	12.3x	11.3x	10.4x	9.7x	9.1x
3.0%	13.1x	12.0x	11.0x	10.2x	9.5x
3.5%	14.2x	12.8x	11.7x	10.8x	10.0x
4.0%	15.4x	13.8x	12.5x	11.4x	10.5x

Fonte: Ultrapar 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. detém 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	Itens		
	3	4	5
Daniel Cobucci			

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
Vinicius Soares vinicius.soares@bb.com.br	Transporte e Logística
Bens de Capital	Renato Hallgren renatoh@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	Renda Fixa
Richardí Ferreira richardi@bb.com.br	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