Ultrapar

UGPA3

Recuperação gradual

Neutra

Atualizamos nossa tese sobre a companhia, alterando o preço-alvo de R$ 25,00 para R$ 15,50 e mudando a recomendação para neutra, de modo a refletir as perspectivas de resultados futuros da Ultrapar, que foram diminuídas após a deterioração da rentabilidade de Ipiranga nos últimos períodos.

	Petroquímico
Preço-alvo	R$ 15,50
Preço (25/05)	R$ 13,79
Upside	12,4%
Valor mercado	R$ 14,9 bi
Vol. médio neg.	R$ 136 mi
Máximo 52 sem.	R$ 20,80
Mínimo 52 sem.	R$ 11,99

Fonte: Eleven Financial Research e Economatica.

Felipe Ruppenthal
Analista, CNPI

Rodrigo Diniz
Analista, CNPI-P

A Ipiranga teve suas margens afetadas pela estratégia anterior, que visava capturar uma rentabilidade agressiva, o que acabou impactando o relacionamento com a rede revendedora. Além disso, buscou uma expansão acelerada da rede de revenda, levando à aquisição de postos de menor produtividade com menores retornos e maiores riscos. Com isso, a margem EBITDA da companhia passou de 4,6% em 2017 para 2,1% em 2021. No Ultraday deste ano, a companhia apresentou o seu plano de retomada de crescimento com foco em uma política de pricing mais consistente e melhoria de processos. Deste modo, esperamos o começo de uma trajetória gradual de recuperação da rentabilidade, que já vem apresentando resultados positivos nos últimos trimestres. A Ipiranga deve continuar com a estratégia de buscar postos de maior galonagem, que trazem mais eficiência e menos riscos, ajudando na recuperação gradativa das margens da companhia.

Do lado de Ultracargo, continua a trajetória de crescimento da capacidade estática, atualmente próxima a 1 milhão de m³. Esperamos que a companhia tenha uma evolução destes valores ao longo dos próximos anos de forma progressiva e orgânica, devido à maior demanda na movimentação de combustíveis, necessitando de um aumento da capacidade estática do Brasil nos próximos dez anos, com a empresa se consolidando cada vez mais na liderança do mercado. Além disso, acreditamos que através do novo sistema operacional SOUL a companhia continue apresentando ganhos de produtividade, com redução de desperdícios e otimização dos terminais, gerando menores custos e CAPEX. Com a evolução do sistema, a companhia pode chegar no patamar de margem de suas concorrentes, um dos principais objetivos da Ultracargo.

Em Ultragaz, esperamos um crescimento paulatino do volume vendido pela companhia devido à resiliência e estabilidade do mercado de gás. A companhia vem apresentando expansão em sua base de clientes ao longo dos últimos anos e pode ser acelerada com acesso a novos mercados. Acreditamos que a Ultragaz deva apresentar ganhos de rentabilidade no curto e médio prazos, através do projeto Lean, que busca expandir a produtividade por uma racionalização de processos e automatização das operações. Isso deve aumentar o volume de engarrafamento automatizado de gás da companhia, possibilitando uma redução do OPEX e incremento nas margens de Ultragaz. Incorporamos ao nosso modelo as vendas das participações de Oxiteno concluída em abril, no valor total de US$ 1,476 bilhão, com US$ 150 milhões sendo recebidos apenas em abril de 2024, e de Extrafarma, com o desfecho do negócio esperado para o segundo semestre deste ano, no valor total de R$700 milhões a ser realizado em três parcelas, 50% na data de fechamento e 25% em cada aniversário de um e dois anos do fechamento. Com os recursos angariados, a Ultrapar exerceu a recompra de seus bonds mais onerosos no valor de US$ 600 milhões, o que reforça a sua solidez financeira em um momento de alta da taxa de juros, além de alcançar um nível de caixa interessante, o que capacita a companhia a buscar investir em futuras aquisições.

Novas Estimativas

Figura 1: resultados e estimativas (R$ milhões)

UGPA3	2019	2020	2021	2022e	2023e
Receita Líquida	89.298	81.241	118.799	139.831	126.226
Lucro Bruto	6.111	5.613	7.069	6.838	5.835
Margem Bruta	*6,8%*	*6,9%*	*6,0%*	*4,9%*	*4,6%*
EBITDA	2.433	3.036	3.246	3.432	3.102
Margem EBITDA	*2,7%*	*3,7%*	*2,7%*	*2,5%*	*2,5%*
Lucro Líquido	769	1.455	941	1.640	2.331
Margem Líquida	*0,9%*	*1,8%*	*0,8%*	*1,2%*	*1,9%*

Fonte: Ultrapar. Elaborado por Eleven Financial Research.

