

## Resultados trimestrais

# ULTRAPAR

## 4T18: ainda esperando a recuperação

A Ultrapar divulgou mais um trimestre de números fracos, apresentando uma recuperação lenta na Ipiranga e na Extrafarma, e uma piora no desempenho da Ultragaz e na Ultracargo. Na Ipiranga, o EBITDA/m<sup>3</sup> apresentou uma modesta melhora, influenciado pelo menor SG&A. A Oxiteno teve um impacto não recorrente de R\$ 186 milhões referentes a créditos tributários, o que também afetou a receita financeira com outros R\$ 153 milhões. A empresa propôs um desdobramento de ações: de acordo com os executivos, o preço atual está acima da média e da mediana de outras ações, tanto locais quanto de ADR, e o desdobramento de 1:2 pode melhorar a liquidez.

**Ipiranga.** A Ipiranga divulgou números fracos, apesar da recuperação t/t no EBITDA/m<sup>3</sup>. O volume total vendido aumentou 4% a/a, embora as vendas de gasolina permaneçam em patamar baixo (-10% a/a). Portanto, o crescimento apresentado nas vendas do ciclo Otto é novamente suportado pelas vendas de etanol, que geralmente apresentam margens menores para a empresa. Em 2018, as vendas de gasolina caíram 14%, enquanto as de etanol aumentaram 45% ante 2017. Além disso, a empresa obteve ganhos com as importações de combustíveis no 4T17, e isso não ocorreu no 4T18. O desempenho financeiro da Ipiranga em 2018 foi marcado por um forte declínio no lucro operacional (-41% a/a) e EBITDA (-33% a/a), afetado pelo aumento de custos (+17% a/a) e SG&A (+7%), porém destacamos a queda de 5% t/t no SG & A no 4T18.

**Oxiteno.** Neste trimestre, apesar dos menores volumes (-6% a/a), a companhia registrou receitas robustas, impulsionadas pela desvalorização de 17% do real ante o dólar americano, apesar do menor volume de vendas e pior mix de vendas (maior venda de commodities). O SG&A aumentou 8%, principalmente devido a (i) maiores despesas com folha de pagamento; (ii) custos mais elevados com a entrada em operação da nova planta nos Estados Unidos. A empresa teve fortes impactos em seu EBITDA devido ao recebimento de créditos fiscais no valor de R\$ 186 milhões no trimestre. Se este efeito fosse excluído, o EBITDA do 4T18 seria de R\$ 94 milhões, um aumento de 22% a/a.

**Ultragaz, Ultracargo e Ultrafarma.** A Ultragaz registrou menores volumes (-1%) e margem EBITDA (-170 bps) a/a, o que, aliado ao pior mix, explica a queda de 8% no EBITDA (excluindo o não recorrente de R\$ 84 milhões do 4T17). A Ultracargo apresentou EBITDA t/t mais fraco (-9%), influenciado pelo maior SG&A (+10% t/t) e menor armazenagem média nos terminais (-1%), principalmente devido à redução na movimentação de combustíveis e etanol em Suape. Quanto à Extrafarma, a empresa voltou a apresentar SSS (vendas nas mesmas lojas) negativo, em -5,5%, enquanto os aumentos de custos continuam superando o aumento nas receitas. No trimestre, o EBITDA atingiu R\$ -15,5 milhões, totalizando R\$ -46,8 milhões em 2018. Os principais motivos para tais desempenhos, segundo a empresa, são: (i) os efeitos da substituição do sistema de varejo; (ii) a maior pressão do ambiente competitivo; e (iii) o maior número de lojas novas e em maturação.

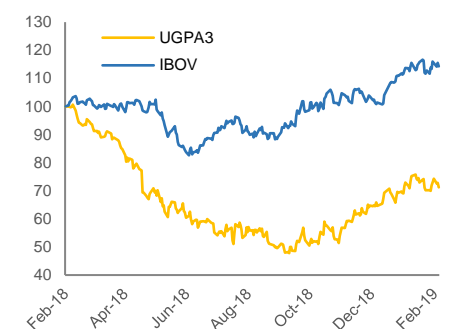
**Opinião do analista.** O EBITDA no 4T18 atingiu R\$ 993 milhões, +17% t/t e -7% a/a. No entanto, o efeito não recorrente dos créditos tributários da Oxiteno (R\$ 186 milhões) corresponde a 19% deste resultado. Além disso, se observarmos o ajuste adicional feito pelo crédito tributário, que foi de R\$ 153 milhões afetando a receita financeira, vemos que os resultados deste trimestre foram fortemente beneficiados por eventos não recorrentes. Conforme descrito em cada segmento acima, a Ultrapar está demorando mais do que o esperado para se recuperar, e o momento atual tem dado pouca visibilidade de como as margens se comportarão a partir de 2019. Assim, considerando estes dados e também que o declínio do EBITDA ao longo de 2018 trouxe os múltiplos da empresa para o que consideramos um território caro (ver gráfico à direita), reduzimos nosso rating para Market Perform (antes em Outperform), mantendo nosso preço alvo para 2019 em R\$ 63,50.

