

# Ultrapar (UGPA3 - Compra)

## Oportunidade após a forte baixa

A pandemia impactou o mercado de combustíveis, reduzindo vendas e margens das distribuidoras. A principal empresa do grupo Ultrapar, a Ipiranga, sofreu retração importante dos volumes vendidos, mas no 2T21 as vendas já foram praticamente iguais às do mesmo período de 2019, antes do surto de Covid. No entanto, a redução da rentabilidade na Ipiranga e a contabilização de um *impairment*, levou ao prejuízo consolidado no 2T21. Tudo isso vem impactando muito UGPA3, sendo que sua cotação atual é a menor em doze meses. Por outro lado, existem expectativas positivas para a Ultrapar. A venda de três empresas do grupo permitirá a redução do endividamento, além das transformações operacionais que a Ipiranga vem passando, vão aumentar sua rentabilidade. Ao lado disso, a possível compra de uma refinaria da Petrobras, permitindo ganhos na verticalização das operações de combustíveis, pode também aumentar os lucros do grupo. Ajustamos as projeções da empresa e reduzimos o Preço Justo de UGPA3 de R\$ 22,00 para R\$ 21,00/ação, refletindo o curto prazo desafiador e a venda de ativos. Acreditamos que a forte queda recente da ação, permite uma boa oportunidade de Compra.

Importantes questões acerca da Ultrapar:

- **Transformações na Ipiranga:** A empresa está passando por grandes mudanças para elevar sua rentabilidade. Os esforços estão se concentrando em quatro frentes, que são a revisão da estratégia operacional (visando a integração nacional das operações), aprimoramento da negociação e colocação dos preços, além do fortalecimento da rede de postos. Estas medidas devem redundar em ganhos de R\$ 200 milhões no EBITDA no próximo ano e mais de R\$ 400 milhões em 2024/25;
- **Venda de ativos:** A Ultrapar vendeu recentemente três controladas (Extrafarma, ConectCar e Oxiteno). Os fechamentos dos negócios devem ocorrer até o final do 1S22. Os recursos destes desinvestimentos serão usados redução do endividamento e, possivelmente, na aquisição de uma refinaria;
- **Investimento em refino:** Em janeiro passado, a Petrobras informou que está negociando com a Ultrapar a venda da Refinaria Alberto Pasqualini (Refap). Esta unidade está localizada no Rio Grande do Sul e tem capacidade para processar 32 mil barris de petróleo ao dia. A imprensa já noticiou que o preço desta refinaria ficará entre US\$ 1,2 a US\$ 1,4 bilhão e o fechamento do negócio deve ocorrer no 2S22;
- **Pagamento de proventos:** A Ultrapar normalmente remunera seus acionistas em duas parcelas, uma antecipação em agosto e o complemento em fevereiro. Em agosto/2021, a empresa distribuiu R\$ 218 milhões (R\$ 0,20 por ação), equivalente a 50,9% do lucro líquido do 1S21 (ex-*impairment*);
- **Endividamento:** Ao final do 2T21, a dívida líquida consolidada da Ultrapar era de R\$ 10,9 bilhões (incluindo arrendamentos de R\$ 1,8 bilhão), 1,5% menor que no mesmo período de 2020 e 8,4% abaixo do 1T21. A relação dívida líquida/EBITDA no 2T21 ficou em 2,8x, vindo de 3,3x no 1T21 e 3,2x no 2T20. A redução no endividamento

Luiz Francisco Caetano, CNPI

[lcaetano@planner.com.br](mailto: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	14,44
Preço justo	R\$/ação	21,00
Potencial	%	45
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$/ação	14,30 - 24,33
Total de ações	milhões	1.115,0
Ações Ordinárias	%	100,0
Free Float	%	59,8
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	155,15
Valor de Mercado	R\$ milhões	16.101

