

Resultados do 2T26

2T26 Extremamente Forte; Fluxo de Caixa ao Acionista Robusto, Desalavancagem e Grandes Dividendos

A Ultrapar entregou um EBITDA mais forte do que o esperado, de ~R\$3,7 bilhões no 2T26 - uma surpresa positiva de ~10% em relação às nossas estimativas e ao consenso -, impulsionado por uma margem EBITDA/m³ da Ipiranga muito acima do esperado (~R\$451/m³ vs. nossa estimativa de R\$400/m³). Além disso, o FCFE (fluxo de caixa para o acionista) veio forte, em R\$3,6 bilhões, devido a uma grande redução de capital de giro na Ipiranga (impulsionada por melhores condições de pagamento em combustíveis importados), o que levou a uma acentuada desalavancagem. A dívida líquida recuou para R\$10,9 bilhões (ante R\$13,5 bilhões no 1T26), com a relação dívida líquida/EBITDA atingindo ~0,9x (ou ~1,4x considerando um EBITDA normalizado de ~R\$7,5 bilhões). Por fim, como já vínhamos sinalizando, a Ultrapar também anunciou dividendos de ~R\$1,1 bilhão (~4% do valor de mercado), o que acreditamos estar relacionado a (i) a forte geração de caixa no primeiro semestre de 2026 e (ii) oportunidades limitadas de alocação de capital em meio a juros elevados. Olhando à frente, esperamos que as margens permaneçam fortes no 3T26, com o EBITDA/m³ devendo se manter em ou acima de R\$350/m³, à medida que os distribuidores de combustíveis incumbentes continuam a comprar combustível a preços atrativos da Petrobras, o que poderia sustentar o momentum de resultados e a tendência de desalavancagem da Ultrapar. Reiteramos nossa recomendação de Compra para a Ultrapar, nossa ação preferida para exposição à distribuição de combustíveis no Brasil.

Valuation	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
RoIC (EBIT) %	30,3	29,9	22,8	26,5	23,8
EV/EBITDA	6,3	4,6	5,6	5,1	5,2
P/L	11,9	7,3	9,3	10,5	11,2
Dividend Yield Líquido %	(2,5)	(4,4)	(6,2)	(4,4)	(4,3)
Financeiro (R\$m)	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
Receita (R\$m)	126.049	133.499	142.478	163.918	175.787
EBITDA (R\$m)	5.593	5.482	6.318	8.769	8.375
Lucro Líquido (R\$m)	2.440	2.363	2.454	3.163	2.959
LPA (R\$)	2,24	2,18	2,30	2,96	2,77
DPA Líquido (R\$)	0,65	0,71	1,32	1,36	1,33
Dívida Líquida/Caixa (R\$m)	(6.121)	(7.756)	(12.424)	(11.685)	(10.213)

Fonte: relatórios da empresa e estimativas do BTG Pactual. Avaliações: com base na última cotação da ação do ano; (E) com base na cotação de 13 de agosto de 2026.

Rating
COMPRA

Sumário

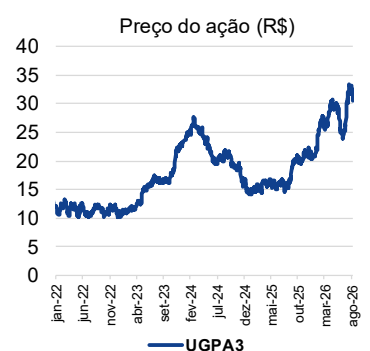
Ticker	UGPA3
Preço Alvo (R\$)	39,0
Preço (R\$)	30,5
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R\$ mn)	33.256,89
Vol. Méd. 12M (R\$ mn)	174,73
Atualização Preço-alvo	22/04/2026

Valuation:

	2026E	2027E
P/L	10,5x	11,2x
EV/EBITDA	5,1x	5,2x

Performance:

Agosto (%)	-7,7%
LTM (%)	89,9%



Analistas

Rodrigo Almeida

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Gustavo Cunha

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcel Zambello

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Ipiranga: Resultados Robustos, Muito Acima das Nossas Estimativas e do Consenso

A Ipiranga entregou um EBITDA mais forte do que o esperado, de ~R\$2,8 bilhões (+14% vs. a estimativa do BTG e +310% a/a), impulsionado por margens acima do esperado, de ~R\$451/m³ (vs. nossa expectativa de R\$400/m³ e ~R\$276/m³ no 1T26). Apesar das já elevadas expectativas, (i) o abastecimento competitivo da Petrobras - apesar de importações mais altas - e (ii) um mercado de combustíveis mais apertado no Brasil levaram a Ipiranga a entregar margens mais fortes do que as expectativas do consenso. Além disso, destacamos (i) uma redução de capital de giro de R\$1,7 bilhão na Ipiranga (mais detalhes adiante); (ii) uma adição líquida de 29 postos de combustível, totalizando 5.855; e (iii) o volume mensal médio por posto subiu para 351 m³/mês, ante 328 m³/mês no 2T25.

