Ultrapar (UGPA3 – Compra)

Mercado ainda difícil

Luiz Francisco Caetano, CNPI
lcaetano@plannercorretora.com.br
+55 11 2172-2564

Disclosure e certificação do analista estão localizados na última página deste relatório.

Uma conjunção de alguns reveses em aquisições e a queda na rentabilidade das principais empresas do grupo, fizeram com que as ações da Ultrapar caíssem forte nos últimos meses. Acreditamos que a empresa voltará a mostrar crescimento no lucro consolidado, principalmente por melhores resultados da Ipiranga. No entanto, para ocorrer uma retomada maior no consumo de combustíveis no Brasil, é necessário um crescimento mais vigoroso da renda e do emprego, o que não está acontecendo. Com isso, esperamos uma expansão moderada no resultado da Ultrapar, o que limita o ritmo de recuperação das ações. Nossa recomendação para UGPA3 é de Compra, mas reduzimos o Preço Justo de R$ 31,00 para R$ 27,00.

Elevando a rentabilidade do grupo: As ações da Ultrapar caíram 44,0% nos últimos 24 meses. Para reverter esta situação, a empresa precisa elevar sua rentabilidade, a começar pela Ipiranga, sua principal controlada. A fraqueza da economia, exemplificada nas seguidas revisões para baixo das projeções de crescimento do PIB, será um limitador importante para o crescimento dos negócios das empresas do grupo. No entanto, a diretoria da Ultrapar tem enfatizado que o EBITDA de 2019 vai superar os R$ 3,1 bilhões alcançados no ano passado.

Projetamos que o EBITDA de 2019 atinja R$ 3,6 bilhões, valor 18,9% maior que em 2018. Vale lembrar que o número do ano passado foi negativamente impactado por fatores não recorrentes, que somaram R$ 286 milhões.

Ao lado da elevação da rentabilidade, a Ultrapar também planeja a redução da dívida, diminuindo a relação dívida líquida/EBITDA para 2,0x (foi 2,6x no 1T19 e 2,7x no 4T18). Em nossas projeções, acreditamos que este número possa chegar a 2,5x ao final do ano.

As expectativas para as empresas da Ultrapar são as seguintes:

- **Ipiranga:** A empresa vem conseguindo elevar sua rentabilidade desde o 3T18. Para o 2T19, com a limitada recuperação do mercado de combustíveis, o volume de vendas ainda deve permanecer fraco. Neste ambiente, a empresa vai preferir preservar margens, em detrimento da manutenção do volume. Esperamos um melhor desempenho das vendas de combustíveis no segundo semestre do ano;
- **Ultragaz:** A empresa teve resultados muito fracos no 1T19, com contração das vendas (problemas de suprimento e perdas de clientes) e aumento de despesas. No restante do ano, a expectativa é de recuperar os volumes para o mesmo patamar do ano passado, com leve crescimento no resultado;
- **Oxiteno:** O resultado do 1T19 teve expressiva redução, devido à queda nos preços do etileno glicol, que caiu 35% entre novembro/2018 e fevereiro/19. Apesar de se esperar melhores volumes, os preços baixos da *commodity* ainda deve impactar a margem e manter o resultado inferior ao ano passado;
- **Ultracargo:** Os resultados nos últimos trimestres foram crescentes, com o aumento da armazenagem e dos preços. Esta situação deve persistir no restante do ano. Porém, no 2T19 a empresa terá um impacto negativo em seu resultado, dado pela assinatura do Termo de Ajustamento de Conduta (TAC) com o Ministério Público Federal e o MP de São Paulo, no

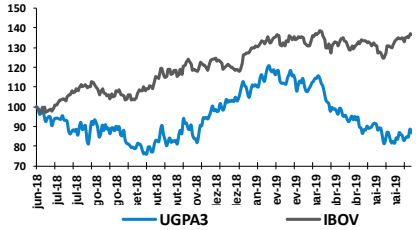
Dados da Ação		
Cotação atual (R$)	R$ /ação	20,67
Preço justo	R$ /ação	27,00
Potencial	%	30,6
Var. 52 sem. (Min/Max)	R$ /ação	17,90 - 28,95
Total de ações	milhões	1.112,8
Ações Ordinárias	%	100,0
Free Float	%	63,4
Vol. Méd, diário (1 mês)	R$ milhões	90,41
Valor de Mercado	R$ milhões	23.002

Desempenho da Ação	Dia	Ano	52 Sem.
UGPA3	-2,0%	-21,3%	-16,8%
Ibovespa	-0,6%	11,9%	35,1%
Cotação de 12/06/2019			