### Desempenho da Ação

	Dia	Ano	52 Sem.
UGPA3	-1,2%	-36,9%	-23,0%
Ibovespa	-0,8%	-0,2%	19,5%

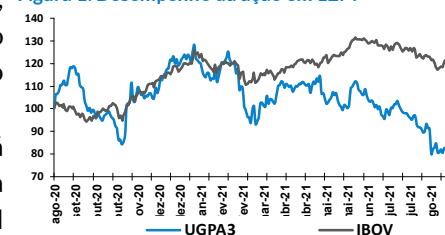
Cotação de 31/08/2021

### Principais Múltiplos

	2019	2020E	2021E
P/L (x)	29,0	16,7	9,8
VE/EBITDA (x)	10,7	7,1	5,3
ROE (%)	9,4	9,6	15,1
Div. Líq./EBITDA (12m) (x)	3,3	3,0	2,2
Receita Líquida (R\$ mm)	81.241	111.892	118.591
Lucro Líquido (R\$ mm)	893	962	1.635
Margem Bruta (%)	6,9	6,4	6,8
Margem EBITDA (%)	4,3	3,4	4,2
Margem Líquida (%)	1,1	0,9	1,4
Payout (%)	53,7	50,0	50,0
Retorno Dividendo (%)	1,9	3,0	5,1
Cotação/VPA (x)	2,7	1,6	1,5

Fonte: Economática. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economática.

no 2T21 ocorreu devido ao aumento na geração de caixa, que ficou nove vezes acima do 2T20 e 32,0% maior que no trimestre anterior.

**Ipiranga - Queda na rentabilidade no 2T21:** Os resultados da Ultrapar no 2T21 foram impactados pelo mal desempenho da Ipiranga e a contabilização de um *impairment* de R\$ 395 milhões, devido à venda da Extrafarma, o que levou ao prejuízo. O resultado negativo consolidado da Ultrapar no 2T21 foi de R\$ 31 milhões (R\$ 0,03 por ação). No entanto, desconsiderando o valor não recorrente, o resultado seria positivo em R\$ 290 milhões (R\$ 0,26/ação), 5,8x o número do mesmo período de 2020 e 111,7% acima do 1T21.

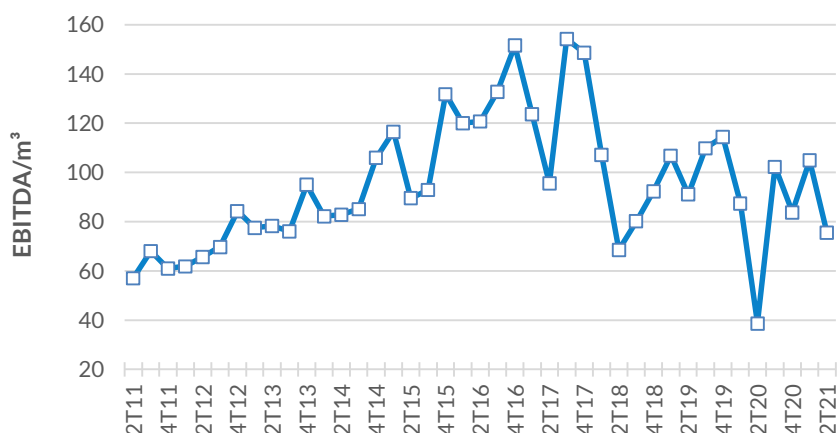
### Ipiranga - Resultados Trimestrais

R\$ milhões	2T20	1T21	2T21	2T21/1T21	2T21/2T20
Receita Líquida	12.350	19.845	23.864	20,3%	93,2%
Lucro Bruto	315	897	597	-33,5%	89,3%
Margem Bruta	2,6%	4,5%	2,5%	-2,0 pp	-0,1 pp
EBITDA Recorrente	179	563	422	-25,1%	136,1%
Margem EBITDA	1,4%	2,8%	1,8%	-1,1 pp	0,3 pp
Volume Vendido - Mil M <sup>3</sup>	4.626	5.367	5.585	4,1%	20,7%
EBITDA/M <sup>3</sup>	38,6	104,9	75,5	-28,0%	95,5%

Fonte: Ultrapar

O pior desempenho entre as controladas da Ultrapar no 2T21 foi da Ipiranga, que sofreu com maiores custos. No 2T21, a empresa mostrou aumentos das vendas na comparação com mesmo trimestre do ano passado (20,7%) e também com o 1T21 (4,1%). Em relação ao 2T20, ocorreram fortes recuperações (17,1%) nas vendas de diesel e de 25,3% na quantidade vendida dos combustíveis do Ciclo Otto (gasolina, etanol e GNV). A participação da empresa no mercado de distribuição de combustíveis subiu de 18,4% no 2T20 para 18,9% no 2T21, com uma rede de 7.110 postos ao final do período.