Ultraz: Desempenho Sólido, Apesar da Demanda Mais Fraca

O EBITDA ajustado totalizou R\$468 milhões (+6% a/a), com margem EBITDA de R\$1.120/tonelada (+9% a/a), devido a um mix de GLP mais favorável, que mais do que compensou volumes menores e maiores despesas com vendas, gerais e administrativas no trimestre. Os volumes totais recuaram 3% a/a, para 418 mil toneladas, com o volume caindo 4% a/a devido à demanda mais fraca e à dinâmica competitiva, enquanto o volume a granel recuou 2% a/a, refletindo principalmente uma demanda industrial mais fraca.

Ultracargo Segue em Ritmo de Expansão; Trimestre Fraco para a HBSA

A Ultracargo reportou EBITDA ajustado de R\$159 milhões (+13% a/a), suportado pela adição de novas capacidades em Palmeirante, em Santos, na Opla e em Rondonópolis (+8% a/a em capacidade). Os resultados foram parcialmente compensados pelo conflito no Oriente Médio, que levou ao fechamento de uma janela de importação desde março. As margens permanecem pressionadas, dado um mix de vendas menos favorável e custos mais altos (devido a novos terminais), que compensaram receitas mais altas. A Hidrovias entregou um trimestre em linha, apesar de mostrar tendências mais fracas (como esperado). O EBITDA ajustado recorrente totalizou R\$322 milhões, ante R\$348 milhões no 2T25, também amplamente em linha. A queda a/a reflete principalmente o encerramento do contrato de cabotagem. Excluindo esse efeito, a receita líquida cresceu 7% a/a, enquanto o EBITDA ajustado recorrente recuou 1% a/a, impactado principalmente por custos e despesas operacionais mais altos no período.

Fluxo de Caixa ao Acionista Forte de ~R\$3,6 Bilhões e Desalavancagem para 0,9x Dívida Líquida/EBITDA

A Ultrapar entregou uma forte geração de caixa aos acionistas de ~R\$3,7 bilhões, dada uma redução de capital de giro de ~R\$1,6 bilhão, impulsionada em grande parte por melhores condições de pagamento nas cargas importadas da Ipiranga, o que levou a um aumento significativo de fornecedores a pagar (+R\$2,5 bilhões t/t). Além disso, os impostos pagos em caixa também foram baixos, em ~R\$93 milhões, o que mais do que compensou o pagamento de juros sazonalmente mais alto (R\$1,1 bilhão). O capex foi de R\$412 milhões, com o capex acumulado no ano atingindo ~36% do guidance para o ano inteiro. Por fim, destacamos uma forte tendência de desalavancagem: a dívida líquida recuou de forma significativa, para R\$10,9 bilhões (ante R\$13,5 bilhões no 2T25), com a companhia continuando a utilizar financiamento a fornecedores como parte de sua estratégia de financiamento. A relação dívida líquida/EBITDA

atingiu 0,9x no 2T26 (ou ~1,4x usando um EBITDA normalizado de ~R\$7,5 bilhões).

Fluxo de Caixa ao Acionista Forte Leva a Grandes Dividendos de R\$1,1 Bilhão (Yield de 4%)

Como já vínhamos esperando, a Ultrapar anunciou um dividendo intermediário de R\$1,1 bilhão (yield de dividendos de 3,8%), dados os resultados do primeiro semestre de 2026. Continuamos a ver espaço para a Ultrapar entregar dividendos robustos em 2026, considerando a sua intensa desalavancagem e de resultados operacionais sólidos, aumentando a atratividade de carregar a ação para o segundo semestre de 2026.

Figura 1: Revisão do 2T26 da UGP

Ultrapar - R\$ milhões	2T26	2T26E	1T26	A/E	% t/t	2T25	% a/a
Receita líquida	41.521	41.148	36.752	1%	13%	34.088	22%
EBITDA ajustado	3.657	3.354	2.324	9%	57%	2.070	77%
Margem EBITDA ajustada (%)	9%	8%	6%	66 bps	248 bps	6%	274 bps
Lucro líquido	1.677	1.539	876	9%	92%	1.088	54%
Margem EBITDA Ipiranga/m³	451	400	276	13%	63%	118	281%
Volume mensal por posto Ipiranga	351	n.a.	344	n.m.	2%	328	7%
Margem EBITDA Ultragaz/t	1.120	1.075	950	4%	18%	1.021	10%
Margem EBITDA Ultracargo/m³	46	38	48	21%	-4%	38	21%

Fonte: dados da companhia, BTG Pactual.

Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes: (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes; (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual. Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse: www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx