

Ultrapar (UGPA3 - Compra)

Lucros devem crescer mesmo sem aquisições

Ajustamos nossas projeções para a Ultrapar, reduzindo o Preço Justo de UGPA3 de R\$ 85,00 para R\$ 66,00 por ação, devido à frustração nas aquisições e às dificuldades recentes na revenda de combustíveis, mas mantivemos a recomendação de Compra. Acreditamos que o fraco resultado do 1T18 foi um “ponto fora da curva” e que a empresa vai melhorar seu desempenho ao longo do ano. Além disso, as fortes quedas da ação neste ano (27,8%) permitem uma boa oportunidade de compra.

O que esperar: Após a proibição do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) das aquisições da Ale Combustíveis e da Liquigás, as perspectivas de crescimento da Ultrapar diminuíram. Porém, ainda acreditamos que a empresa terá um incremento considerável nos lucros nos próximos anos, sem aquisições, como ocorreu no passado.

Para os próximos meses, destacamos os seguintes pontos a se observar nos cinco negócios da Ultrapar:

- O ano começou mais difícil que o esperado para o grupo de empresas da Ultrapar, fazendo com que houvesse a decisão de cortar 20% nos investimentos programados (R\$ 2,7 bilhões) para 2018. Com isso, o montante a ser investido deve ficar próximo daquele realizado em 2017 (R\$ 2,3 bilhões);
- Ipiranga:
 - O ambiente competitivo está muito acirrado, com excesso na oferta de combustíveis (principalmente importados), sem crescimento na demanda, conforme o esperado. Para escoar este excesso na oferta no 1T18, houve queda de margem. Por isso, a expectativa de crescimento do EBITDA em dois dígitos para o ano não será possível, mas a empresa ainda acredita em aumento expressivo do resultado. Um sinal positivo no mercado de combustíveis é que em abril/2018 as vendas foram consideravelmente maiores que no mesmo mês de 2017. Outra boa notícia é que a Ipiranga deve adicionar um número de postos em 2018 parecido com o ano passado (597 unidades);
- Oxiteno:
 - A parada para manutenção na unidade de Camaçari - BA, reduziu a produção e aumentou despesas no 1T18. Para o restante do ano, as expectativas são de crescimento das vendas com a nova unidade dos Estados Unidos, que inicia suas operações em junho, o que eleva em 10% a capacidade de produção da empresa;
- Ultragas:
 - O mercado de GLP no Brasil é bastante maduro, mas as expectativas são de um crescimento em torno de 2% no ano. A empresa espera que o crescimento das vendas, além das reduções de custos e despesas permitam, um crescimento no resultado (sem considerar o pagamento da multa à Petrobras no 1T18 de R\$ 286 milhões);

Luiz Francisco Caetano, CNPI*

lcaetano@plannercorretora.com.br

+55 11 2172-2563

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

Dados da Ação

Cotação atual (R\$)	R\$ /ação	53,50	
Preço justo	R\$ /ação	66,00	
Potencial	%	23,4	
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	51,83 - 82,24	
Total de ações	milhões	556,4	
Ações Ordinárias	%	100,0	
Free Float	%	54,9	
Vol. Méd, diário (1 mês)	R\$ milhões	117,87	
Valor de Mercado	R\$ milhões	29.768	
Desempenho da Ação			
	Dia	Ano	52 Sem.
UGPA3	2,7%	-27,8%	-27,6%
Ibovespa	1,9%	12,4%	27,5%

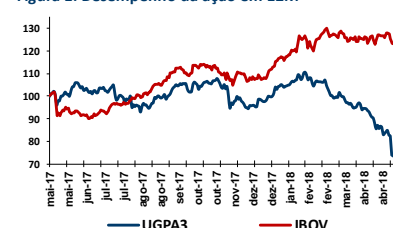
Cotação de 10/05/2018

Principais Múltiplos

	2017	2018E	2019E
P/L (x)	26,7	22,9	18,2
VE/EBITDA (x)	23,8	11,4	9,2
ROE (%)	16,2	13,4	15,8
Div. Liq./EBITDA (12m) (x)	1,9	2,7	2,1
Receita Líquida (R\$ mm)	79.230	86.479	91.562
Lucro Líquido (R\$ mm)	1.527	1.298	1.635
Margem Bruta (%)	8,6	7,8	7,9
Margem EBITDA (%)	4,9	4,0	4,6
Margem Líquida (%)	1,9	1,5	1,8
Payout (%)	62,3	50,0	60,0
Retorno Dividendo (%)	2,3	2,2	3,3
Cotação/VPA (x)	4,3	3,1	2,9

