

Ultrapar (UGPA3): Resultado do 4T20

EBITDA ficou 5% abaixo da nossa projeção já reduzida

Embora confirme a resiliência do portfólio em um dos anos mais desafiadores para o setor, a UGP apresentou um conjunto relativamente fraco de resultados no 4T20. O EBITDA ajustado de R\$ 875 milhões ficou 5% abaixo de nossa projeção, principalmente nas margens mais fracas da Ipiranga, e indicando que algumas de nossas preocupações de longa data com relação à sua estratégia continuam existindo, mesmo depois que os impactos da Covid-19 acabem. O lucro ficou 33% acima de nossa estimativa, refletindo ganhos não recorrentes de impostos e relacionados ao câmbio. A dívida líquida caiu R\$ 253 milhões t/t para R\$ 10,5 bilhões, com a alavancagem permanecendo estável sequencialmente em 3,2x EBITDA dos últimos 12 meses.

Resultados fracos onde é mais importante; forte na Oxitenoe Extrafarma

A Ipiranga reportou um EBITDA de R\$ 498 milhões (antes da venda de ativos e despesas da CBio), com uma margem fraca de R\$ 86/m³, 6% abaixo de nossa expectativa e menor que os pares. Também não houve crescimento do número de PDVs, o que continua a nos preocupar. A Ultragaz, cujos resultados foram beneficiados por alguns dos efeitos da pandemia, também registrou margens e volumes menores, com o EBITDA caindo 18% a/a para R\$ 154 milhões. Ainda, a Oxitenoe foi o principal destaque com margem de \$ 161/ton devido a um melhor mix, enquanto a Extrafarma continuou melhorando (6,6% de margem EBITDA foi a maior já registrada). Por fim, a Ultracargo apresentou sólido EBITDA de R\$ 77 milhões (+ 43% a/a), beneficiada pelo aumento da capacidade de armazenamento.

Nossa estimativa está dentro do guidance de EBITDA para 2021, mas a faixa é ampla

A UGP também divulgou um guidance de EBITDA para 2021 com uma faixa bastante ampla no nível consolidado: de R\$ 3,8 bilhões a R\$ 4,65 bilhões. Considerando as incertezas no cenário macroeconômico que podem afetar principalmente os resultados da Ipiranga e da Oxitenoe, acreditamos que a UGP está apenas sendo conservadora. O intervalo médio está apenas 4% acima de nossa projeção e não achamos que isso deva fazer muito para mudar o consenso.

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

Ultrapar (UGPA3)

Data	25/02/2021
Ticker	UGPA3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	24,0
Preço (R\$)	21,3
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	23.200,86
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	15183

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	18,0x	16,9x
EV/EBITDA	8,2x	7,8x

Stock Performance:

Fevereiro (%)	-2,3%
LTM (%)	0,0%



Rebaixando para Neutro: sem trajetória de crescimento clara na Ipiranga

Aproveitamos a oportunidade para incorporar os resultados do 4T20 ao nosso modelo e ajustar nossas estimativas. Nosso novo valuation de “Soma das partes” é de R\$ 24/ação, implicando em um potencial de valorização de 13%. Ainda vemos a Ipiranga como o principal impulsionador de valor da UGP, e uma proposta de valor incerta em meio a uma reorganização da estratégia em andamento e margens de combustível possivelmente mais difíceis em 2021 implicam em pouco espaço para aumentos de lucros. Negociando a 18x P/L 2021, um prêmio para seus pares mais óbvios, vemos um potencial de valorização limitado.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	6,8	8,9	11,5	12,0	12,6
EV/EBITDA	11,2	11,2	8,2	7,8	7,3
P/L	74,1	28,9	18,0	16,9	16,2
Dividend Yield %	1,7	1,9	3,3	3,5	3,7
Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	89.298	81.241	93.509	97.464	102.660
EBITDA	3.375	3.244	4.138	4.326	4.584
Lucro Líquido	374	893	1.287	1.370	1.431
LPA (R\$)	0,34	0,82	1,18	1,26	1,31
DPA líquido (R\$)	0,44	0,44	0,71	0,76	0,79
Dívida Líquida/Caixa	-10.269	-10.537	-10.784	-10.551	-10.331

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\$ 21,28, em 25 de Fevereiro de 2021.

