Ultrapar (UGPA3): Resultado 2T20

A diferença em relação a nossa projeção dos números operacionais foi impulsionada, principalmente, pela Ipiranga

Não deve ser surpresa que o resultado do 2T seja possivelmente o mais fraco para a UGPA em 2020. Mas o EBITDA da empresa de R$ 585 milhões (após reorganização para vendas de ativos e ganhos fiscais) ficou 18% abaixo de nossa estimativa, refletindo perdas de estoque ainda maiores na Ipiranga. A boa notícia é que não apenas as outras unidades de negócio reportaram tendências encorajadoras, mas a natureza pontual de margens/volumes de combustível fracos sugere que os lucros da UGPA podem realmente parecer mais fortes à medida que avançamos. Além disso, uma boa geração de FCF de ~R$ 800 milhões (devido a menor necessidade de capital de giro) ajudou a manter o índice de alavancagem estável t/t apesar de um EBITDA muito menor.

Um trimestre para se esquecer na Ipiranga…

Enquanto os volumes mais baixos da Ipiranga (-18% a/a) vieram em linha com nossa estimativa, o EBITDA ajustado de R$ 165 milhões ficou 52% abaixo de nós, já que a queda dos preços dos combustíveis no início da pandemia atingiu fortemente os estoques. O fato de que as importações ainda eram uma parte relevante das compras da empresa em abril pode ter contribuído para isso. Como resultado, as perdas de estoque levaram a uma margem EBITDA de R$ 36/m³ (-61% a/a, a menor em uma década). O capex atingiu R$ 397 milhões no acumulado do ano, apenas 9% abaixo do guidance inicial (se anualizado), embora a maior parte pareça estar relacionada a medidas de suporte à rede de revendedores, possivelmente explicando o porquê de o número de postos permanecer estável t/t.

…mas um para ser lembrado na Ultragaz; Oxiteno e Extrafarma também em recuperação

A Ultragaz continuou a se beneficiar dos maiores volumes no segmento residencial durante o trimestre, possivelmente ajudando o mix e empurrando o EBITDA para 69% a/a, com uma margem recorde de R$ 476/m3. A Oxiteno (margem EBITDA de US$ 180/ton, +21% t/t) e a Extrafarma também nos surpreenderam positivamente. O primeiro se beneficiou de uma combinação de BRL mais fraco, preços mais baixos do eteno e melhor mix de vendas, enquanto o maior foco do segundo em lojas mais lucrativas continua rendendo melhores margens.

BTG Pactual – Equity Research:

Thiago Duarte
São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

Henrique Brustolin
São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

BTG Pactual Digital – Equity Research & Strategy:

Ricardo Cavalieri
São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.
fundamentalista@btgpactual.com

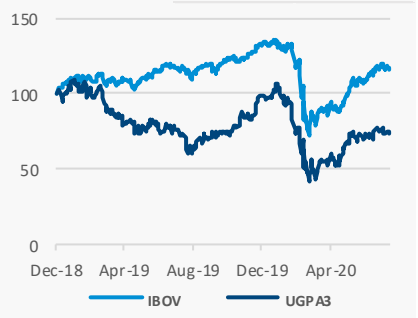
Ultrapar	
Data	13/08/2020
Ticker	UGPA3
Rating	Compra
Preço Alvo (R$)	21,0
Preço (R$)	18,7
Listagem	Novo Mercado

Trading Data:	
Market Cap (R$ mn)	20.304,66
Vol. Médio 12M (R$ mn)	144,33

Múltiplos:	2020E	2021E
P/L	20,6x	16,0x
EV/EBITDA	9,1x	8,2x

Stock Performance:

Agosto (%)	-1,5%
LTM (%)	0,5%



Fonte: BTG Pactual e Economática

Portfólio defensivo e bem posicionado para uma normalização de cenário: Compra

Os resultados da Ipiranga podem desencadear revisões para baixo nos lucros da UGPA em 2020. Mas acreditamos que os investidores já estão olhando além disso. E não só já esperamos uma recuperação quase total da margem da Ipiranga já no 3T, como também vemos tendências animadoras e sustentáveis vindo, principalmente, da Ultragaz e da Oxiteno. Acreditamos que é hora da diversificação da UGPA compensar, e o valuation parece já acomodar seu menor crescimento de longo prazo. Continuamos Compradores devido ao valuation.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	10,9	6,8	9,6	10,8	11,8
EV/EBITDA	11,2	11,2	9,1	8,2	7,5
P/L	25,7	74,1	20,6	16,0	14,5
Dividend Yield %	-2,3	-1,7	-2,8	-3,8	-4,1

Resumo Financeiro (R$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	90.698	89.298	81.065	88.869	98.822
EBITDA	3.382	3.375	3.372	3.803	4.181
Lucro Líquido	1.150	374	987	1.269	1.401
LPA (US$)	2,07	0,34	0,91	1,17	1,29
DPA líquido (US$)	1,23	0,44	0,52	0,70	0,77
Dívida Líquida/Caixa	-8.212	-10.269	-10.491	-10.778	-10.939

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$ 18,66, em 12 de agosto de 2020.

Tabela 1: Revisão da UGP no 2T20

DRE (R$ milhões)	2T20A	2T20E	2T19	1T20	A/E	a/a	t/t
Receita Líquida	**15.876**	**17.436**	**21.693**	**21.387**	**9%**	**-27%**	**-26%**
CPV	-14.825	-16.017	-20.287	-19.977	-7%	-27%	-26%
Lucro Bruto	**1.051**	**1.419**	**1.406**	**1.410**	**-26%**	**-25%**	**-25%**
Despesas de Vendas, Gerais & Adm	**-902**	**-1.010**	**-1.112**	**-1.055**	**-11%**	**-19%**	**-15%**
Outros	50	-35	11	131	n.m.	n.m.	-62%
EBIT	**200**	**373**	**305**	**486**	**-46%**	**-34%**	**-59%**
Depreciação e Amortização	381	338	376	387	13%	2%	-1%
EBITDA	**568**	**712**	**677**	**860**	**-20%**	**-16%**	**-34%**
EBITDA ajustado	**585**	**712**	**716**	**758**	**-18%**	**-18%**	**-23%**
Resultados Financeiros	-80	-81	-92	-168	-1%	-13%	-52%
Equivalência Patrimonial	-13	0	-3	-12	n.m.	n.m.	7%
Lucro antes do imposto	**106**	**292**	**209**	**306**	**-64%**	**-49%**	**-65%**
Imposto de Renda	-56	-99	-89	-137	-43%	-37%	-59%
Participação de minoritários	-9	2	-12	-8	n.m.	-26%	12%
Lucro Líquido	**41**	**194**	**109**	**161**	**-79%**	**-62%**	**-74%**
Margem Bruta	6,6%	8,1%	6,5%	6,6%	-1,5 p.p.	0,1 p.p.	0,0 p.p.
Margem EBITDA ajustada	3,7%	4,1%	3,3%	3,5%	-0,4 p.p.	0,4 p.p.	0,1 p.p.
Margem Operacional	1,3%	2,1%	1,4%	2,3%	-0,9 p.p.	-0,1 p.p.	-1,0 p.p.
Margem Líquida	0,3%	1,1%	0,5%	0,8%	-0,9 p.p.	-0,2 p.p.	-0,5 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 Padrão:

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 pessoas 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 filiadas 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, consequentemente, 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