

Ultrapar (UGPA3 – Compra)

Os efeitos da crise

Revisamos as projeções da Ultrapar e reduzimos o Preço Justo de UGPA3 para R\$ 22,00/ação, vindo de R\$ 27,00 (potencial de alta em 20%). No 1T20, a principal empresa do grupo (Ipiranga) sofreu com a diminuição nos preços dos combustíveis, que levou a reduções de receita e margens. Para o 2T20 esta situação difícil deve persistir, com quedas no volume vendido e nos preços, mesmo com a recuperação que houve em maio e junho. As outras empresas do grupo (Ultragaz, Ultracargo, Oxiteno e Extrafarma), tiveram bons resultados no 1T20 e devem apresentar um desempenho melhor que a Ipiranga no 2T20. Acreditamos que no segundo semestre todas as empresas da Ultrapar possam apresentar bons resultados, em função da esperada recuperação da economia. Em 2020, UGPA3 caiu 27,1% e o Ibovespa teve uma desvalorização de 17,6%. Esta ação estava cotada ontem (R\$ 18,34) 33,8% abaixo da máxima alcançada no ano e 81,4% acima da mínima.

Pontos importantes para as empresas da Ultrapar:

- **Ipiranga:** No 1T20, a empresa sofreu com perdas de vendas, preços e margens. Os preços menores e as restrições de movimentação que ainda persistem, devem manter os resultados fracos no 2T20. Em abril, pior mês da crise, as vendas totais da Ipiranga caíram 18,9%, comparado ao mês anterior, segundo os dados do Sindicato Nacional das Empresas Distribuidoras de Combustíveis e de Lubrificantes (Sindicom);
- **Preços dos combustíveis:** Segundo os dados da Petrobras, os preços do diesel caíram 30,1% durante o 1T20 e subiram 1,4% no 2T20. Na gasolina, a queda foi de 42,5% no 1T20, mas alta de 33,3% no 2T20;
- **Perdas com estoques:** No caso da Ipiranga, foi estimada uma perda de R\$ 100 milhões no 1T20. Para o 2T20, as perdas ainda devem ocorrer, sendo amenizadas a partir de meados de maio, com os aumentos dos preços realizados pela Petrobras;
- **Inadimplência e apoio aos clientes:** Neste contexto de crise, a Ipiranga está buscando prestar suporte para a rede de postos, com a flexibilização das condições de venda e ajudando estes clientes também a buscar linhas de crédito para capital de giro. A inadimplência aumentou, mas em níveis aceitáveis, segundo a Ultrapar;
- **Preparação para a crise:** Para fortalecer sua posição financeira, em março e abril a Ultrapar captou R\$ 1,5 bilhão com prazo de 12 meses. Ao lado disso, a empresa está parcelando os pagamentos e suspendendo as cláusulas de performance de vendas dos revendedores de sua controlada Ipiranga, além de reduzir em 30% o plano de investimentos de 2020. Este plano atingia um total de R\$ 1.771 milhões, valor praticamente igual (+0,5%) ao ano anterior.

Resultados do trimestre passado: No 1T20, os números da Ultrapar apresentaram aumento de receita, mas uma pequena queda nas margens operacionais e expressiva redução do lucro, na comparação com o 1T19, dada principalmente pelo forte incremento das despesas financeiras. O lucro líquido no 1T20 foi de R\$ 169 milhões (R\$ 0,15 por ação), contra um prejuízo de R\$

Luiz Francisco Caetano, CNPI

lcaetano@planner.com.br

+55 11 2172-2564

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

Dados da Ação

Cotação atual (R\$)	R\$ /ação	18,34
Preço justo	R\$ /ação	22,00
Potencial	%	20,0
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	10,11 - 27,72
Total de ações	milhões	1.112,8
Ações Ordinárias	%	100,0
Free Float	%	64,8
Vol. Méd, diário (1 mês)	R\$ milhões	157,81
Valor de Mercado	R\$ milhões	20.409