Fonte: Economática. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



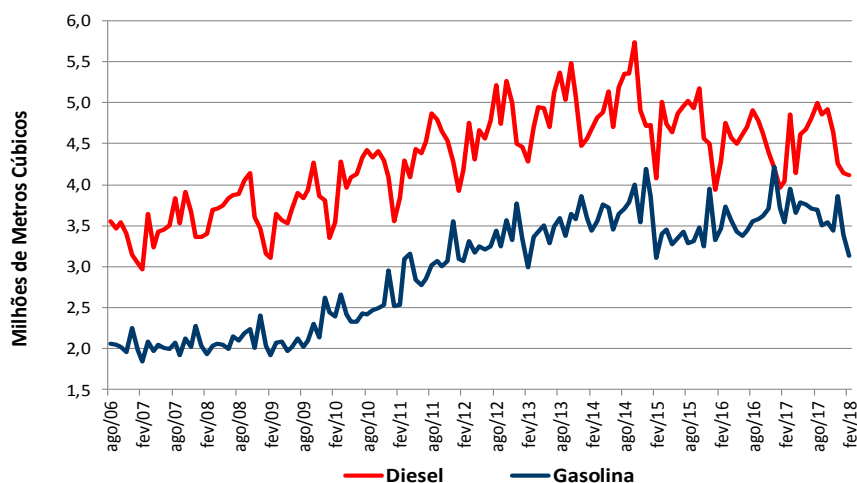
Fonte: Economática.

- **Ultracargo:**
 - A empresa está investindo na volta à completa operação do terminal de Santos - SP, que foi atingido por um incêndio em 2015. Com volumes e preços em expansão, os números da Ultracargo devem ser muito positivos este ano;
- **Extrafarma:**
 - Em 2018, a empresa deve continuar seu ritmo acelerado de expansão, adicionando 100 novas lojas. No entanto, os custos da expansão e o elevado volume de novas lojas, continuará limitando o resultado da Extrafarma.

O mercado de combustíveis: A principal empresa do grupo Ultrapar é a Ipiranga, uma distribuidora de combustíveis, cujo EBITDA no 1T18 foi equivalente a 72,5% do número consolidado.

As vendas de combustíveis no Brasil subiram muito entre 2000 e 2014 (61,0% - média anual de 3,2%), caíram em 2015 e 2016 (6,3% em dois anos), começando uma recuperação em 2017 com um crescimento de 0,5%. No primeiro bimestre de 2018, as vendas de combustíveis cresceram 2,3%, comparado ao mesmo período do ano passado.

Figura 1 - Vendas de Diesel e Gasolina no Brasil



Fonte: Agência Nacional do Petróleo

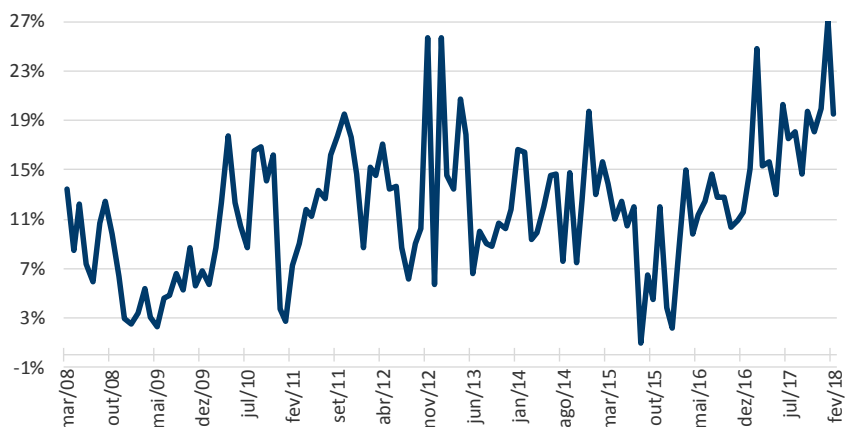
As distribuidoras estão enfrentando um novo desafio no mercado de combustíveis com a mudança de postura da Petrobras, que agora ajusta até diariamente os preços para o diesel e gasolina. Isso reduziu fortemente as diferenças de preços entre o mercado brasileiro e o exterior. Assim, as distribuidoras, como a Ipiranga, têm de fazer uma administração rigorosa de seus estoques, dado que os preços dos combustíveis no mercado interno seguem a evolução das cotações do petróleo, o que pode gerar perdas consideráveis no volume em momento de volatilidade.

