

Ultrapar (UGPA3): resultado do 3T20

Um portfólio resiliente, juntamente com a rápida recuperação da Ipiranga, ajudou a superar as estimativas

Após um dos mais fracos 2T em uma década, a UGP entregou um forte conjunto de resultados no 3T, com EBITDA de R\$ 1 bilhão (ajustado pelas vendas de ativos da Ipiranga), acima do consenso e 10% acima de nossa projeção. A diferença em relação as nossas estimativas de 18% reflete, principalmente, custos financeiros mais elevados do que o esperado devido a perdas relacionadas ao hedge cambial. A geração de FCFE de R\$ 300 milhões reduziu o índice de alavancagem para 3,1x, apesar dos impactos de um fraco 2T trimestre no EBITDA dos últimos doze meses.

Ipiranga: De volta às margens normalizadas? Esperamos; E o crescimento?

A Ipiranga entregou uma margem EBITDA em linha de R\$ 100/m³, o que, em nossa opinião, pode ser um bom indicador de normalização da empresa, uma vez que os ganhos potenciais de estoque foram provavelmente compensados pela desalavancagem operacional, embora as vendas de setembro tenham sinalizado que a demanda por combustível realmente começou a normalizar. A Ipiranga também reconheceu R\$ 66 milhões relativos aos seus custos de CBio nos 9 meses de 2020, sem os quais estimamos que a margem do trimestre teria sido de R\$ 104/m³. Olhando para frente, o principal tema da Ipiranga deve ser o crescimento. A sensação de que a demanda de combustível logo convergirá para a normalidade nos faz pensar se seu modelo de revenda está pronto para religar o crescimento. A base de revendedores permanece inalterada em 7,1 mil estações por mais de um ano, enquanto o modelo de loja de conveniência está passando por uma grande remodelação: 567 lojas, ou 24% do total, foram fechadas.

Um portfólio blindado da Covid; A disciplina de capital parece estar dando bons resultados

Ainda, o portfólio da UGP continua a se destacar. A Ultragas apresentou um crescimento a/a de EBITDA de 18% e outra margem recorde de R\$ 491/ton (18% acima de nossa estimativa) em volumes resilientes e possivelmente ajudada por ganhos de estoque. A margem EBITDA da Oxiteno de US\$ 155/ton também foi forte, com o crescimento de volume de 4% a/a e o Real mais fraco compensou a normalização dos spreads químicos. Além disso, a depuração das lojas Extrafarma continua a apresentar bons resultados à medida que a representatividade das lojas maduras aumenta e a margem EBITDA fica acima de 5% pela primeira vez registrada.

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	05/11/2020
Ticker	UGPA3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	210
Preço (R\$)	17,2
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	18.673,95
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	153,30

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	18,9x	14,7x
EV/EBITDA	8,6x	7,7x

Stock Performance:



Visibilidade dos lucros + momentum + valuation superam nossas preocupações de longo prazo; Compra!

Os resultados da UGP reforçam nossa tese de um portfólio bem equilibrado e de que a natureza de “spread business” da Ipiranga deve continuar se beneficiando da recuperação da margem em V. Pela primeira vez em muito tempo, vemos espaço para melhorias nos lucros. Os níveis de valuation também parecem acomodar bem os riscos, apoiando nossa Compra.

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	8,6	7,7	7,1
P/L	25,7	74,1	18,9	14,7	13,3
Dividend Yield %	2,3	1,7	3,0	4,1	4,5

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	90.698	89.298	81.065	88.869	96.822
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\$ 17,16, em 04 de Novembro de 2020.

Tabela 1: Revisão da UGPA3 do 3T20

DRE (R\$ milhões)	3T20A	3T20E	3T19	2T20	A/E	a/a	t/t
Receita Líquida	20.762	22.448	23.203	15.876	-8%	-11%	31%
CPV	-19.123	-20.805	-21.580	-14.825	-8%	-11%	29%
Lucro Bruto	1.639	1.643	1.623	1.051	0%	1%	56%
Despesas de Vendas, Gerais & Adm	-1.005	-1.005	-1.059	-902	0%	-5%	11%
Outros	-31	-78	55	50	-60%	n.m.	n.m.
EBIT	603	560	619	200	8%	-3%	202%
Depreciação e Amortização	397	374	368	381	6%	8%	4%
EBITDA	995	934	979	568	7%	2%	75%
EBITDA ajustado	1.025	934	925	585	10%	11%	75%
Resultados Financeiros	-158	-78	-163	-80	103%	-3%	97%
Equivalência Patrimonial	-5	0	-8	-13	n.m.	-42%	-64%
Lucro antes do imposto	441	483	448	106	-9%	-2%	n.m.
Imposto de Renda	-163	-164	-140	-56	0%	16%	191%
Participação de minoritários	-12	7	-10	-9	n.m.	25%	32%
Lucro Líquido	265	325	298	41	-18%	-11%	n.m.
Margem Bruta	7,9%	7,3%	7,0%	6,6%	0,6 p.p.	0,9 p.p.	1,3 p.p.
Margem EBITDA ajustada	4,9%	4,2%	4,0%	3,7%	0,8 p.p.	1,0 p.p.	1,3 p.p.
Margem Operacional	2,9%	2,5%	2,7%	1,3%	0,4 p.p.	0,2 p.p.	1,6 p.p.
Margem Líquida	1,3%	1,4%	1,3%	0,3%	-0,2 p.p.	0,0 p.p.	1,0 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 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 fatos 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, 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