Desempenho da Ação

	Dia	Ano	52 Sem.
UGPA3	-1,7%	-27,1%	-12,2%
Ibovespa	-1,3%	-17,6%	-6,5%

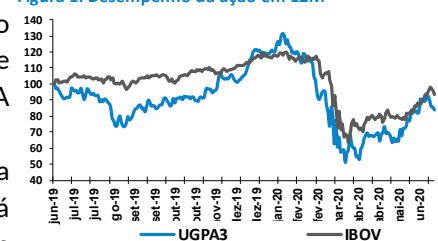
Cotação de 22/06/2020

Principais Múltiplos

	2018	2019E	2020E
P/L (x)	65,9	66,3	17,1
VE/EBITDA (x)	15,4	11,6	8,0
ROE (%)	4,3	3,3	11,9
Div. Líq./EBITDA (12m) (x)	4,4	4,1	2,7
Receita Líquida (R\$ mm)	89.298	77.433	92.879
Lucro Líquido (R\$ mm)	410	308	1.194
Margem Bruta (%)	6,8	6,2	6,6
Margem EBITDA (%)	2,7	3,5	4,2
Margem Líquida (%)	0,5	0,4	1,3
Payout (%)	116,8	50,0	50,0
Retorno Dividendo (%)	1,7	0,8	2,9
Cotação/VPA (x)	3,1	2,2	2,0

Fonte: Economatica. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica.

268 milhões no trimestre anterior (lucro de R\$ 131 milhões - sem considerar não recorrentes) e 30,3% menor que no 1T19.

Ultrapar - Resultados das Controladas

R\$ milhões	Ipiranga			Oxígeno			Ultragaz			Ultracargo			Extrafarma		
	1T19	1T20	Var.	1T19	1T20	Var.	1T19	1T20	Var.	1T19	1T20	Var.	1T19	1T20	Var.
Receita Líquida	17.428	17.900	2,7%	1.056	1.108	4,9%	1.640	1.762	7,4%	127	163	29,1%	516	493	-4,5%
Lucro Bruto	863	695	-19,4%	157	231	47,2%	208	239	14,8%	68	101	48,9%	142	145	2,3%
Margem Bruta	4,9%	3,9%	-1,1 pp	14,9%	20,9%	6,0 pp	12,7%	13,5%	0,9 pp	53,5%	61,7%	8,2 pp	27,4%	29,4%	1,9 pp
EBITDA	597	480	-19,6%	40	193	387,1%	110	147	34,2%	60	91	51,8%	1	9	641,7%
Margem EBITDA	3,4%	2,7%	-0,7 pp	3,8%	17,4%	13,7 pp	6,7%	8,3%	1,7 pp	47,1%	55,4%	8,3 pp	0,2%	1,8%	1,6 pp
Volume Vendido	5.587	5.490	-1,7%	180	181	0,6%	395	421	6,6%	758 (1)	907 (1)	19,7%	440 (2)	411 (2)	-6,6%