Figura 1: Ipiranga - EBITDA/Metro Cúbico Vendido



Fonte: Ultrapar

O EBITDA total da Ipiranga no 2T21 atingiu R\$ 422 milhões, mais de duas vezes superior ao número do 2T20, mas 25,1% menos que no 1T21. Esta contração no trimestre foi causada pela falta de repasse das elevações nos preços do etanol e dos combustíveis fornecidos pela Petrobras.

A queda de rentabilidade no 2T21 levou à redução no número de EBITDA/m<sup>3</sup> vendido, que caiu 28,0% para R\$ 76.

A expressiva diminuição do EBITDA por m<sup>3</sup> vendido ocorrida na Ipiranga, também aconteceu nas outras grandes distribuidoras nacionais. O número da Petrobras Distribuidora (atual Vibra) foi 21,3% menor que no 1T21, com uma redução maior ainda na Raízen (29,0%). Assim como a Ipiranga, as outras empresas também tiveram dificuldades no repasse das elevações nos custos dos produtos vendidos.

### Comparativo EBITDA por m<sup>3</sup>

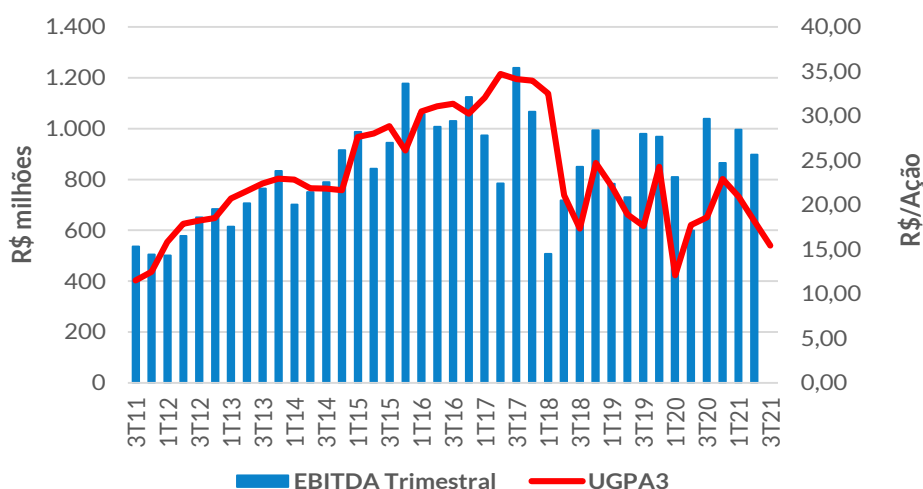
R\$ milhões	2T20	1T21	2T21	2T21/1T21	2T21/2T20
Ipiranga	39	105	76	-28,0%	95,5%
Petrobras Distribuidora	104	127	100	-21,3%	-3,8%
Raízen (Brasil)	19	118	84	-29,0%	334,2%

Fonte: Empresas

**Queda forte de UGPA3:** As ações da Ultrapar vêm apresentando um fraco desempenho. Nos últimos doze meses UGPA3 caiu 23,0% e a perda foi de 36,9% em 2021. A maior razão para isso foi o fraco desempenho da Ipiranga, principal empresa do grupo, afetada pelas dificuldades que a pandemia trouxe para as distribuidoras de combustíveis.

Estas quedas de UGPA3 nos parecem exageradas, dado que a Ultrapar vem sofrendo como as outras empresas os problemas dados pela pandemia, mas no consolidado seu EBITDA do primeiro semestre de 2021 (sem não recorrentes) foi de R\$ 1,9 bilhão, valor 25,3% acima do verificado no 1S19, bem antes da Covid.

