

Ultrapar

Execução, Alavancagem Operacional e Sinergias

Raio-X

O grupo Ultrapar atua em cinco principais linhas de negócio, sendo elas (i) distribuição de combustíveis via Ipiranga, (ii) indústria química por meio da Oxiten, (iii) distribuição de GLP via Ultragas, (iv) armazenagem de granéis líquidos via Ultracargo e (v) varejo farmacêutico por meio da Extrafarma. Atualmente, Ipiranga é o negócio mais representativo dentro do lucro operacional da empresa, tendo atingido participação de 77% no EBIT de 2016, seguido pela Oxiten (10%), Ultragas (9%), Ultracargo (4%) e Extrafarma (0%).

Alavancagem operacional pode ser chave no médio prazo

O grau de alavancagem operacional da empresa não é baixo, o que significa que um pequeno crescimento na receita resulta em um aumento maior no lucro operacional. Isso, no entanto, também funciona no sentido inverso, quando a receita cai. Nos últimos dois trimestres a queda no volume comercializado de combustíveis resultou em pressão no lucro operacional e também no ROE (retorno sobre o patrimônio). O ROE do grupo caiu ~1,5 p.p. desde o 3T16, e isso foi em grande parte reflexo da queda de receitas se olharmos separadamente os componentes do indicador. É importante ressaltar que, embora o grupo atue em diferentes frentes de negócios, mais de 80% da receita vem da venda de combustíveis (83% em 2016).

Aumentando o zoom em Ipiranga

De todo o combustível comercializado, a maior parte vem da venda de Diesel, seguido por Gasolina e Etanol. O Diesel é o combustível que tem apresentado maior contribuição para a queda de volume desde o 3T16 (com maior intensidade), o que se deve em parte à tentativa da empresa de preservar margens em um ambiente de preços menores. No entanto, a recuperação de indicadores econômicos (como atividade e massa salarial, sobretudo a partir do 3T17) deve impulsionar os volumes de combustível. Dado o efeito de alavancagem operacional, é de se esperar que a retomada dos volumes impulse o resultado operacional e que o ROE retome patamares mais altos.

Pipeline do ano

O guidance de 2017 é de 400-500 novos postos Ipiranga em 2017, que vemos como um plano agressivo dado que no 1T17 foram abertos 85 postos. Além da abertura de postos, há também a incorporação da rede Alesat, que deve ser concluída até o início do segundo semestre. A rede representaria um acréscimo relevante de ~20% nas receitas da Ipiranga em 2016 considerando o market share do ano. Em 2018 possivelmente veremos o efeito full da aquisição que, em conjunto com uma possível melhora da atividade, deve resultar em incremento importante no resultado de Ultrapar. Vale lembrar que juntas as redes terão share de ~25%. Além de um plano agressivo de abertura de postos, o grupo Ultra também deve abrir ~100 lojas da Extrafarma, aceleração em relação a 2016 (abertura de 61 farmácias). Por estar em fase de crescimento, a rede ainda tem apresentado prejuízo operacional. Mesmo assim, tem mantido margem bruta constante e acelerado as vendas em mesmas lojas trimestre a trimestre (~24% no 1T17). É uma operação que vemos com bons olhos, embora ainda demore para ter representatividade na figura consolidada.

Recomendação

O papel hoje negocia em linha com os principais players mundiais da indústria de distribuição de combustíveis, tanto em termos de EV/EBITDA quanto P/L. De certa forma, o valuation "não barato" embute o benefício da empresa contar com um time de gestão qualificado e de ter fundamentos sólidos, que protegem a performance em momentos de atividade fraca. Embora as ações não sejam uma barganha, acreditamos que o potencial de alavancagem operacional, de retomada de um retorno mais alto e da incorporação da rede Alesat justifiquem valorização dos papéis da Ultrapar.

Neutro

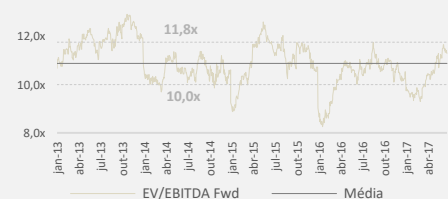
Preço Atual: R\$ 76,56
20-jun-17

Celson Plácido, CNPI
(11) 3526-2285
celson.placido@xpi.com.br

Marco Saravalle, CNPI
(11) 3027-2285
marco.saravalle@xpi.com.br

Bruna Pezzin, CNPI
(11) 3526-1452
bruna.pezzin@xpi.com.br

Evolução EV/EBITDA Est - UGPA3



Cenários de Preço

	EV/EBITDA	Preço	Var %
Hoje	11,3x	R\$ 76,56	-
Base	12,0x	R\$ 84,00	10% ↑
Ótimo	12,3x	R\$ 86,00	12% ↑
Stress	10,5x	R\$ 72,00	-6% ↓

Fontes: XP Investimentos

Principais Múltiplos

	2017E	2018E
P/E	26,0x	21,8x
EV/EBITDA	11,3x	9,7x
P/B	4,8x	4,5x
Dividend Yield*	2,6%	
Dívida Líq/EBITDA**	1,5x	

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. *2017. **1T17.

Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

CENÁRIO BASE

R\$ 84,00 (+10%)

Em nosso cenário base (i) os volumes de combustível se recuperam em linha com a atividade, a partir do 3T17 principalmente e (ii) a aquisição da rede Alesat ocorre dentro do prazo.

CENÁRIO ÓTIMO

R\$ 86,00 (+12%)

Em nosso cenário otimista a atividade dá sinais de recuperação já no início do 3T17, e o cenário político dá sinais consistentes de estabilização.

CENÁRIO STRESS

R\$ 72,00 (-6%)

Um cenário de stress poderia se materializar com piora no cenário político, indicadores econômicos consistentemente fracos e pressão nos fundamentos de Ultrapar.

Tabela 1. Consenso Bloomberg

R\$ Milhões	2015	2016	2017E	2018E
Receita Líquida	76.655	77.353	82.362	95.571
Crescimento A/A		1%	6%	16%
EBITDA	3.953	4.217	4.329	5.029
Crescimento A/A		7%	3%	16%
Margem EBITDA	5,2%	5,5%	5,3%	5,3%
Lucro Líquido	1.513	1.571	1.676	2.004
Crescimento A/A		4%	7%	20%
Margem Líquida	2,0%	2,0%	2,0%	2,1%

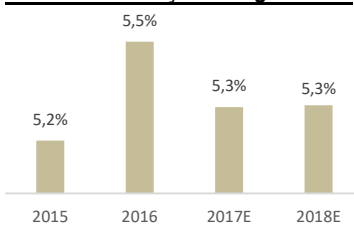
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

Tabela 2. Outras Informações

R\$ Milhões (Exceto %)	
Dívida (Caixa) Líquido	6.286
Ações em Circulação	543
Market Capitalization	41.593
Performance da Ação	
Últ. Semana	-1%
Últ. Mês	19%
Acumulada Ano	13%
Últimos 12 Meses	7%

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos

Gráfico 2. Evolução da Mg. EBITDA



Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

CATALISADORES

1. Melhora nos indicadores econômicos. A maior parte dos negócios da Ultrapar está relacionada a consumo interno, sendo que o consumo de combustíveis é o principal componente da receita. O consumo de combustíveis, por sua vez, tem correlação com os principais indicadores econômicos (como atividade, indústria e massa salarial por exemplo). Melhora nesses indicadores, tudo mais constante, pode resultar em aumento na demanda por combustíveis. Caso esses indicadores apresentem melhora consistente já no início do 3T17, é possível que os volumes de Ultrapar retomem antes do esperado.

2. Ganhos claros de Sinergia com a Alesat. Após a fusão, a depender dos remédios que o Cade definir, as redes juntas terão participação de mercado de ~25%, sendo que a Alesat representa cerca de 20% de acréscimo na receita da Ipiranga. Ou seja, é uma operação grande e de alta relevância. Sinergias de custo normalmente não aparecem imediatamente após a fusão, mas sim gradualmente conforme as empresas passam a atuar de forma conjunta. Caso essas sinergias já comecem a ser observadas em estágio inicial da fusão (redução de custo, melhora das margens consolidadas), as ações podem responder positivamente.

RISCOS

1. Guerra de preços. Esse assunto é focado também na rede Ipiranga. Nos últimos trimestres, com redução no preço do Diesel e Gasolina nas refinarias, a Ipiranga tem adotado uma postura de preservação de margem em detrimento de ganho de volume (sobretudo no Diesel). No entanto, caso a empresa opte por adotar estratégia de redução nos preços, é provável que as margens sofram.

2. Acirramento da crise política. Caso a instabilidade política se acentue, é possível que os indicadores econômicos respondam negativamente. Dado o perfil da Ultrapar, majoritariamente voltado ao mercado interno, os volumes podem não se recuperar conforme o esperado.

3. Potencial venda da BR Distribuidora. O horizonte desse risco é longo, dado que o processo de venda ainda não foi retomado, e que a estratégia que o comprador adotará não é certa. No entanto, é importante monitorar o processo, que pode gerar implicações competitivas para Ipiranga (monitorar guerra de preços, perda de share, etc).

Disclaimer

- 1) Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.
- 2) Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.
- 3) O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.
- 4) O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Instrução CVM nº 483/10 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.
- 5) Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.
- 6) O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a ICVM nº 497/2011, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.
- 7) Os produtos apresentados neste relatório podem não ser adequados para todos os tipos de cliente. Antes de qualquer decisão, os clientes deverão realizar o processo de suitability e confirmar se os produtos apresentados são indicados para o seu perfil de investidor. Este material não sugere qualquer alteração de carteira, mas somente orientação sobre produtos adequados a determinado perfil de investidor.
- 8) A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.
- 9) Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.
- 10) A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.
- 11) O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: www.xpi.com.br.
- 12) A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.
- 13) A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas.
- 14) *O investimento em ações é indicado para investidores de perfil moderado e agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto.*
- 15) *O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.*
- 16) *O investimento em termos é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. São contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.*
- 17) *O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos, e por isso é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.*
- 18) ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.