A situação que vigorou até meados do ano passado, com elevadas diferenças de preços dos combustíveis nacionais para o exterior, levou a um forte aumento das importações. Este movimento ainda não arrefeceu (vide o gráfico seguinte), levando a situação de excesso de

oferta e redução nas margens dos destruidores. A própria Ipiranga tem atuado como importadora, sendo que 27% de suas vendas no 1T18 foram de combustíveis comprados no exterior (21% no 1T17). A diretoria da Petrobras e da Ultrapar já disseram que este movimento de importações vai diminuir (isso ainda não ocorreu), mas não acabar.

O gráfico abaixo mostra o ritmo das importações de diesel e gasolina em relação às vendas destes combustíveis no mercado interno. O percentual de importações sobre as vendas das distribuidoras no mercado interno subiu de 11,0% em 2016 para 17,7% em 2017 (média anual). Em 2018, as importações continuam elevadas, com o percentual sobre as vendas subindo para 23,3% no primeiro bimestre 1T18. Isso ocorreu mesmo com as mudanças na política de preço da Petrobras, cujas correções começaram a ser mensais em outubro/2016 e passaram a diárias em junho/2017.

Figura 2 - Evolução das Importações de Diesel e Gasolina



Fonte: Agência Nacional do Petróleo

Neste contexto, a Ipiranga perdeu participação nas vendas do mercado interno, segundo os dados da Associação Nacional das Distribuidoras de Combustíveis, Lubrificantes, Logística e Conveniência - Plural. No 1T18, a Ipiranga teve uma perda de 0,6 ponto percentual em seu *market share*, comparado ao 1T17. Esta perda de participação é contraditória com a informação de que a Ipiranga tem aumentado muito o número de novos postos, que cresceu em 5,8% no ano passado e 0,4% no 1T18. A diretoria da Ultrapar explicou que boa parte destes novos postos está ainda em fase pré-operacional e suas vendas vão contribuir para o volume total da Ipiranga nos próximos meses. Se isso realmente ocorrer, a Ipiranga poderá então recuperar fatias de mercado.

Participação no Mercado de Combustíveis

	1T17	1T18	Var.
BR Distribuidora	43,0%	42,5%	-0,5%
Raízen	29,5%	30,4%	0,9%
Ipiranga	26,6%	26,0%	-0,6%
Outras	<u>1,0%</u>	<u>1,1%</u>	0,1%
Total	100,0%	100,0%	

Fonte: Plural

Um trimestre para ser esquecido: Os números da empresa no 1T18 mostraram aumento de receitas, expressiva redução de margens operacionais o que, somado à contabilização de uma perda não recorrente (R\$ 286 milhões), levou a uma fortíssima queda no lucro líquido.

Foram importantes também as alterações realizadas nos números dos trimestres anteriores, por conta da adoção das normas IFRS 9 e 15 do International Accounting Standards Board - IASB. Estas mudanças levaram a reduções nos resultados do 1T17, sendo R\$ 154 milhões no EBITDA anteriormente divulgado e R\$ 16 milhões no lucro líquido.

A Ultrapar obteve um lucro consolidado no 1T18 de R\$ 74 milhões (R\$ 0,13 por ação), 79,0% menor que no mesmo trimestre do ano passado e 81,2% inferior ao 4T17.

Ultrapar - Resultados Trimestrais

R\$ milhões	1T17	4T17	1T18	1T18/4T17	1T18/1T17
Receita Líquida	18.545	21.348	20.751	-2,8%	11,9%
Lucro Bruto	1.557	1.804	1.521	-15,7%	-2,3%
Margem Bruta	8,4%	8,5%	7,3%	-1,1 pp	-1,1 pp
EBITDA Ajustado	947	1.047	508	-51,5%	-46,3%
Margem EBITDA	5,1%	4,9%	2,4%	-2,5 pp	-2,7 pp
Lucro Líquido	394	353	74	-79,0%	-81,2%

Fonte: Ultrapar

No 1T18, a maioria das empresas do grupo Ultrapar apresentou resultados ruins, com expressiva contração na rentabilidade operacional.

