

## BR Distribuidora (BRDT3): resultado do 3T20

### O EBITDA ficou 6% abaixo de nossa estimativa, mas bem acima do consenso

Em um trimestre ainda marcado por desalavancagem operacional (volumes 10% menores a/a), a BRDT apresentou um conjunto razoável de resultados. O EBITDA (ajustado pelas provisões relacionadas à CBio e ganhos pontuais de impostos - mais sobre isso abaixo) totalizou R\$ 930 milhões, com margem de R\$ 98/m<sup>3</sup>. Ambos os números ficaram 6% abaixo de nossa estimativa, pois esperávamos ganhos de estoque mais fortes que aparentemente não se materializaram, embora ainda tenham conseguido superar o consenso. A alavancagem líquida aumentou para 1,3x sobre o EBITDA dos últimos 12 meses (de 1x anteriormente), o que pode ser explicado por R\$ 1,1 bilhão em dividendos. A geração de caixa segue forte (R\$ 280 milhões no 3T).

### As margens de reposição permanecem saudáveis; o corte de custos continua

A BRDT mais uma vez entregou uma economia de despesas com base em seus programas de eficiência. O trimestre menos volátil também nos ajudou a entender melhor a velocidade de cruzeiro do negócio. As despesas operacionais recorrentes atingiram R\$ 559 milhões no trimestre, queda de 27% a/a, e sugere que as margens recorrentes do BRDT podem ter encontrado um piso entre R\$ 90- R\$100/m<sup>3</sup> - que pode ser ainda maior, uma vez que os volumes se normalizem completamente. Igualmente importante, os ganhos de participação de mercado, principalmente no segmento de varejo, indicam que a BRDT pode ter equilibrado seus preços e estratégias comerciais, enquanto a perda de participação no B2B, muitas vezes um segmento mais competitivo e comoditizado, foi compensada por margens mais fortes.

### Por que estamos ajustando as provisões da CBio desta vez?

Este foi o primeiro trimestre desde que a ANP definiu o valor de CBio (créditos de descarbonização) que deve ser adquirido pelas distribuidoras de combustíveis neste ano. Portanto, a BRDT decidiu contabilizar  $\frac{3}{4}$  de sua obrigação de ~4 milhões de CBios por R\$ 111 milhões, ou R\$ 37/CBio. A quantidade de CBios efetivamente comprados no 3T20 pela BRDT foi quase nula. E porque acreditamos que os distribuidores de combustível trabalharão de forma inteligente em sua estratégia de aquisição de CBios junto com sua estratégia de preço de gasolina (que no 3T provavelmente também não existia), recomendamos que os investidores considerem essas despesas apenas quando o dinheiro for desembolsado.

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Pedro Soares

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

[Analise.Acoes@btgpactual.com](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Petrobras BR (BRDT3)

Data	11/11/2020
Ticker	BRDT3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	25,0
Preço (R\$)	22,6
Listagem	Novo Mercado

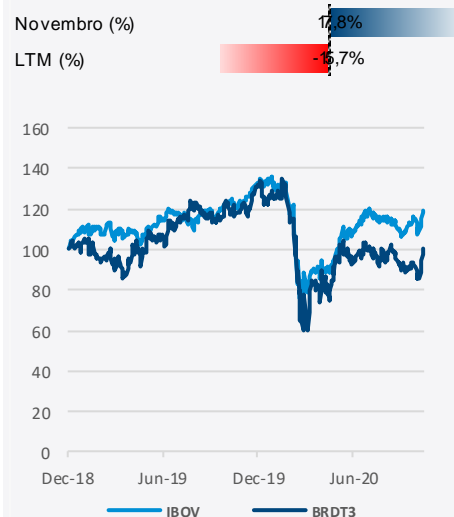
#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	26.329,00
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	173,82