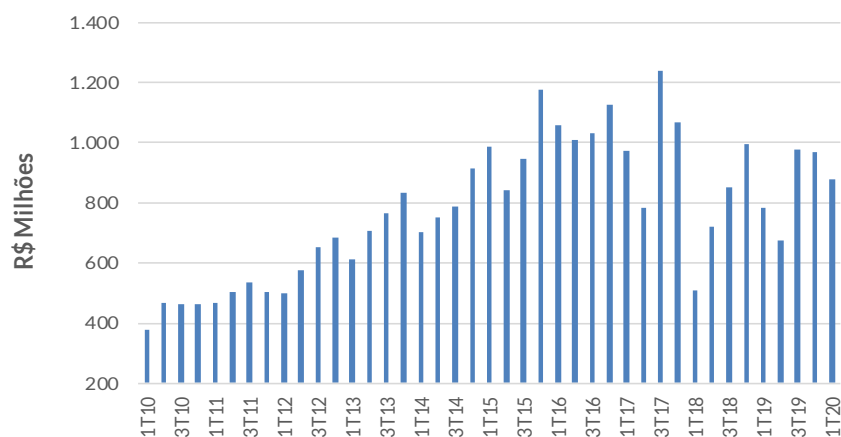
Fonte: Ultrapar

(1) Armazenagem efetiva - mil m³

(2) Número de lojas

Rentabilidade do grupo em queda: Na década passada, a Ultrapar apresentou resultados crescentes até 2015, mas estes vêm declinando desde então. Isso aconteceu, principalmente, devido aos números fracos da Ipiranga nos últimos anos. A menor rentabilidade desta controlada decorreu da queda nas vendas, dificuldade na precificação e a volatilidade dos preços dos combustíveis após a Petrobras atrelar os preços internos aos externos.

Figura 1: Ultrapar - EBITDA Trimestral

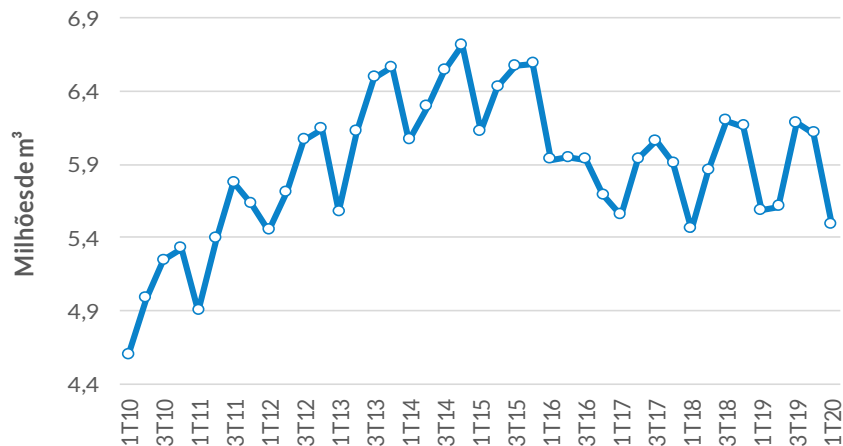


Fonte: Ultrapar

O EBITDA gerado pela Ipiranga tem caído de forma absoluta e também relativa. No 1T20, o EBITDA desta empresa foi equivalente a 54,5% do total consolidado, porém, no 1T10 este percentual era de 75,6%. **Dessa forma, a retomada na rentabilidade da Ipiranga é chave para o crescimento dos lucros consolidados da Ultrapar.**

O gráfico seguinte mostra as vendas trimestrais da Ipiranga, que são declinantes. Um exemplo disso é o volume vendido no 1T20 (5,49 milhões de m³) que se manteve praticamente igual ao de oito anos atrás (1T12), quando foram vendidos 5,47 milhões de m³. Importante observar que o volume total de combustíveis vendidos pelas distribuidoras brasileiras (dados da ANP) cresceu 8,2% neste período. Portanto, a Ipiranga teve também uma perda de participação no mercado brasileiro de combustíveis neste período.