Ultrapar - Resultados das Controladas

R\$ milhões	Ipiranga			Oxiten			Ultragaz			Ultracargo			Extrafarma		
	1T17	1T18	Var.	1T17	1T18	Var.	1T17	1T18	Var.	1T17	1T18	Var.	1T17	1T18	Var.
Receita Líquida	15.736	17.516	11,3%	912	999	9,5%	1.352	1.626	20,2%	101	116	15,2%	476	542	13,9%
Lucro Bruto	960	942	-1,8%	182	175	-3,9%	219	194	-11,5%	51	57	13,3%	146	153	4,9%
Margem Bruta	6,1%	5,4%	-0,7 pp	20,0%	17,5%	-2,4 pp	16,2%	11,9%	-4,3 pp	50,1%	49,3%	-0,8 pp	30,7%	28,2%	-2,4 pp
EBITDA	687	585	-14,8%	112	51	-54,1%	113	-170	-	22	41	87,2%	4	-0,2	-
Margem EBITDA	4,4%	3,3%	-1,0 pp	12,2%	5,1%	-7,1 pp	8,3%	-10,5%	-	21,7%	35,3%	13,6 pp	0,8%	0,0%	-0,9 pp
Volume Vendido	5.554	5.461	-1,7%	196	180	-8,2%	414	410	-1,0%	695 (1)	722 (1)	3,9%	321 (2)	401 (2)	24,9%

Fonte: Ultrapar

(1) Armazem efetiva - mil m³

(2) Número de lojas

Os resultados da Ipiranga foram fracos no 1T18, com queda de vendas e margens, apesar do aumento da receita. As vendas totais caíram 1,7%, com destaque para a redução de 3,4% no volume vendido de diesel, sempre comparando com o 1T17. O aumento de 11,3% na receita, mesmo com a queda nas vendas, decorreu das correções de preço realizadas pela Petrobras no ano passado, devido à alta do petróleo e derivados no mercado internacional. As margens no trimestre foram pressionadas pelo menor volume vendido, forte competição e o aumento de despesas.

Interessante comparar os resultados do 1T18 entre a Ipiranga e Petrobras Distribuidora. As duas empresas tiveram no trimestre reduções das vendas (1,7% na Ipiranga e 8,3% na BR Distribuidora). Porém, comparado ao 1T17, a BR Distribuidora conseguiu aumentar sua margem EBITDA, apesar da queda de vendas, mas a Ipiranga teve uma expressiva queda de 2,7 pontos percentuais. Vale notar que a Ipiranga continua com uma rentabilidade muito maior que da BR no EBITDA/quantidade vendida, principalmente por vender menos para grandes clientes.

Comparativos dos Resultados - 1T18

	Ipiranga	BR Distribuidora
Margem Bruta	5,4%	6,7%
Margem EBITDA	3,3%	3,4%
Vendas - Mil m ³	5.461	10.109
EBITDA por m ³	107,2	76,5

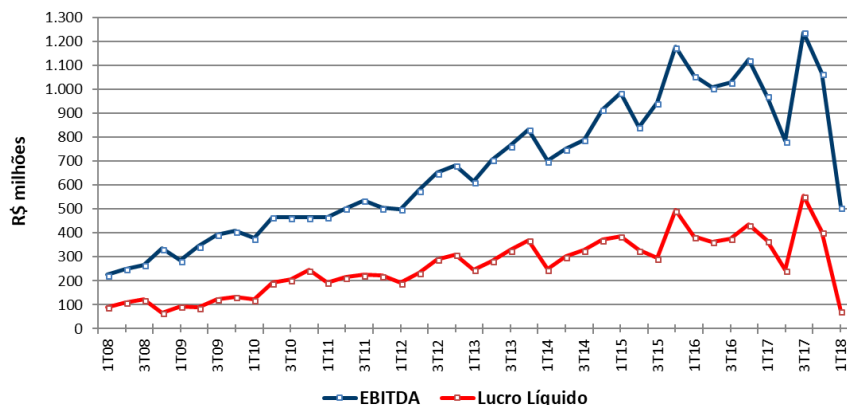
Fonte: Ultrapar e Petrobras Distribuidora