Revisão dos números do 4T20 – Não foi o trimestre que a gente esperava

Tabela 1: Resumo dos resultados do 4T20

DRE (R\$ milhões)	4T20A	4T20E	4T19	3T20	A/E	a/a	t/t
Receita Líquida	23.216	22.890	23.663	20.762	1%	-2%	12%
CPV	-21.703	-21.172	-22.025	-19.123	3%	-1%	13%
Lucro Bruto	1.513	1.718	1.637	1.639	-12%	-8%	-8%
Despesas de Vendas, Gerais & Adm	-1.137	-1.065	-1.133	-1.005	7%	0%	13%
Outros	147	-125	-545	-31	n.m.	n.m.	n.m.
EBIT	523	528	-40	603	-1%	n.m.	-13%
Depreciação e Amortização	392	398	384	397	-2%	2%	-1%
EBITDA	901	926	350	995	-3%	158%	-9%
EBITDA ajustado	875	926	952	1.025	-5%	-8%	-15%
Resultados Financeiros	136	-81	-252	-158	n.m.	n.m.	n.m.
Equivalência Patrimonial	-13	0	6	-5	n.m.	n.m.	172%
Lucro antes do imposto	646	447	-286	441	45%	n.m.	47%
Imposto de Renda	-215	-152	19	-163	41%	n.m.	31%
Participação de minoritários	-5	26	1	-12	n.m.	n.m.	-54%
Lucro Líquido	426	321	-267	265	33%	n.m.	61%
Margem Bruta	6.5%	7.5%	6.9%	7.9%	-1.0p.p	-0.4p.p	-1.4p.p
Margem EBITDA ajustada	3.8%	4.0%	4.0%	4.9%	-0.3p.p	-0.3p.p	-1.2p.p
Margem Operacional	2.3%	2.3%	-0.2%	2.9%	-0.1p.p	2.4p.p	-0.7p.p
Margem Líquida	1.8%	1.4%	-1.1%	1.3%	0.4p.p	3.0p.p	0.6p.p

Fonte: Ultrapar e BTG Pactual

Tabela 2: O guidance consolidado da Ultrapar ficou 4% acima das nossas expectativas

EBITDA (R\$mi)	Min	Max	Mediana	BTGP	Dif
Ipiranga	2.100	2.500	2.300	2.242	3%
Oxiteno	800	1.100	950	792	20%
Ultraz	670	750	710	733	-3%
Ultracargo	340	370	355	349	2%
Extrafama	100	140	120	116	4%
Holding e Outros	(210)	(210)	(210)	(174)	21%
Ultrapar	3.800	4.650	4.225	4.058	4%

Fonte: Ultrapar e BTG Pactual

Tabela 3: A mediana do guidance para o EBITDA 2021 implica em um crescimento de 30% a/a

EBITDA (R\$mi)	2020 Ajustado	Mediana 2021	Crescimento a/a
Ipiranga	1.650	2.300	39%
Oxiteno	628	950	51%
Ultragaz	729	710	-3%
Ultracargo	321	355	10%
Extrafarma	84	120	42%
Holding e Outros	(169)	(210)	24%
Ultrapar	3.244	4.225	30%

Fonte: Ultrapar e BTG Pactual

Tabela 4: Estamos ajustando nossas estimativas – Novo vs. Antigo

UGPA3	2021E			2022E		
	R\$mi	Novo	Antigo	Δ	Novo	Antigo
Receita	93.509	88.869	5,2%	97.464	96.822	0,7%
EBITDA Ajustado	4.138	3.803	8,8%	4.326	4.181	3,5%
Mg. EBITDA Ajustado	4,4%	4,3%	0,1p.p	4,4%	4,3%	0,1p.p
Lucro Líquido	1.287	1.269	1,4%	1.370	1.401	-2,2%
Margem Líquida	1,4%	1,4%	-0,1p.p	1,4%	1,4%	0,0p.p

Fonte: Ultrapar e BTG Pactual

Tabela 5: BTGe vs. Consenso

UGPA3	2021E			2022E		
	R\$mi	BTGe	Cons	Dif	BTGe	Cons
Receita	93.509	98.880	-5,4%	97.464	109.909	-11,3%
EBITDA Ajustado	4.138	4.243	-2,5%	4.326	4.573	-5,4%
Mg. EBITDA Ajustado	4,4%	4,3%	0,1p.p	4,4%	4,2%	0,3p.p
Lucro Líquido	1.287	1.326	-3,0%	1.370	1.488	-7,9%
Margem Líquida	1,4%	1,3%	0,0p.p	1,4%	1,4%	0,1p.p

Fonte: Reuters 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