Estimamos um crescimento mais lento de volumes em todos os segmentos no curto prazo devido ao cenário de menor evolução do PIB somado à elevada inflação. Projetamos uma redução nos preços dos combustíveis a partir de 2023 em linha com nossa curva para o preço do petróleo juntamente com a variação cambial dos períodos. Isso traz uma redução no faturamento da companhia para os próximos anos, mas uma certa estabilidade das margens operacionais devido à manutenção dos spreads pela Ipiranga e aumento gradativo de margens de Ultragaz e Ultracargo. Nosso preço-alvo de R$ 15,50 para o final de 2022 é obtido através da metodologia do fluxo de caixa descontado para a firma com WACC nominal em reais de 11,7% e crescimento nominal na perpetuidade (g) de 5%.

Análise comparativa

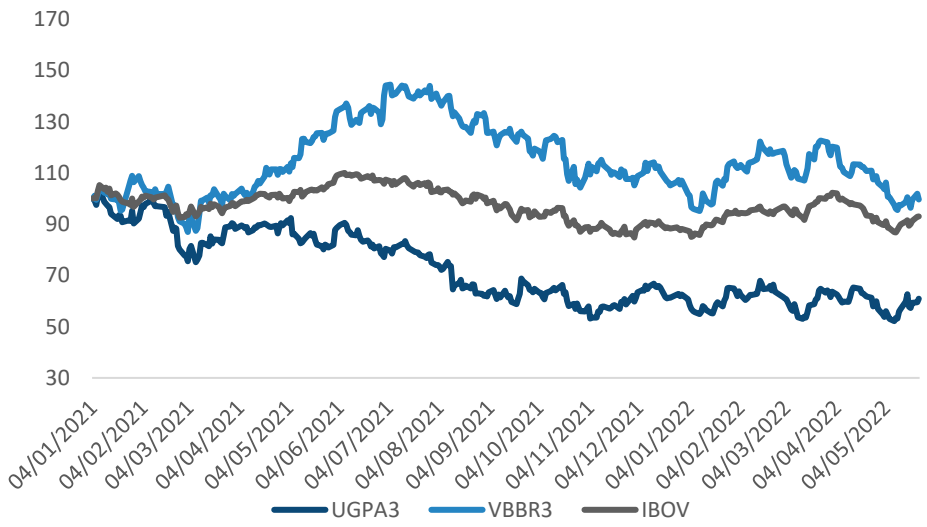
Figura 2: comparação de EBITDA/m³

EBITDA/m³	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22
UGPA3	104	75	68	94	110
RAIZ4	121	112	104	143	119
VBBR3	127	115	115	160	123

Fonte: Ultrapar e Vibra Energia. Elaborado por Eleven Financial Research.

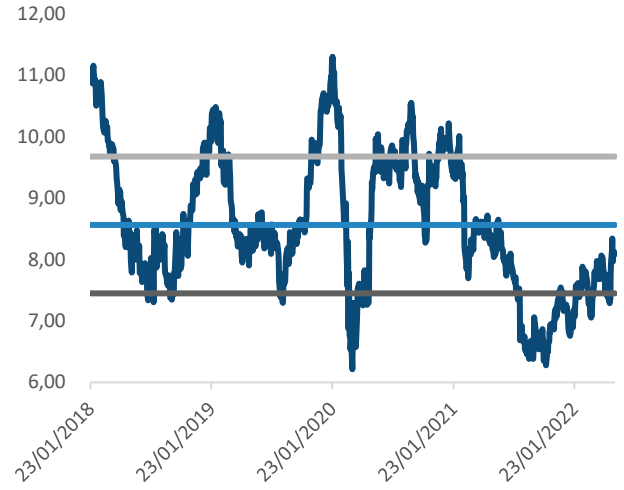
A Ultrapar tem apresentado margem EBITDA/m³ abaixo dos seu peers diretos no mercado nacional, a Vibra Energia e a Raízen, e isso refletiu diretamente no desempenho das ações da companhia, tendo uma performance bem inferior à da Vibra e ao Ibovespa.

Figura 3: desempenho das ações



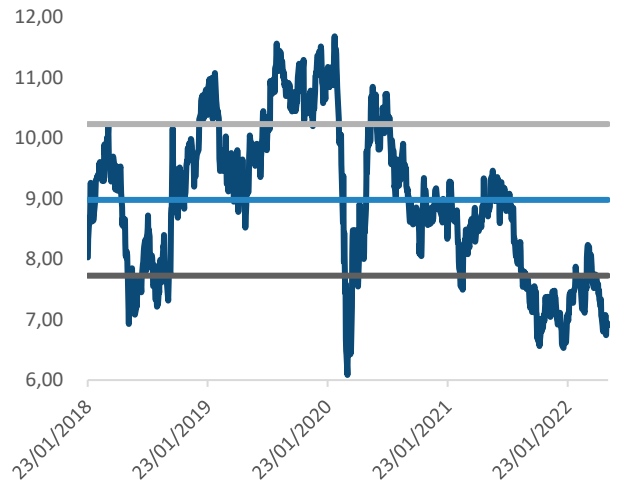
Fonte: Economatica. Elaborado por Eleven Financial Research.

Figura 4: EV/EBITDA- UGPA3



Fonte: Thomsom Reuters. Elaborado por Eleven Financial Research.

Figura 5: EV/ EBITDA-VBBR3



Fonte: Thomsom Reuters. Elaborado por Eleven Financial Research.

Mesmo com o pior desempenho recente das ações da Ultrapar, ela continua com seus múltiplos menos atraentes que os da concorrente direta, Vibra. Vemos a Ultrapar com EV/EBITDA de 8,2x, enquanto a Vibra deve apresentar um múltiplo de 7,0x para 2022. A Ultrapar já vem apresentando melhora em seus resultados, conforme mostrado na Figura 2. Caso sua reorganização continue apresentando recuperação de margens, principalmente em Ipiranga, a diferença frente às suas concorrentes deve ficar menor e a Ultrapar apresentar um bom desempenho de suas ações. Ainda assim, esperaremos a confirmação de seus resultados para revisitar o case.

Visão sobre a companhia

Modelo de negócio: com mais de 80 anos de história, a Ultrapar é hoje um dos principais grupos empresariais do País. A companhia mantém posições de liderança nos segmentos de negócios em que atua e controla os seguintes negócios principais: Ultragaz (distribuidora de gás liquefeito que atua em dois segmentos comerciais: o granel, constituído por clientes comerciais, industriais e condomínios residenciais; e o envasado, formado pelos consumidores residenciais); Ultracargo (atua na armazenagem de granéis líquidos e opera nos principais portos do Brasil, com estrutura completa de armazenagem e movimentação de produtos químicos, combustíveis, biocombustíveis e óleos vegetais); e Ipiranga (distribuidora de combustíveis com unidades de negócios em cadeia integrada, possuindo quatro unidades de negócios: Comercial e rede de postos, Mercado empresarial, AmPm, Jet Oil).

Visão atualizada: acreditamos que a forte correlação do mercado de combustíveis com o desempenho do PIB será um fator importante para as vendas da companhia assim como os preços atrelados a dinâmica de petróleo, além de estar passando por um processo de reestruturação focando no segmento de óleo e gás e vendendo suas operações descorrelacionadas ao segmento, como a Extrafarma e a Oxiteno, recentemente vendidas.

Vantagens competitivas: a Ultragaz é a maior distribuidora de e Gás Liquefeito de Petróleo (GLP) do Brasil. A Ultracargo é a empresa líder em armazenagens de granéis líquidos e opera nos principais portos do Brasil. A Ipiranga é uma das maiores distribuidoras de combustíveis do Brasil com uma marca sólida e liderança no sul do país.

Valuation: o nosso preço alvo de R$ 15,50 para o final de 2022 é obtido através da metodologia do fluxo de caixa descontado para a firma com WACC nominal em reais de 11,7% e crescimento nominal na perpetuidade (g) de 5,0%.

Riscos: exposição à variação dos preços dos combustíveis, risco relacionados a novas medidas restritivas de circulação devido à Covid-19, execução da reestruturação de Ipiranga, que perdeu rentabilidade em comparação com os competidores nacionais, além de concentração do fornecimento de combustíveis no mercado interno pela Petrobras.

DISCLAIMER

Este documento foi elaborado e distribuído pela Eleven Financial Research unicamente para uso do destinatário original, e tem como objetivo somente informar os investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de nenhum título ou valor mobiliário contido neste relatório. As decisões de investimentos e estratégias financeiras devem ser realizadas pelo próprio leitor.
Nossos analistas elaboraram o presente relatório de forma independente, e o conteúdo do mesmo não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem prévia e expressa autorização.

Todas as informações utilizadas neste documento foram redigidas com base em informações públicas, de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, a Eleven Financial e os seus analistas não respondem pela veracidade das informações do conteúdo.
Conforme o artigo 20, parágrafo único da Resolução CVM nº 20, o analista **Felipe Volcato Ruppenthal** declara-se inteiramente responsável pelas informações e afirmações contidas neste relatório de análise. De acordo com a exigência regulatória do artigo 21 previsto na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, o analista de valores mobiliários, responsável principal por este relatório, declara:
(i) que as recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal sobre a companhia analisada e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e autônoma;
(ii) que as informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

Para mais informações consulte a Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, e também o Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários. Este relatório é destinado exclusivamente ao assinante da Eleven que o contratou. A sua reprodução ou distribuição não autorizada, sob qualquer forma, no todo ou em parte, implicará em sanções cíveis e criminais cabíveis, incluindo a obrigação de reparação de todas as perdas e danos causados, nos termos da Lei nº 9.610/98 e de outras aplicáveis.