A Ultragaz no 1T18 teve uma forte redução de vendas (8,2%), o que não é usual neste segmento, com isso ocorrendo pela redução programada das compras de um grande cliente industrial. Porém, o fato mais importante no trimestre foi o pagamento da multa para a Petrobras, no valor de R\$ 286 milhões. Esta multa ocorreu pela não efetivação da compra da Liquigás, devido à decisão desfavorável do CADE. Se excluirmos a multa, o EBITDA da Ultragaz seria de R\$ 116 milhões, valor 3,6% maior que no 1T17.

A Ultracargo teve um trimestre diferente das outras empresas do grupo, mostrando aumento de receita e margens. No trimestre, a empresa obteve um crescimento de 15,2% na receita líquida e elevação de 87,1% no EBITDA. Isso ocorreu pela retomada do terminal de Santos e do aumento dos preços médios.

No 1T18, a Extrafarma continuou seu forte ritmo de crescimento, encerrando o período com 401 lojas, um incremento de 100 unidades nos últimos doze meses. A receita cresceu 13,7%, mas o forte aumento das despesas referentes à abertura de lojas, levou o EBITDA a ficar negativo em R\$ 0,2 milhão. Excluindo este custo, o EBITDA do período teria sido positivo em R\$ 11 milhões.

Figura 3: Ultrapar - Evolução do EBITDA e Lucro Líquido



Fonte: Ultrapar

O fraco desempenho operacional da maioria das controladas, somado ao pagamento da multa à Petrobras, levou o EBITDA consolidado a uma queda de 46,3% em relação ao 1T17.

O lucro do trimestre foi beneficiado pela redução de 11,9% nos custos financeiros, em função da queda nas taxas de juros no Brasil.

O endividamento líquido consolidado da Ultrapar no 1T18 somou R\$ 8,5 bilhões, com crescimentos de 34,9% nos últimos doze meses e 15,3% no trimestre. A relação dívida líquida/EBITDA no 1T18 era de 2,4x, vindo de 1,5x no 1T17 e 1,8x no 4T17.

Ultrapar - Resumo dos Resultados Projetados

R\$ milhões	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Receita Líquida	77.353	79.230	86.479	91.562	98.155
Lucro Bruto	7.010	6.799	6.758	7.218	7.790
Despesas Operacionais	-3.898	-4.004	-4.537	-4.293	-4.345
Desps. Gerais e Administrativas	-4.097	-4.063	-4.225	-4.201	-4.201
Outras Rec. (Desps) Operacionais	199	59	-311	-92	-144
Resultado Operacional (EBIT)	3.112	2.795	2.222	2.925	3.445
Result. Financ. Líquido	-843	-474	-419	-665	-685
Equivalência Patrimonial	8	21	-3	0	0
Resultado Antes do I. R e C. Social	2.271	2.339	1.798	2.266	2.768
I.R e Contr. Social	-700	-813	-518	-653	-797
Resultado Líquido	1.562	1.527	1.298	1.635	1.997
Lucro por Ação	2,81	2,74	2,33	2,94	3,59
EBITDA	4.217	3.891	3.439	4.222	4.822
Margem Bruta	9,1%	8,6%	7,8%	7,9%	7,9%
Margem EBITDA	5,5%	4,9%	4,0%	4,6%	4,9%
Margem Líquida	2,0%	1,9%	1,5%	1,8%	2,0%

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,
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.

(*) Conforme o artigo 16, parágrafo único, da ICVM 483, declaro ser inteiramente responsável pelas informações e afirmações contidas neste relatório de análise.

Declaração do(s) analista(s) de valores mobiliários (de investimento), nos termos do art. 17 da ICVM 483

O(s) analista(s) de valores mobiliários (de investimento) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que as recomendações contidas neste refletem exclusivamente sua(s) opinião (ões) pessoal(is) 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.

Declaração do empregador do analista, nos termos do art. 18 da ICVM 483

A Planner Corretora e demais empresas do Grupo declaram que podem ser remuneradas por serviços prestados à(s) companhia(s) analisada(s) neste relatório.