Figura 2: Ipiranga - Vendas Trimestrais

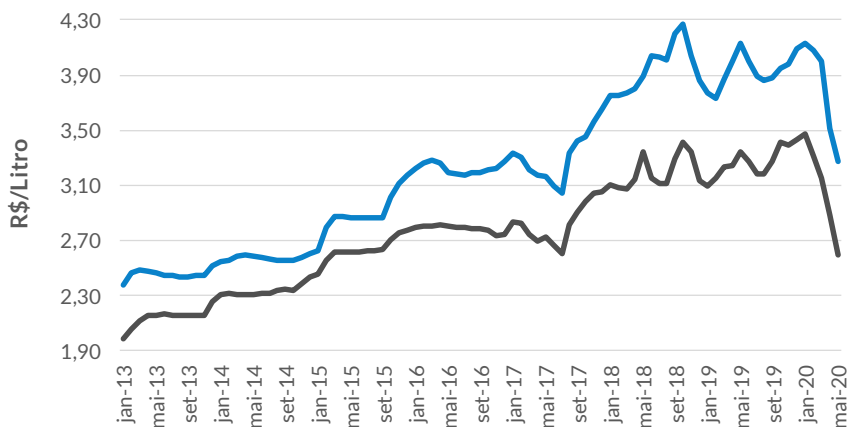


Fonte: Ultrapar

Preços dos combustíveis: Nos últimos anos, a disposição da Petrobras em manter o alinhamento com o mercado externo, a alta das cotações do petróleo e a desvalorização do real, permitiram a elevação dos preços dos combustíveis no Brasil. Porém, desde março/20, as desavenças entre os membros da OPEP+ conjugadas com a retração da demanda em consequência da pandemia de Covid-19, levaram a uma forte contração na cotação do petróleo e nos preços dos derivados no mercado interno.

Os primeiros efeitos desta queda nos preços pós-pandemia já comprometeram um pouco os números da Ipiranga do 1T20, sendo que o maior impacto virá no 2T20. A boa notícia é que o preço do petróleo Brent, que chegou a ficar abaixo de US\$ 20 por barril em abril, já voltou a ser cotado acima do US\$ 40/barril em junho, motivando seguidos aumentos nos preços do diesel e gasolina pela Petrobras.

Figura 3: Preços Médios da Distribuição

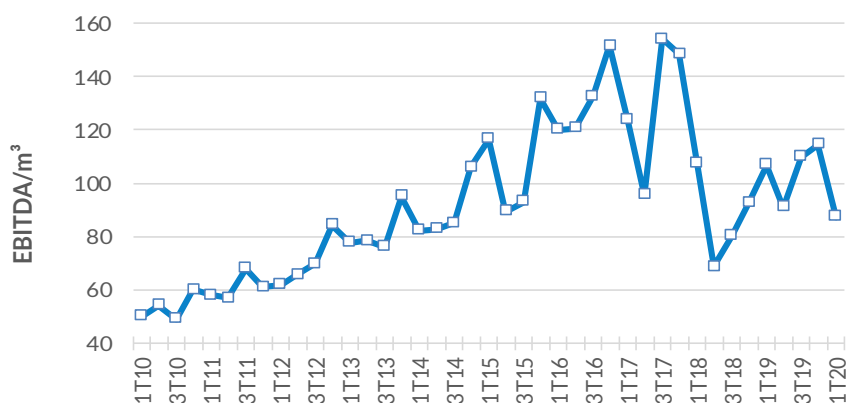


Fonte: ANP

Os preços da Petrobras de venda do diesel para as revendas (Ex-Ponto "A" - entregue em Paulínia-SP) caíram 30,1% no 1T20, mas já estão 1,4% (última correção em 19/junho) acima do encerramento do trimestre anterior. No caso da gasolina, a queda foi de 42,5% no 1T20, mas com forte recuperação de 33,3% durante o 2T20 (último aumento em 9/junho). Esta recuperação dos preços afetará positivamente os resultados da Ipiranga no 2T20, mas se mantidos, trarão maior impacto no 3T20.

Rentabilidade da Ipiranga: Uma boa medida de retorno para empresas de distribuição de combustíveis é o EBITDA por metro cúbico vendido. No 1T20, o EBITDA/m³ foi de R\$ 87,41, valor 23,6% menor que no trimestre anterior e 18,2% abaixo do 1T19. Este número no 1T20 foi 1/3 dos picos de rentabilidade alcançados em 2016 e 2017. A queda de rentabilidade no trimestre ocorreu pelo menor volume de vendas com o início das restrições de movimentação da quarentena, redução dos preços e as perdas nos estoques (valor de venda menor que de compra).

Figura 4: Ipiranga - EBITDA/Metro Cúbico Vendido



Fonte: Ultrapar

Apesar das quedas verificadas, os números de rentabilidade da Ipiranga foram coerentes com o mercado e no 1T20, caíram menos que as concorrentes. O EBITDA/m³ apresentado pela empresa no 1T20 ficou bem acima da Petrobras Distribuidora (+47,5%) e um pouco menor que da Raízen (-4,4%).