Principais Múltiplos	2018	2019E	2020E
P/L (x)	25,5	19,6	16,1
VE/EBITDA (x)	12,2	8,8	5,6
ROE (%)	12,0	11,8	13,5
Div. Liq./EBITDA (12m) (x)	2,7	2,5	2,2
Receita Líquida (R$ mm)	90.698	92.430	99.044
Lucro Líquido (R$ mm)	1.132	1.173	1.425
Margem Bruta (%)	6,8	7,0	7,2
Margem EBITDA (%)	3,4	3,9	4,2
Margem Líquida (%)	1,2	1,3	1,4
Payout (%)	60,4	50,0	55,0
Retorno Dividendo (%)	1,7	2,6	3,4
Cotação/VPA (x)	3,1	2,3	2,2

Fonte: Economática. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica.

valor de R$ 67,5 milhões. Estes recursos serão usados para compensar os impactos causados pelo incêndio ocorrido no terminal da empresa em abril/2015.

- **Extrafarma:** No 1T19, a empresa teve um resultado muito ruim, com EBITDA negativo. Nossas expectativas são de recuperação, com o EBITDA passando a ser levemente positivo já no 2T19. Porém, as margens devem seguir comprimidas, pela forte competição no setor.

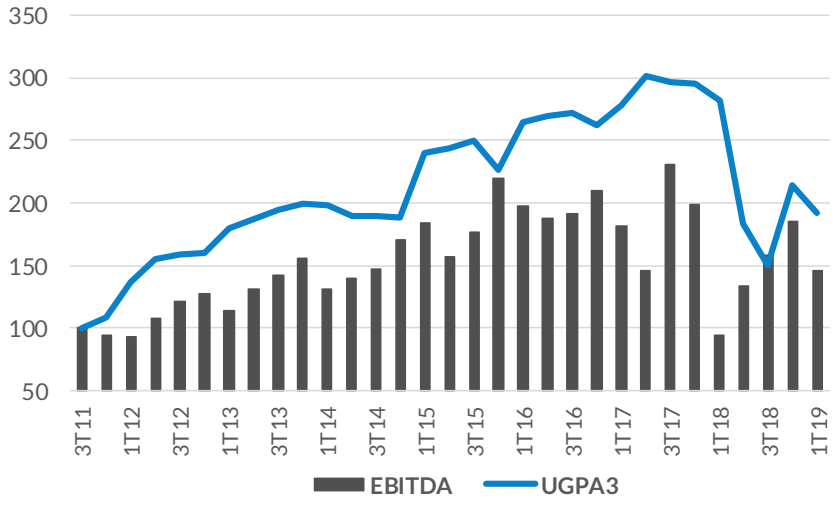
Redução da rentabilidade e desvalorização das ações: As ações da Ultrapar tiveram quedas de 16,8% nos últimos doze meses e 21,3% este ano.

Acreditamos que as razões para este declínio de UGPA3, começaram com as proibições pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) das aquisições da Ale Combustíveis (agosto/2017) e Liquigás (fevereiro/2018), além da queda na rentabilidade da Ipiranga, advinda em parte da mudança na política de preços da Petrobras.

O gráfico seguinte descreve os movimentos do EBITDA e o preço de UGPA3 numa base 100. Com isso, fica clara a evolução positiva das ações, paralela ao crescimento da geração de caixa até o final de 2017 e a queda posterior.

Acreditamos que os lucros da Ultrapar voltarão a crescer nos próximos trimestres, ensejando um novo ciclo positivo para a ação.

Figura 1: EBITDA *versus* Evolução da Ação



Fonte Ultrapar e Economatica

Expectativas positivas na distribuição de combustíveis: A Ipiranga é a mais importante das empresas controladas pela Ultrapar, sendo que seu EBITDA no 1T19 foi equivalente a 75,9% do valor consolidado.

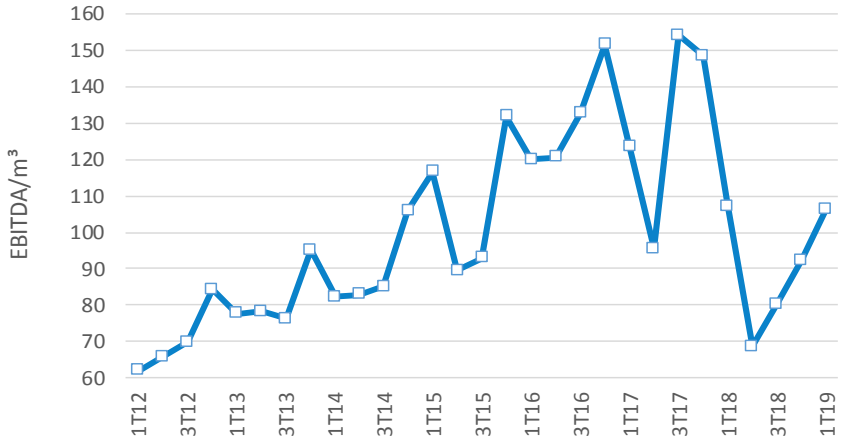
A empresa vem conseguindo recuperar sua rentabilidade nos últimos três trimestres e as expectativas são positivas para o restante do ano, com aumento das vendas e do lucro. Para isso a empresa está reduzindo seu ciclo de conversão de caixa, diminuindo o número de postos com baixa rentabilidade e colocando em operação uma quantidade crescente daqueles que estavam em fase pré-operacional.

Na métrica mais comum do setor (EBITDA por metro cúbico vendido) pode-se verificar no gráfico seguinte que a Ipiranga apresentou números crescentes de EBITDA/M³ até o 1S17. Isso vinha ocorrendo pelo aumento das vendas, somado ao controle de custos e despesas. Porém, a nova política

de preços da Petrobras iniciada no segundo semestre de 2017, além de limitar o espaço para importações, trouxe uma alta volatilidade para o valor dos estoques das distribuidoras, comprometendo a rentabilidade destas empresas.

Desde o 3T18 a Ipiranga vem conseguindo elevar seguidamente sua rentabilidade medida pelo EBITDA/M³. A empresa mostrou elevações neste indicador de 16,9% no 3T18, 15,2% no 4T18 e mais 15,1% durante o 1T19, somando um crescimento de 55,1%. Vale destacar que o EBITDA/M³ sem os ajustes do IFRS 16 seria menor no 1T19 (R$ 96/M³), que os R$ 106/M³ (após ajustes), que usamos no cálculo.

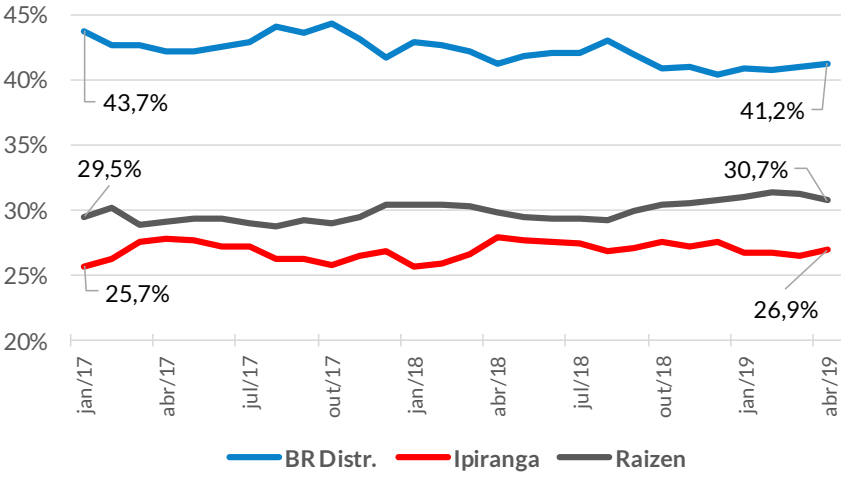
Figura 2: Ipiranga – EBITDA/Metro Cúbico Vendido



Fonte: Ultrapar

Segundo os dados da Associação Nacional das Distribuidoras de Combustíveis, Lubrificantes, Logística e Conveniência (Plural), que congrega as três maiores distribuidoras do país e a Air BP, a participação de mercado da Ipiranga cresceu ligeiramente desde 2017. Em 2019, até abril, a Ipiranga teve perdas de participação de 0,6 ponto percentual em relação a dezembro do ano passado e 1,0 pp na comparação com abril/18.

Figura 3: Plural - Participação no Mercado de Distribuição de Combustíveis



Fonte: Plural

Os dados da Agência Nacional do Petróleo, que levam em conta todas as distribuidoras do mercado tem atualização trimestral, mas a última divulgação se refere ao ano de 2018. Com estes dados, temos que em 2018 a Ipiranga perdeu participação nas vendas de diesel (0,2 pp), que é o principal produto para a empresa, representando 48,2% do volume vendido no ano passado. Porém, a Ipiranga mostrou ganhos de participação nas vendas de gasolina (0,4 pp), combustível onde suas duas grandes concorrentes tiveram reduções substanciais. Em etanol, produto cuja venda é dominada pelos postos "bandeira branca", a participação da Ipiranga aumentou 0,3 pp.