#### Valuation:

	2020E	2021E
P/L	26,0x	16,1x
EV/EBITDA	10,9x	8,8x

#### Stock Performance:



## Estreitando o gap; O quanto mais isso pode ir?

Nossa sensação é que a BRDT eliminou a maior parte do gap de lucratividade que a separava dos pares listados. Dito isso, a menos que haja muito mais que possa desencadear ganhos adicionais de margem de longo prazo e aumento de lucros, tememos que o valuation esteja justo com base em nossa visão de uma indústria cada vez mais competitiva e retornos marginais em queda.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	14,1	7,7	9,2	14,2	15,6
EV/EBITDA	11,6	21,0	10,9	8,8	7,8
P/L	9,4	15,8	26,0	16,1	13,9
Dividend Yield %	3,5	8,7	4,3	2,9	4,7

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	97.770	94.985	75.964	86.620	96.737
EBITDA	2.559	3.088	2.947	3.784	4.294
Lucro Líquido	3.192	2.213	1.011	1.639	1.897
LPA (US\$)	2,74	1,90	0,87	1,41	1,63
DPA líquido (US\$)	0,89	2,62	0,96	0,65	1,06
Dívida Líquida/Caixa	-2.356	-4.413	-4.293	-4.677	-4.862

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 22,60, em 10 de Novembro de 2020.

Tabela 1: Revisão BRDT3 3T20

DRE (R\$ milhões)	3T20A	3T20E	3T19	2T20	A/E	a/a	t/t
<b>Receita Líquida</b>	<b>21.137</b>	<b>22.797</b>	<b>24.360</b>	<b>14.882</b>	<b>-7,3%</b>	<b>-13,2%</b>	<b>42,0%</b>
CPV	-19.751	-21.466	-22.966	-14.286	-8,0%	-14,0%	38,3%
<b>Lucro Bruto *</b>	<b>1.386</b>	<b>1.331</b>	<b>1.394</b>	<b>596</b>	<b>4,1%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>132,6%</b>
Despesas de Vendas, Gerais & Adm	-683	-753	-933	-723	-9,0%	-26,8%	-5,5%
Fundo de Pensão	-76	-84	-84	-112	-10,0%	-9,5%	-32,1%
Outros	-102	382	98	495	n.m.	n.m.	n.m.
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>930</b>	<b>984</b>	<b>698</b>	<b>457</b>	<b>-5,5%</b>	<b>33,2%</b>	<b>103,5%</b>
<b>EBITDA ajustado ex- PF</b>	<b>1.006</b>	<b>1.068</b>	<b>782</b>	<b>569</b>	<b>-5,8%</b>	<b>28,6%</b>	<b>76,8%</b>
Depreciação e Amortização	132	132	127	136	0,0%	3,9%	-2,9%
<b>EBIT</b>	<b>525</b>	<b>877</b>	<b>475</b>	<b>256</b>	<b>-40,1%</b>	<b>10,5%</b>	<b>105,1%</b>
Resultados Financeiros	22	-51	1.579	77	n.m.	-98,6%	-71,4%
Equivalência Patrimonial	0	0	0	-2	n.m.	n.m.	n.m.
Outros	0	0	0	0	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Lucro antes do imposto</b>	<b>547</b>	<b>825</b>	<b>2.054</b>	<b>331</b>	<b>-33,7%</b>	<b>-73,4%</b>	<b>n.m.</b>
Imposto de Renda	-211	-248	-718	-144	-15,0%	-70,6%	46,5%
Participação de minoritários	0	0	0	0	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Lucro Líquido</b>	<b>336</b>	<b>578</b>	<b>1.336</b>	<b>187</b>	<b>-42,0%</b>	<b>-74,9%</b>	<b>-79,7%</b>
Margem Bruta	6,6%	5,8%	5,7%	4,0%	0,7 p.p.	0,8 p.p.	2,6 p.p.
Margem EBITDA ajustada consolidada	4,4%	4,3%	2,9%	3,1%	0,1 p.p.	1,5 p.p.	1,3 p.p.
Margem EBITDA ajustada ex- PF	4,8%	4,7%	3,2%	3,8%	0,1 p.p.	1,5 p.p.	0,9 p.p.
Margem Operacional	2,5%	3,8%	1,9%	1,7%	-1,4 p.p.	0,5 p.p.	0,8 p.p.
Margem Líquida	1,6%	2,5%	5,5%	1,3%	-0,9 p.p.	-3,9 p.p.	0,3 p.p.

Fonte: Empresa e BTG Pactual

## Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

## Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

**Certificação dos analistas:** Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)