

## Ultrapar (UGPA3): Reduzindo estimativas e preço-alvo para R\$ 17/ação

### Reduzindo estimativas e preço alvo para R\$ 17/ação; Nossa cautela permanece

Após um conjunto de resultados insatisfatórios e um pouco mais de granularidade em relação ao que esperar para o 4T21, estamos ajustando nossas estimativas para UGPA. Nosso EBITDA de 2021 caiu 6% para R\$ 3,7 bilhões, que está dentro da previsão atualizada de UGPA após o ajuste por não recorrentes. Não é novidade que a culpa é da Ipiranga, com um EBITDA ajustado para 2021 agora estimado em R\$ 1,7 bilhão, queda de 14% e se traduzindo em uma margem recorrente de R\$ 75/m<sup>3</sup>. Também estamos aproveitando a oportunidade para incorporar a entrada de caixa da venda da Oxiten e da Extrafarma, o que também explica EBITDA e lucros mais baixos de 2022, bem como um índice de alavancagem estimado IFRS16 de 1,5x no final do ano de 2022. Nosso preço-alvo via SOTP (soma das partes) agora caiu para R\$ 17/ação (de R\$ 21 anteriormente).

### O ciclo da mudança emocional

A teleconferência de ontem para discutir os resultados do 3T21 foi um pouco diferente da teleconferência de resultados do 2T21. A administração parecia mais propensa a reconhecer falhas de execução que aparentemente desempenharam um papel importante na explicação de outro conjunto fraco de margens da Ipiranga. Eles incluíram a escassez de produtos e erros de precificação no 2T21 e que ocorreram principalmente em julho. Também houve uma decisão consciente de ficar longe de alguns mercados de combustível spot, onde a concorrência é mais acirrada. Isso provavelmente explica por que a margem bruta da Ipiranga melhorou de um mínimo de R\$ 96/m<sup>3</sup> em julho para R\$ 149/m<sup>3</sup> em setembro, com média de R\$ 123/m<sup>3</sup> no trimestre, além de maiores despesas gerais e administrativas. Isso é bom, mas ainda está longe do que esperávamos considerando que a Ipiranga atingiu uma participação de mercado muito baixa de 17,7% em setembro. A execução abaixo da média claramente teve um papel, mas também achamos que a estratégia precisa ser repensada, principalmente na questão de eficiência da distribuição de combustível, onde a Ipiranga ainda parece atrás da concorrência.

### A Ipiranga deve seguir apresentando crescimento fraco, e isso não deve ser esquecido

Uma das tendências que mais nos preocupa nos últimos anos é a forte redução da rede de revendedores Ipiranga, que perdeu 19 postos no acumulado do ano e 130 desde 2018. A administração novamente sinalizou que seu processo de depuração da base deve continuar, após uma aceleração no 3T com uma redução bruta de 83 unidades, que também corrobora a visão de que a busca por rentabilidade deve superar a busca por participação de mercado no curto prazo. Estimamos que a redução de 130 postos nos últimos 3 anos pode ter custado 3p.p. a 4p.p. de participação de mercado para a Ipiranga. Com pouco

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

#### Ultrapar (UGPA3)

Data	05/11/2021
Ticker	UGPA3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	17.0
Preço (R\$)	12.4
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	13,498.76
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	134.60

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	17.9x	14.8x
EV/EBTDA	6.8x	5.8x

#### Stock Performance:

Novembro (%)	-5.1%
LTM (%)	-25.2%



crescimento a oferecer nos próximos trimestres, acreditamos que os investidores continuarão a precificar UGPA via múltiplos mais baixos em relação a seus pares.