Comparativo de Rentabilidade

R\$/m ³	1T19	4T19	1T20	1T20/4T19	1T20/1T19
Ipiranga	107	114	87	-23,6%	-18,2%
Petrobras Distribuidora	88	95	59	-37,9%	-33,0%
Raízen	110	133	91	-31,6%	-17,3%

Fonte: Ultrapar, Petrobras Distribuidora e Raízen

A esperada retomada na demanda por combustíveis, a partir do final da quarentena, permitirá uma maior diluição dos custos fixos e aumento de rentabilidade da Ipiranga. Ao lado disso, a recuperação das cotações do petróleo, com a conseqüente alta nos preços dos combustíveis, também deve colaborar para a melhorar o EBITDA/m³, mas isso deve ocorrer somente a partir

do 3T20. No 2T20, a forte redução na movimentação de veículos e as perdas de estoque no princípio do período, deve determinar uma redução expressiva no retorno.

Endividamento crescendo: A redução da geração de caixa e a forte desvalorização do real no 1T20, fizeram com que as dívidas consolidadas da Ultrapar crescessem expressivamente nos últimos trimestres.

A dívida líquida consolidada ao final do 1T20 era de R\$ 11,4 bilhões (incluindo arrendamentos de R\$ 1,7 bilhão), 11,5% maior que no 1T19 e 11,2% acima do trimestre anterior. A relação dívida líquida/EBITDA no 1T20 ficou em 3,3x, comparado a 3,0x no 4T19 e 2,7x no 1T19.

Interessante notar o crescimento do custo do endividamento. O custo médio da dívida subiu dos 97,5% do CDI no 1T20 para 103,3% no trimestre anterior e 121,4% no 1T20. Isso indica um forte aumento do risco da empresa na visão dos bancos.

Ultrapar - Endividamento

R\$ milhões	1T19	4T19	1T20	1T20/4T19	1T20/1T19
Dívida Bruta	15.112	14.393	16.962	17,9%	12,2%
Arrendamentos	1.622	1.589	1.704	7,3%	5,1%
Caixa	6.492	5.712	7.249	26,9%	11,7%
Dívida Líquida	10.242	10.269	11.418	11,2%	11,5%
Dívida Líq./EBITDA	2,7x	3,0x	3,3x		
Custo Médio da Dívida - % do CDI	97,5%	103,3%	121,4%		
Prazo médio de pagamento - Anos	4,3	4,7	4,7		

Fonte: Ultrapar

Para aumentar sua liquidez neste momento de crise, a Ultrapar captou R\$ 1,5 bilhão, sendo R\$ 200 milhões em linhas de crédito em março e mais R\$ 1,3 bilhão através de notas promissórias, com os recursos desta emissão entrando no caixa em abril. Estas operações têm prazo de vencimento de um ano.

Ultrapar - Resumo dos Resultados Projetados

R\$ milhões	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Receita Líquida	90.698	89.298	77.433	92.879	103.719
Lucro Bruto	6.161	6.097	4.819	6.095	6.984
Despesas Operacionais	-4.254	-4.242	-3.713	-3.909	-4.192
Desps. Gerais e Administrativas	-4.297	-4.421	-4.064	-4.229	-4.512
Outras Rec. (Desps) Operacionais	43	180	351	320	320
Resultado Operacional (EBIT)	1.906	1.855	1.106	2.185	2.792
Result. Financ. Líquido	-114	-380	-584	-454	-399
Equivalência Patrimonial	-15	-12	-12	0	0
Resultado Antes do I. R e C. Social	1.771	838	520	1.739	2.401
I.R e Contr. Social	-639	-398	-226	-591	-816
Resultado Líquido	1.132	410	308	1.194	1.648
Lucro por Ação	1,02	0,37	0,28	1,07	1,48
EBITDA	3.069	2.436	2.702	3.864	4.574
Margem Bruta	6,8%	6,8%	6,2%	6,6%	6,7%
Margem EBITDA	3,4%	2,7%	3,5%	4,2%	4,4%
Margem Líquida	1,2%	0,5%	0,4%	1,3%	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.