Distribuidoras no Brasil - Participação de Mercado por Combustível

	Diesel		Gasolina		Etanol	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Petrobras (BR)	38,0%	38,4%	28,5%	28,5%	22,3%	20,7%
Ipiranga	22,9%	22,2%	20,7%	20,6%	20,5%	18,9%
Raizen (Shell/Cosan)	17,5%	18,4%	18,8%	19,5%	20,3%	19,0%
Alesat	3,2%	3,2%	5,9%	5,8%	2,9%	3,0%
Outras	18,4%	17,9%	26,1%	25,6%	34,1%	38,4%
Total	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

Fonte: ANP

Resultados do 1T19: Os números da Ultrapar no 1T19 apresentaram receita praticamente igual ao 1T18, com custos maiores, mas um resultado financeiro consideravelmente menor, o que beneficiou o lucro. É importante lembrar, que o resultado do 1T18 foi impactado pelo pagamento da multa para a Petrobras (R$ 286 milhões) pela não efetivação da compra da Liquigás.

A introdução das normas contábeis do IFRS 16 neste trimestre, impactaram negativamente os resultados da maioria das empresas do grupo.

No 1T19, o lucro líquido consolidado da Ultrapar atingiu R$ 242 milhões (R$ 0,44 por ação), que foi 52,3% menor que no trimestre anterior, porém 227,7% superior ao 1T18.

Ultrapar - Resultados Trimestrais

R$ milhões	1T18	4T18	1T19	*1T19/4T18*	*1T19/1T18*
Receita Líquida	20.751	23.467	20.739	*-11,6%*	*-0,1%*
Lucro Bruto	1.521	1.555	1.444	*-7,2%*	*-5,1%*
Margem Bruta	*7,3%*	*6,6%*	*7,0%*	*0,3 pp*	*-0,4 pp*
EBITDA	508	993	698	*-29,7%*	*37,4%*
Margem EBITDA	*2,4%*	*4,2%*	*3,4%*	*-0,9 pp*	*0,9 pp*
Lucro Líquido	74	508	242	*-52,3%*	*227,7%*

Fonte: Ultrapar

A Ipiranga teve no 1T19 um bom período, com crescimento nas vendas totais (2,3%), dado por elevações de 1,8% no volume de diesel e 3,2% nos combustíveis do ciclo Otto (gasolina, etanol e GNV). Nestes, a preponderância foi do etanol, o que reduz a receita e a rentabilidade. O EBITDA da empresa de R$ 538 milhões, foi 8,1% menor que no 1T18, com perda de 0,3 ponto percentual na margem. Sem considerar a contabilização do IFRS 16, o EBITDA da Ipiranga seria de R$ 594 milhões, valor 1,5% maior que no mesmo período do ano passado.

Ultrapar - Resultados das Controladas

	Ipiranga			Oxiteno			Ultragaz		
R$ milhões	1T18	1T19	Var.	1T18	1T19	Var.	1T18	1T19	Var.
Receita Líquida	17.516	17.428	*-0,5%*	999	1.056	*5,6%*	1.626	1.640	*0,9%*
Lucro Bruto	942	863	*-8,5%*	175	157	*-10,5%*	194	208	*7,4%*
Margem Bruta	*5,4%*	*4,9%*	*-0,4 pp*	*17,5%*	*14,9%*	*-2,7 pp*	*11,9%*	*12,7%*	*0,8 pp*
EBITDA	585	538	*-8,1%*	51	34	*-33,6%*	-170	97	-
Margem EBITDA	*3,3%*	*3,1%*	*-0,3 pp*	*5,1%*	*3,2%*	*-1,9 pp*	*-10,5%*	*5,9%*	-
Volume Vendido	5.461	5.587	*2,3%*	180	180	*0,0%*	410	395	*-3,7%*

Fonte: Ultrapar

No 1T19, a Oxiteno teve vendas estáveis, com aumento no faturamento devido aos maiores preços, mas expressiva redução na rentabilidade. A receita no 1T19 cresceu 5,6%. Isso ocorreu, principalmente, com o aumento de 14,3% nas vendas de produtos com menor valor agregado (*commodities*) e redução de 2,6% em Especialidades, que tem maior preço e rentabilidade. O EBITDA da Oxiteno no 1T19 foi de R$ 34 milhões, ficando 33,6% abaixo do 1T18.

