

# Ultrapar

## Geração de Caixa Consistente e Execução

### 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 Ultragaz, (iv) armazenagem de grãos 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 ~81% no EBIT dos 9M17, seguido pela Ultragaz (13%), Oxiten (5%), Ultracargo (2%) e Extrafarma (-1%). Dentro de Ipiranga, importante ressaltar que os volumes mais representativos são os de gasolina e óleo diesel, que juntos compuseram 91% da receita nos 9M17.

### Postura restritiva do Cade já parece estar precificada

Em Agosto de 2017 o Cade rejeitou a compra da Alesat pela Ipiranga, operação que poderia representar um acréscimo de até ~20% nas receitas da distribuidora (sem contar com possíveis restrições). Após o desfecho negativo da transação, resta agora a decisão do órgão sobre a incorporação da Liquigás pela Ultragaz, que está prevista para acontecer no final do mês. Sem levar em conta possíveis restrições, a incorporação poderia praticamente dobrar o volume da operação, além de possivelmente resultar em ganhos de eficiência no longo prazo se mantida a execução do grupo Ultra. Acreditamos que o mercado não coloque a aprovação na conta, dado o histórico recente. Assim, a aprovação poderia representar upside para o preço atual.

### 2018 será um ano de expansão para a rede Ipiranga

A empresa anunciou no final de 2017 um orçamento de Capex mais agressivo que o histórico para 2018, de ~R\$ 2,7 bi. Desse total, ~R\$ 770 mi podem ser destinados à expansão do número de postos. Esse montante poderia comportar a abertura de algo em torno de 700 postos, o que representaria uma expansão próxima a 9% da base atual (as aberturas estão condicionadas à manutenção de um ROIC marginal mínimo). Existe oportunidade grande de consolidação no setor dado que, de acordo com dados da ANP, até Janeiro de 2017 ~41% dos postos eram bandeira branca. Importante ressaltar que a empresa tem frisado os benefícios de se ter lojas de conveniência (am/pm), que em média melhoram a venda de combustíveis em 15-20%. Hoje 29% dos postos possuem loja de conveniência, e no médio prazo a estimativa é que esse percentual chegue próximo a 50%. Além da expansão da base de postos, esperamos observar crescimento na venda de combustíveis, visto que a queda nos últimos 2 anos torna a base fraca, e esse consumo possui correlação com a atividade. Se juntarmos a potencial abertura mais forte de postos em 2018 concentrada em conveniência, com uma estimativa conservadora da elasticidade da venda de combustíveis de 1,5x vs. PIB em 2018, é possível projetar crescimento próximo a 10% da receita de Ipiranga.

### Além da retomada da venda de combustíveis...

Vemos duas variáveis mais sensíveis: o volume vendido de combustíveis (sobretudo gasolina e óleo diesel) e potenciais ganhos operacionais (leia-se: ganho de margem). Fora a rede Ipiranga, vale mencionar a estabilização das margens da Ultracargo. A operação passou por anos desafiadores após o incêndio que atingiu o terminal de Santos em 2015, que hoje já opera parcialmente e permite que a Ultracargo opere com EBITDA trimestral próximo aos níveis pré-incêndio. Essa operação possui margens mais elevadas que a Ipiranga (nos 9M17 mg. EBIT de 16% vs. 3,4%), e sua retomada pode contribuir positivamente para a margem do grupo. De 2012 a 14 a operação representava ~5,5% do EBIT, e hoje roda em torno de 2%. O "ramp-up" dessa operação, bem como o crescimento do segmento da Extrafarma, representam upside no longo prazo.

### Recomendação

Enxergamos potencial maior para surpresas positivas que negativas nos próximos resultados, dado que os principais triggers para a Ultrapar estão ligados, entre outros fatores, à atividade. E acreditamos que o consenso para 2018 esteja moderado, visto a base fraca dos últimos anos. Entretanto, em termos de valuation o papel negocia a prêmio considerável em relação aos pares internacionais (22x P/E 2018, vs média de 14x; Em termos de EV/EBITDA 11x vs média de 9,5x). Temos viés positivo para o papel no longo prazo, com base em fatores como boa execução histórica, bom posicionamento de mercado, geração de caixa livre consistente e balanço saudável. No entanto, é esperado que em períodos de rally da bolsa, o papel apresente performance mais branda (beta é de 0,67).