**Figura 2: Evolução Trimestral do EBITDA e da Cotação de UGPA3**



Fonte: Ultrapar

O gráfico anterior mostra claramente o exagero das quedas recentes das ações da Ultrapar. Desde o início das negociações de UGPA3, a ação vem evoluindo de forma correlata com o EBITDA ajustado, que é o esperado. Porém, nos últimos trimestres há um descolamento entre a geração de caixa e a ação, podendo supor uma redução do EBITDA no futuro que não esperamos.

**Venda de ativos para compra de uma refinaria:** A Ultrapar vendeu recentemente três de suas controladas, com os recursos devendo ser usados para a redução do endividamento e, possivelmente, a aquisição da Refinaria Alberto Pasqualini (Refap) da Petrobras. O valor somado destas transações é de R\$ 7,6 bilhões.

O primeiro ativo que teve sua venda anunciada (maio/2021) foi a Extrafarma, uma controlada que só trouxe prejuízos para o grupo desde sua aquisição em setembro de 2013. A compradora será a Empreendimentos Pague Menos S/A, que vai pagar R\$ 700 milhões, incluindo a dívida. A Ultrapar vai receber em três parcelas, sendo 50% na data do fechamento da transação e 25% em dois anos consecutivos. Como é normal nestas transações, seu efetivo fechamento só ocorre após a aprovação das autoridades de defesa da concorrência. Este negócio deve ser concluído no primeiro semestre/2022, quando ocorrerá o recebimento dos recursos.

Em junho, foi anunciada a venda da participação de 50% da Ultrapar na empresa de meios de pagamento eletrônico ConectCar para a Portoseg, unidade da Porto Seguro, por R\$ 165 milhões. Esta transação será concluída ainda este ano.

A terceira venda foi da Oxiteno, empresa bastante lucrativa, que foi anunciada poucos dias atrás. A Oxiteno será vendida para a Indorama Ventures PLC, sendo que o valor da transação é de US\$ 1,3 bilhão, sendo US\$ 1.150 milhões pagos no fechamento do negócio e US\$ 150 milhões dois anos após o final da negociação. A conclusão desta venda ocorrerá no 1T22.

É interessante notar que o recebimento dos recursos das três vendas realizadas deve ocorrer antes de um possível pagamento pela Refap, se concluída a transação, que possivelmente acontecerá no 2S22.

## Ultrapar - Resumo dos Resultados Projetados

R\$ milhões	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Receita Líquida</b>	<b>89.298</b>	<b>81.241</b>	<b>111.892</b>	<b>118.591</b>	<b>125.510</b>
Lucro Bruto	6.097	5.613	7.106	8.074	8.572
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>-4.242</b>	<b>-3.877</b>	<b>-4.582</b>	<b>-4.842</b>	<b>-5.035</b>
Desps. Gerais e Administrativas	-4.421	-4.098	-4.648	-4.962	-5.359
Outras Rec. (Desps) Operacionais	180	221	66	120	324
<b>Resultado Operacional (EBIT)</b>	<b>1.855</b>	<b>1.736</b>	<b>2.525</b>	<b>3.232</b>	<b>3.537</b>
Result. Financ. Líquido	-380	-269	-551	-700	-276
Equivalência Patrimonial	-12	-44	-11	0	0
<b>Resultado Antes do I. R e C. Social</b>	<b>838</b>	<b>1.499</b>	<b>1.608</b>	<b>2.532</b>	<b>3.260</b>
I.R e Contr. Social	-398	-587	-599	-841	-1.083
<b>Resultado Líquido</b>	<b>410</b>	<b>893</b>	<b>962</b>	<b>1.635</b>	<b>2.105</b>
Lucro por Ação	0,37	0,80	0,86	1,47	1,89
<b>EBITDA</b>	<b>2.436</b>	<b>3.479</b>	<b>3.851</b>	<b>5.013</b>	<b>5.427</b>
Margem Bruta	6,8%	6,9%	6,4%	6,8%	6,8%
Margem EBITDA	2,7%	4,3%	3,4%	4,2%	4,3%
Margem Líquida	0,5%	1,1%	0,9%	1,4%	1,7%

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

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 Planger 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 Planger 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 Planger 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 20/21:

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 Planger Corretora e demais empresas do Grupo.