## UGPA3

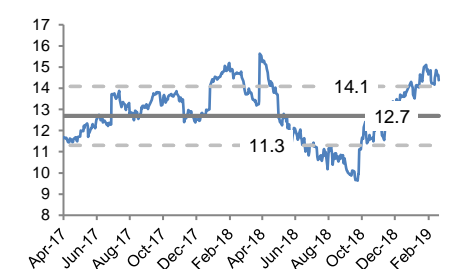
Rating	Market Perform
<b>Preço-alvo - 2019E</b>	<b>63.50</b>
Preço da ação - 20/02/2019	54.69
Upside	16.1%

### Trading data

em 20/02/2019		
Valor de Mercado	R\$ milhões	29.7
Varição 1 mês	%	-2.4%
Varição UDM	%	-28.7%
Varição 2018	%	2.8%
Min. 52 sem.	R\$	36.28
Máx. 52 sem.	R\$	77.81



### EV/EBITDA



Fonte: Bloomberg

### Múltiplos

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

**Daniel Cobucci**  
 Analista Sênior  
[cobucci@bb.com.br](mailto:cobucci@bb.com.br)

### Destaques

R\$ milhões	4T18	t/t	a/a	2018	a/a
<b>Receita Líquida</b>	23,467	-1.5%	8.8%	90,698	13.4%
Ipiranga	19,883	-0.6%	9.4%	76,474	12.9%
Oxiteno	1,200	-12.3%	6.2%	4,748	20.0%
Ultragaz	1,783	-4.7%	6.9%	7,043	16.0%
Ultracargo	127	2.3%	6.6%	496	13.2%
Extrafarma	526	2.1%	0.6%	2,141	11.1%
<b>Lucro bruto</b>	1,555	-4.3%	-19.2%	6,161	-15.3%
Margem bruta (%)	6.63%	- 0.2 p.p.	- 2.3 p.p.	6.79%	- 2.3 p.p.
<b>EBITDA</b>	993	16.9%	-6.9%	3,069	-24.1%
Margem EBITDA (%)	4.23%	0.7 p.p.	- 0.7 p.p.	3.38%	- 1.7 p.p.
<b>Lucro líquido</b>	496	53.3%	23.7%	1,132	-27.9%
Margem líquida (%)	2.11%	0.8 p.p.	0.3 p.p.	1.2%	- 0.7 p.p.

### EBITDA e margem EBITDA

Milhões de R\$ e %	4T18	q/q	y/y	2018	y/y
<b>EBITDA Ipiranga</b>	<b>569</b>	<b>14.4%</b>	<b>-36.4%</b>	<b>2,053</b>	<b>52.8%</b>
MARGEM EBITDA	2.86%	0.4 p.p.	- 2.1 p.p.	2.68%	1.9 p.p.
<b>EBITDA Oxiteno</b>	<b>280</b>	<b>61.7%</b>	<b>270.1%</b>	<b>625</b>	<b>-52.8%</b>
MARGEM EBITDA	23.32%	10.7 p.p.	16.6 p.p.	13.17%	- 5.7 p.p.
<b>EBITDA Ultragaz</b>	<b>121</b>	<b>-24.1%</b>	<b>133.1%</b>	<b>258</b>	<b>75.7%</b>
MARGEM EBITDA	6.77%	- 1.7 p.p.	3.7 p.p.	3.66%	3.8 p.p.
<b>EBITDA Ultracargo</b>	<b>40</b>	<b>-10.0%</b>	<b>8.2%</b>	<b>174</b>	<b>-28.9%</b>
MARGEM EBITDA	31.22%	- 4.3 p.p.	0.5 p.p.	35.13%	- 6.8 p.p.
<b>EBITDA Extrafarma</b>	<b>-15</b>	<b>-35.4%</b>	<b>-599.8%</b>	<b>-107</b>	<b>-122.5%</b>
MARGEM EBITDA	-2.95%	1.7 p.p.	- 3.5 p.p.	-5.0%	6.3 p.p.

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. 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	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

<b>Diretor</b>	<b>Gerente Executivo</b>
Fernando Campos	Denisio Augusto Liberato
<b>Gerentes da Equipe de Pesquisa</b>	
<b>Estratégia</b> - Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	<b>Análise de Empresas</b> - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
<b>Renda Variável</b>	
<b>Agronegócios</b>	<b>Siderurgia e Mineração</b>
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
<b>Bancos e Serviços Financeiros</b>	<b>Óleo e Gás</b>
Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	<b>Papel e Celulose</b>
Vinícius Soares vinicius.soares@bb.com.br	Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br
<b>Bens de Capital</b>	<b>Imobiliário</b>
Gabriela E. Cortez gabrielaecortez@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	<b>Varejo</b>
<b>Utilities</b>	Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br
Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br	<b>Transporte e Logística</b>
<b>Alimentos e Bebidas</b>	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	
<b>Macroeconomia e Estratégia de Mercado</b>	<b>Renda Fixa</b>
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Ricardo Vieites ricardovieites@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

Antonio de Lima Junior

Bruno Finotello

Daniel Frazatti Gallina

Denise Rédua de Oliveira

Fábio Caponi Bertoluci

Fernando Leite

Henrique Reis

Marcela Andressa Pereira

Pedro Gonçalves

Rafael Reis

Renata Simões

Sandra Regina Saran

Vinicius Aboboreira

**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

Michelle Malvezzi +1 (646) 845 3715

**DCM**

Richard Dubbs +1 (646) 845 3719

**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 +65 6420 6582

Li Jing Ting +65 6420 6578