

Ultrapar (UGPA3): Resultado do 2T21

O EBITDA recorrente ficou 20% abaixo de nossas estimativas devido aos resultados de distribuição de combustível muito fracos

A UGP reportou um EBITDA fraco de R\$ 769 milhões após ajuste para créditos fiscais únicos e venda de ativos imobiliários. Isso está 20% abaixo de nossa projeção e ainda menos em relação às estimativas do consenso. Mais importante, o número abaixo do esperado foi explicado, principalmente, pela Ipiranga, que mais do que compensou mais um bom conjunto de resultados operacionais da Ultracargo e da Oxiten, que são os principais destaques da UGP há alguns trimestres. O prejuízo líquido de R\$ 31 milhões foi devido a um prejuízo (não caixa) de R\$ 395 milhões na Extrafarma. O fluxo de caixa foi decente e a alavancagem caiu 0,5x sequencialmente para 2,8x o EBITDA dos últimos 12 meses.

Fraco onde é mais importante: a Ipiranga continua errática e difícil de explicar

A Ipiranga reportou um EBITDA de R\$ 422 milhões. Mas depois de limpar por R\$ 97 milhões em créditos tributários e R\$ 32 milhões em vendas de ativos, o número recorrente de R\$ 293 milhões ficou 44% abaixo da nossa estimativa, com uma margem de R\$ 52/m³, uma das mais baixas da história. Os volumes melhoraram t/t, as despesas unitárias ficaram estáveis e a margem bruta de R\$ 100/m³ foi a principal culpada. A gerência forneceu poucos detalhes para explicar o baixo desempenho. Embora reconheçamos que este não foi um trimestre particularmente normal, dado o comportamento incomum do preço do combustível (principalmente etanol) e o impacto persistente da pandemia na mobilidade, nos perguntamos quanto disso ainda poderia ser carregado para o 2S21. Os investimentos estão abaixo da meta (apenas 19% do guidance de capex foi implantado até agora), enquanto a adição líquida de postos permanece virtualmente ausente. Até certo ponto, isso pode sinalizar uma abordagem cautelosa para o crescimento, ou pelo menos que a proposta de valor da Ipiranga ainda precisa ser ajustada.

Outros negócios trouxeram resultados decentes no geral

A Ultracargo foi novamente um destaque positivo com EBITDA de R\$ 100 milhões, 7% acima de nossa projeção, devido a melhoria contínua de margem. Os volumes aumentaram 3% a/a e justificam o foco crescente da UGP no crescimento do negócio. A Oxiten foi outro destaque com uma margem de \$ 270/ton (maior desde o 1T16) e com crescimento de volume de dois dígitos, embora não tenhamos certeza de quanto isso muda o preço pelo qual a UGP venderá o negócio. Os resultados da Ultragas foram bastante semelhantes aos nossos números estimados.

BTG Pactual – Equity Research:

Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Pedro Soares

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Analise.Acoes@btgpactual.com

Ultrapar (UGPA3)

Data	12/08/2021
Ticker	UGPA3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	21,0
Preço (R\$)	17,4
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	18.917,35
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	138,61

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	23,2x	15,3x
EV/EBITDA	7,6x	6,9x

Stock Performance:

Agosto (%)	-19%
LTM (%)	-5,6%



Ajustando estimativas; Preço-alvo reduzido para R\$ 21/ação; Reiteramos o Neutro

Colocamos os resultados em nossas estimativas, mas com riscos de redução dependendo da evolução das margens da Ipiranga nos próximos trimestres.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RolC (EBIT) %	6,8	8,9	9,3	12,0	12,4
EV/EBITDA	11,2	11,2	7,6	6,9	6,5
P/L	74,1	29,0	23,2	15,3	14,1
Dividend Yield %	-1,7	-1,9	-2,2	-3,3	-3,5

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	89.298	81.241	110.765	117.203	125.292
EBITDA	3.375	3.244	3.966	4.338	4.559
Lucro Líquido	374	893	815	1.235	1.338
LPA (R\$)	0,34	0,82	0,75	1,14	1,23
DPA líquido (R\$)	0,44	0,44	0,37	0,57	0,61
Dívida Líquida/Caixa	-10.269	-10.537	-11.181	-10.976	-10.696

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\$ 17,35, em 11 de agosto de 2021.

Tabela 1: Revisão de resultados do 1T21 – UGPA

DRE (R\$ milhões)	2T21A	2T21E	2T20	1T21	A/E	a/a	t/t
Receita Líquida	28.526	27.223	15.876	23.950	5%	80%	19%
CPV	(27.030)	(25.569)	(14.825)	(22.234)	6%	82%	22%
Lucro Bruto	1.496	1.654	1.051	1.716	-10%	42%	-13%
Despesas de Vendas, Gerais & Adm	(1.173)	(1.136)	(902)	(1.127)	3%	30%	4%
Outros	(284)	10	50	(4)	n.m.	n.m.	n.m.
EBIT	38	528	200	584	-93%	-81%	-93%
Depreciação e Amortização	416	433	381	381	-4%	9%	9%
EBITDA	456	961	568	953	-53%	-20%	-52%
EBITDA ajustado	769	961	585	991	-20%	32%	-22%
Resultados Financeiros	(3)	(83)	(80)	(334)	-97%	-97%	-99%
Equivalência Patrimonial	1	0	(13)	(12)	n.m.	n.m.	n.m.
Lucro antes do imposto	37	445	106	238	-92%	-66%	-85%
Imposto de Renda	(55)	(138)	(56)	(101)	-60%	-2%	-46%
Participação de minoritários	(13)	1	(9)	(5)	n.m.	43%	144%
Lucro Líquido	(31)	308	41	132	n.m.	n.m.	n.m.
Margem Bruta	5,2%	6,1%	6,6%	7,2%	-0,8p.p	-1,4p.p	-1,9p.p
Margem EBITDA ajustada	2,7%	3,5%	3,7%	4,1%	-0,8p.p	-1,0p.p	-1,4p.p
Margem Operacional	0,1%	1,9%	1,3%	2,4%	-1,8p.p	-1,1p.p	-2,3p.p
Margem Líquida	-0,1%	1,1%	0,3%	0,6%	-1,2p.p	-0,4p.p	-0,7p.p

Divisões (R\$ milhões)	1T21A	1T21E	1T20	4T20	A/E	a/a	t/t
Receita Líquida	28.526	27.223	15.876	23.950	5%	80%	19%
Ultragaz	2.346	2.321	1.723	2.038	1%	36%	15%
Oxiteno	1.672	1.869	1.201	1.436	-11%	39%	16%
Ultracargo	176	161	155	172	9%	13%	2%
Ipiranga	23.864	22.417	12.350	19.845	6%	93%	20%
Extrafarma	514	494	484	490	4%	6%	5%
Outros	(45)	(40)	(37)	(31)	15%	21%	48%
EBITDA ajustado	769	961	585	991	-20%	32%	-22%
Ultragaz	137	142	206	150	-4%	-34%	-9%
Oxiteno	274	231	162	227	18%	69%	21%
Ultracargo	100	94	80	93	7%	26%	8%
Ipiranga	293	521	165	557	-44%	78%	-47%
Extrafarma	22	25	14	12	-14%	58%	87%
Outros	(56)	(52)	(40)	(48)	8%	39%	17%
Margem EBITDA ajustado	2,7%	3,5%	3,7%	4,1%	-0,8p.p	-1,0p.p	-1,4p.p
Ultragaz, R\$/ton	311	330	476	370	-6%	-35%	-16%
Oxiteno, US\$/ton	270	240	180	229	13%	50%	18%
Ultracargo, R\$/m ³	467	439	383	439	6%	22%	6%
Ipiranga, R\$/m ³	52	90	36	104	-42%	47%	-49%
Extrafarma, %	4,2%	5,1%	2,8%	2,4%	-0,9p.p	1,4p.p	1,9p.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 o 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