## O caminho para a recuperação e o novo ciclo de crescimento

A administração tentou transmitir a mensagem de que a maior parte do que foi visto na Ipiranga ao longo do 2º e 3º trimestre é não recorrente, com as margens de outubro já parecendo melhores do que em setembro e que os riscos de baixa são em sua maioria uma reminiscência de possíveis perdas de importação. Tememos que não apenas os ganhos de estoque possam ter ajudado em setembro e outubro, já que os preços dos combustíveis continuaram subindo, mas também acreditamos que as margens de importação estarão longe de ser grandes, já que a Petrobras mantém os preços das refinarias abaixo da paridade internacional. Isso torna o quarto trimestre ainda desafiador e igualmente difícil de descobrir qual será o nível recorrente de margem e participação de mercado. Estamos modelando para um lucro bruto/m³ no 4T21 de R\$ 141. Ainda, com alavancagem abaixo de 1,5x após as vendas recentes de ativos, a administração reiterou que as novas oportunidades de crescimento provavelmente envolverão fusões e aquisições no segmento de gás natural e talvez biocombustíveis, embora sem fornecer mais detalhes. Além disso, a decisão de retirar-se das negociações pela Refap foi baseada em um risco-retorno pouco atraente, provavelmente refletindo as incertezas atuais sobre a política de preços doméstica. Dito isso, a administração não descartou participar da licitação pelo o ativo se o sentimento melhorar à frente.

## Quando o bom não é bom o suficiente

Depois de um 1S21 difícil, quando o repasse de preços dos custos mais altos foi mais desafiador, esperamos que os resultados da Ultragaz continuem com uma recuperação saudável. Na verdade, a pequena queda anual do EBITDA de 3% devido a uma base comparativa mais difícil é uma prova de que tem sido uma estratégia comercial muito assertiva e de sua resiliência na geração de fluxo de caixa. Por fim, a Ultracargo deve permanecer como o negócio de maior crescimento no portfólio da UGPA, com aceleração de Itaquí e recente expansão de capacidade de Vila da Conde oferecendo uma boa expansão de EBITDA de 24% a/a em 2022. Mais uma vez reiteramos nossa postura positiva sobre as recentes movimentações da empresa neste segmento, que, a nosso ver, desempenha um papel importante na capacidade logística e comercial do grupo. Dito isso, não esperamos que mude materialmente a percepção dos investidores em relação ao caso, dada a (ainda) pequena representatividade do valor dentro de UGPA.

## Ainda é muito cedo para oferecer o benefício da dúvida; Reiteramos o Neutro

Após a teleconferência do segundo trimestre da UGPA, argumentamos que o sentimento em relação à sua tese de investimento havia se deteriorado, decorrente principalmente da falta de visibilidade das suas margens à frente, algo pelo qual seu modelo de negócios já foi famoso. Avancemos três meses e acreditamos que haja poucas razões para acreditar que muita coisa melhorou nessa frente. Enquanto elogiamos as recentes mudanças na gestão da UGP, uma vez que fornece um bem-vindo senso de urgência para enfrentar os vários desafios da Ipiranga, que continua a ser o principal gerador de valor da UGPA, acreditamos que as iniciativas recentemente anunciadas ainda levarão algum tempo para entrar em ação, oferecendo muito pouco espaço de revisão para cima dos lucros. Vemos ações sendo negociadas a 15x e 12,5x P/L 2022 e 2023, respectivamente, que embora abaixo da média histórica, não estão muito longe de seus pares mais óbvios. Considerando o desempenho inferior esperado da UGPA no curto prazo acreditamos que isso é bem merecido. Permanecemos neutros.

Valuation	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	6,8	8,9	8,4	9,8	12,9
EV/EBITDA	11,2	11,2	6,8	5,8	5,3
P/L	74,1	29,0	17,9	14,8	12,5
Dividend Yield %	-1,7	-1,9	-2,8	-3,4	-4,0

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	89.298	81.241	118.097	116.524	124.420
EBITDA	3.375	3.244	3.740	3.124	3.372
Lucro Líquido	374	893	753	908	1.080
LPA (R\$)	0,34	0,82	0,69	0,83	0,99
DPA líquido (R\$)	0,44	0,44	0,35	0,42	0,50
Dívida Líquida/Caixa	-10.269	-10.537	-12.097	-4.659	-4.390

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\$ 12,38, em 04 de Novembro de 2021.

Tabela 1: Novas estimativas x antigas

UGPA3	2021E			2022E		
	Novo	Antigo	Δ	Novo	Antigo	Δ
Receita Líquida	118,097	110,765	6.6%	116,524	117,203	-0.6%
EBITDA Ajustado	3,740	3,966	-5.7%	3,124	4,338	-28.0%
Margem EBITDA	3.2%	3.6%	-0.4p.p	2.7%	3.7%	-1.0p.p
Lucro Líquido	753	787	-4.4%	908	1,235	-26.5%
Margem Líquida	0.6%	0.7%	-0.1p.p	0.8%	1.1%	-0.3p.p

Fonte: 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)