A Ultragaz apresentou uma redução de 3,7% no volume vendido do 1T19, compensado pelos aumentos nos preços do GLP no período, fazendo com que a receita tivesse crescimento de 0,9%. É importante destacar que o EBITDA negativo apresentado no 1T18 foi devido à já comentada multa paga à Petrobras. O resultado da Ultragaz deste trimestre foi impactado também pela contabilização do IFRS 16. Sem este efeito, o EBITDA seria de R$ 108 milhões.

A Ultracargo apresentou no 1T19 outro bom resultado, com crescimentos na armazenagem e nos preços, o que permitiu ganhos de rentabilidade. A armazenagem cresceu 5,0% comparada ao 1T18, levando a um aumento de 26,8% no EBITDA. Sem os ajustes do IFRS 16, o EBITDA da Ultracargo no trimestre seria de R$ 59 milhões, contra R$ 52 milhões.

A Extrafarma apresentou novamente neste trimestre um resultado ruim. A receita bruta foi apenas 0,2% maior que 1T18, mesmo com o aumento de 10% no número de lojas. Com incrementos dos custos, o EBITDA foi negativo em R$ 21 milhões. A empresa fechou o 1T19 com 440 lojas, sendo que as unidades em maturação (menos de três anos) chegavam a 54% da rede.

Em termos consolidados, a menor receita da Ipiranga, os maiores custos na maioria das empresas do grupo e a contabilização do IFRS foram os principais condicionantes para o resultado. Vale destacar que o EBITDA consolidado sem os ajustes do IFRS seria de R$ 782 milhões, contra os R$ 698 milhões do número contábil.

O endividamento líquido consolidado da Ultrapar no 1T19 somou R$ 8,6 bilhões, que cresceu 0,9% nos últimos doze meses e 5,0% no trimestre. A relação dívida líquida/EBITDA no 1T19 era de 2,6x, vindo de 2,4x no 1T18 e 2,7x no 4T18.

Ultrapar - Resumo dos Resultados Projetados

R$ milhões	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Receita Líquida	**79.230**	**90.698**	**92.430**	**99.044**	**104.106**
Lucro Bruto	6.799	6.161	6.477	7.082	7.630
Despesas Operacionais	**-4.004**	**-4.254**	**-4.343**	**-4.563**	**-4.568**
Desps. Gerais e Administrativas	-4.063	-4.297	-4.470	-4.683	-4.688
Outras Rec. (Desps) Operacionais	59	43	127	120	120
Resultado Operacional (EBIT)	**2.795**	**1.906**	**2.134**	**2.520**	**3.062**
Result. Financ. Líquido	-474	-114	-128	-114	-164
Equivalência Patrimonial	21	-15	-7	0	0
Resultado Antes do I. R e C. Social	**2.339**	**1.771**	**2.002**	**2.414**	**2.906**
I.R e Contr. Social	-813	-639	-786	-937	-1.128
Resultado Líquido	**1.526**	**1.132**	**1.173**	**1.425**	**1.716**
Lucro por Ação	1,37	1,02	1,05	1,28	1,54
EBITDA	**3.981**	**3.069**	**3.648**	**4.137**	**4.778**
Margem Bruta	8,6%	6,8%	7,0%	7,2%	7,3%
Margem EBITDA	5,0%	3,4%	3,9%	4,2%	4,6%
Margem Líquida	1,9%	1,2%	1,3%	1,4%	1,6%

Fonte: Ultrapar e Planner Corretora

Parâmetros do Rating da Ação
Nossos parâmetros de rating levam em consideração o potencial de valorização da ação, do mercado, aqui refletido pelo Índice Bovespa, e um prêmio, adotado neste caso como a taxa de juro real no Brasil, e se necessário ponderação do analista. Dessa forma teremos:
Compra: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for superior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.
Neutro: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for em linha com o potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.
Venda: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for inferior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

EQUIPE

Mario Roberto Mariante, CNPI*
mmariante@plannercorretora.com.br

Karoline Borges
kborges@plannercorretora.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI
lcaetano@plannercorretora.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins, CNPI
vmartins@plannercorretora.com.br

Ricardo Tadeu Martins, CNPI
rmartins@planner.com.br

DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pela Planner Corretora e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas das companhias analisadas e de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada ou redistribuída sem prévio consentimento da Planner Corretora de Valores.

O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Planner Corretora.
As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas em julgamento do(s) analista(s) de investimento envolvido(s) na sua elaboração ("analistas de investimento") e são, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado.
Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Instrução CVM 598/18:
O(s) analista(s) de investimento declara(m) que as opiniões contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Planner Corretora e demais empresas do Grupo.