## Positivo

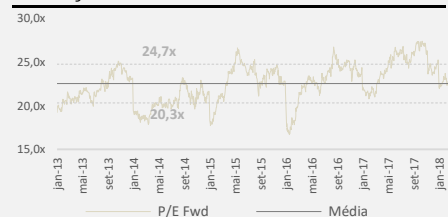
Preço Atual: R\$ 78,10  
16-fev-18

**Celson Plácido, CNPI**  
(11) 3526-1866  
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 P/E Est - UGPA3



### Cenários de Preço

|        | P/E   | Preço     | Var %  |
|--------|-------|-----------|--------|
| Hoje   | 22,7x | R\$ 78,10 | -      |
| Base   | 24,1x | R\$ 84,30 | 8% ↑   |
| Ótimo  | 25,8x | R\$ 90,30 | 16% ↑  |
| Stress | 20,0x | R\$ 70,00 | -10% ↓ |

Fontes: XP Investimentos

### Principais Múltiplos

|                     | 2018E | 2019E |
|---------------------|-------|-------|
| P/E                 | 22,3x | 19,3x |
| EV/EBITDA           | 10,7x | 9,6x  |
| P/B                 | 4,6x  | 4,3x  |
| Dividend Yield*     | 3,1%  |       |
| Dívida Líq/EBITDA** | 1,6x  |       |

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. \*2018. \*\*3T17.

**Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários**



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

**CENÁRIO BASE**

**R\$ 84,30 (+8%)**

Em nosso cenário base esperamos que os volumes de combustível se recuperem com elasticidade maior ao PIB em 2018, mas que para frente cresçam em linha com a atividade. O cenário considera investimentos altos, mas não aquisições.

**CENÁRIO ÓTIMO**

**R\$ 90,30 (+16%)**

O cenário otimista pode se concretizar com vendas mais fortes que o PIB, bem como com mudanças estruturais em variáveis de longo prazo (PIB potencial, juros estruturalmente baixos, etc.).

**CENÁRIO STRESS**

**R\$ 70,00 (-10%)**

Um cenário de stress poderia se materializar com vendas mais fracas que o esperado e perdas operacionais. Mudanças estruturais representam downside para esse cenário.

**Tabela 1. Consenso Bloomberg**

| R\$ Milhões            | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Receita Líquida</b> | 76.655 | 77.353 | 79.594 | 86.102 |
| Crescimento A/A        |        | 1%     | 3%     | 8%     |
| <b>EBITDA</b>          | 3.953  | 4.217  | 4.113  | 4.680  |
| Crescimento A/A        |        | 7%     | -2%    | 14%    |
| <b>Margem EBITDA</b>   | 5,2%   | 5,5%   | 5,2%   | 5,4%   |
| <b>Lucro Líquido</b>   | 1.513  | 1.571  | 1.638  | 1.949  |
| Crescimento A/A        |        | 4%     | 4%     | 19%    |
| <b>Margem Líquida</b>  | 2,0%   | 2,0%   | 2,1%   | 2,3%   |

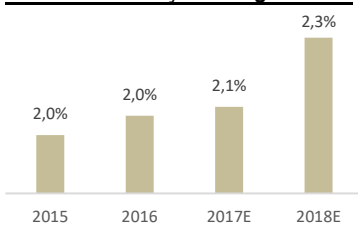
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

**Tabela 2. Outras Informações**

| R\$ Milhões (Exceto %)     |        |
|----------------------------|--------|
| Dívida (Caixa) Líquido     | 6.767  |
| Ações em Circulação        | 556    |
| Market Capitalization      | 43.455 |
| <b>Performance da Ação</b> |        |
| Últ. Semana                | 1%     |
| Últ. Mês                   | 21%    |
| Acumulada Ano              | 4%     |
| Últimos 12 Meses           | 18%    |

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, é possível esperar crescimento de receita acima do esperado.

**2. Fusões e Aquisições.** Apesar da postura restritiva do Cade nas últimas operações, a aprovação da operação com a Liquigás representa um catalisador extra, e pode resultar na valorização dos papéis. Outras possíveis aquisições também podem se mostrar *accretive* e resultar em valorização extra.

**RISCOS**

**1. Guerra de preços.** Esse assunto é focado na rede Ipiranga. A rede historicamente vinha adotando postura de preservação de margens 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 e/ou indicadores econômicos mais fracos que o esperado.** 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. A demanda por combustíveis possui correlação significativa com o nível de atividade econômica.

#### **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](http://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.