

Ultrapar (UGPA3): Resultado do 3T21

O EBITDA recorrente ficou 12% abaixo de nossa estimativa; mais redução de estimativas de lucros à frente

A UGPA entregou outro fraco conjunto de resultados operacionais do 3T21. Depois de limpar para ganhos não recorrentes, o EBITDA ficou em R\$ 939 milhões, 12% abaixo de nosso número e do consenso, e 8% menor a/a. A Ipiranga foi novamente a culpada e mais do que compensou os bons resultados da Ultragas, enquanto o EBITDA foi principalmente em linha nas outras divisões. O lucro líquido de R\$ 369 milhões foi 30% superior devido a reversões de imposto de renda. Considerando as vendas de ativos recentemente anunciadas, o índice de alavancagem líquida foi de 1,4x EBITDA últimos 12 meses (3,3x antes das vendas).

Ipiranga continua em um rumo fraco

Ajustado por ganhos não recorrentes de R\$ 38 milhões e R\$ 18 milhões de vendas de ativos, o EBITDA recorrente da Ipiranga de R\$ 342 milhões foi 27% abaixo da nossa estimativa. A margem de R\$ 58/m³ foi a menor para um terceiro trimestre desde 2010. Nossa percepção é que as margens melhoraram consistentemente ao longo do trimestre, com setembro parecendo muito melhor do que julho. Mas com a tendência de queda do market share (-1,2p.p. t/t para diesel + otto – etanol - e 17,7% em setembro, o menor em pelo menos dez anos), nossa percepção é que a Ipiranga sacrificou participação de volume em prol da preservação da lucratividade. Ainda, a Ipiranga fechou trimestre com 22 postos ativos a menos t/t, o menor desde 2018, também atestando uma proposta de valor comercial errática aos revendedores.

A revisão da estimativa indica que a recuperação deve ser gradual

A UGPA apresentou nova estimativa de EBITDA para 2021 onde a faixa média de R\$ 3,94 bilhões implica um corte de 7% (ou R\$ 285 milhões) em relação ao anterior. Não surpreendentemente, a Ipiranga foi o principal culpado, com uma redução de 17% (R\$ 400 milhões) no meio do intervalo, enquanto outras unidades tiveram variações positivas (e menores) em sua maioria. A projeção implica uma estimativa de margem para a Ipiranga entre R\$ 67 e R\$ 99 por m³ no 4T. A alta dispersão, que sem dúvida inclui ganhos de estoque em meio ao aumento dos preços dos combustíveis, dá uma noção de quão baixa a visibilidade nas margens recorrentes é atualmente, particularmente sob o novo modelo de fornecimento de combustível da Petrobras.

Ainda há um (muito) longo caminho a percorrer; Estimativas novamente em revisão; Permanecemos cautelosos

A UGPA já iniciou um necessário processo de aumentar o foco em seus negócios principais. Contudo, uma expansão de múltiplos, ainda mais sob contínuas

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	04/11/2021
Ticker	UGPA3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	21,0
Preço (R\$)	13,5
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	14.687,26
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	133,94

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	18,0x	11,9x
EV/EBITDA	6,5x	5,9x

Stock Performance:



decepções de resultados, exige que a UGP recupere a capacidade de fazer o negócio crescer. Os resultados do terceiro trimestre atestam como ainda é cedo para apostar que as mudanças recentemente implementadas na alta administração produzirão um resultado positivo em um futuro previsível. Nós permanecemos neutros.

Valuation	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	6,8	8,9	9,3	12,0	12,4
EV/EBITDA	11,2	11,2	6,5	5,9	5,6
P/L	74,1	29,0	18,0	11,9	11,0
Dividend Yield %	-1,7	-1,9	-2,8	-4,2	-4,6

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020	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\$ 13,47, em 03 de Novembro de 2021.

Tabela 1: Revisão do 3T21 da UGP

UGPA, R\$ mi	3T21	3T21E	3T20	2T21	A / E	a/a	t/t
Receita Líquida	31.911	31.377	20.762	28.526	2%	54%	12%
CPV	(30.112)	(29.663)	(19.123)	(27.030)	2%	57%	11%
Lucro Bruto	1.799	1.715	1.639	1.496	5%	10%	20%
Desp. Vendas, Gerais & Adm.	(1.279)	(1.274)	(1.005)	(1.173)	0%	27%	9%
Outros	54	157	(31)	(284)	-66%	n.m.	n.m.
EBIT	573	598	603	38	-4%	-5%	n.m.
Depreciação & Amortiz.	417	476	397	416	-12%	5%	0%
EBITDA	979	1.073	995	456	-9%	-2%	115%
EBITDA ajust.	939	1.073	1.025	769	-12%	-8%	22%
Resultados Financeiros	(296)	(196)	(158)	(3)	51%	88%	n.m.
Equity Income	(11)	0	(5)	1	n.m.	130%	n.m.
Lucro antes dos impostos	266	402	441	37	-34%	-40%	n.m.
Imposto de Renda	108	(125)	(163)	(55)	n.m.	n.m.	n.m.
Minoritários	(5)	8	(12)	(13)	n.m.	-57%	-61%
Lucro Líquido	369	285	265	(31)	30%	39%	n.m.
Margem Bruta	5,6%	5,5%	7,9%	5,2%	0,2p.p	-2,3p.p	0,4p.p
Margem EBITDA ajust.	2,9%	3,4%	4,9%	2,7%	-0,5p.p	-2,0p.p	0,2p.p
Margem Operacional	1,8%	1,9%	2,9%	0,1%	-0,1p.p	-1,1p.p	1,7p.p
Margem Líquida	1,2%	0,9%	1,3%	-0,1%	0,2p.p	-0,1p.p	1,3p.p
Divisões, R\$ mi	3T21	3T21E	3T20	2T21	A / E	a/a	t/t
Receita Líquida	31.911	31.377	20.762	28.526	2%	54%	12%
Ultragaz	2.680	2.685	1.955	2.346	0%	37%	14%
Oxitemo	1.982	2.567	1.425	1.672	-23%	39%	18%
Ultracargo	178	170	160	176	5%	11%	1%
Ipiranga	26.614	25.491	16.767	23.864	4%	59%	12%
Extrafarma	483	502	492	514	-4%	-2%	-6%
outros	(25)	(37)	(37)	(45)	-32%	-33%	-45%
EBITDA ajust.	939	1.073	1.025	769	-12%	-8%	22%
Ultragaz	220	204	222	137	8%	-1%	61%
Oxitemo	330	321	169	274	3%	95%	20%
Ultracargo	102	104	78	100	-2%	30%	2%
Ipiranga	342	469	553	293	-27%	-38%	17%
Extrafarma	17	21	28	22	-17%	-39%	-21%
Outros	(72)	(45)	(25)	(56)	60%	193%	29%
Margem EBITDA ajust.	2,9%	3,4%	4,9%	2,7%	-0,5p.p	-2,0p.p	0,2p.p
Ultragaz, R\$/ton	486	448	491	311	9%	-1%	56%
Oxitemo, US\$/ton	292	290	155	270	1%	88%	8%
Ultracargo, R\$/m3	465	480	375	467	-3%	24%	0%
Ipiranga, R\$/m3	58	79	100	52	-26%	-42%	11%
Extrafarma, %	3,5%	4,1%	5,6%	4,2%	-0,6p.p	-2,1p.p	-0,7p.p

Fonte: Empresa, 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual 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 BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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