Ultrapar

BTG Pactual Equity Research
Petróleo & Gás

12 de Novembro de 2026

Resultados do 3T26

O momentum segue forte

A Ultrapar entregou EBITDA recorrente de ~R$3,1 bilhões no 3T26 (-15% t/t e +74% a/a), amplamente em linha com a nossa estimativa. Como esperado, o EBITDA/m³ da Ipiranga caiu para R$339/m³ (vs. nossa estimativa de R$350/m³ e R$451/m³ no 2T26), em meio a uma maior oferta de produto e a mais importações de diesel subsidiado, mas os volumes seguiram fortes (+9% a/a). Acreditamos que a Ipiranga focou em ganhos de participação de mercado no 3T26, com o objetivo de reter clientes no longo prazo. O fluxo de caixa ao acionista recorrente (ex-financiamento a revendedores) foi de ~R$1,2 bilhão (ou ~R$1,8 bilhão sem o impacto das subvenções). A Ultrapar também surpreendeu positivamente com mais um dividendo de ~R$1,1 bilhão (R$1,0/ação, yield de ~3%), levando as distribuições de 2026 a ~R$2,2 bilhões (~6% do valor de mercado). Embora não descartemos potenciais aquisições, acreditamos que o mercado pode interpretar os pagamentos consistentes de dividendos como um sinal de movimentos limitados de grande alocação de capital no curto prazo. Olhando à frente, esperamos que as margens permaneçam bem acima dos níveis históricos no 4T26, já que voltaram a subir no fim do trimestre, em meio a um conflito persistente no Oriente Médio, e as incumbentes continuam se abastecendo a preços atrativos junto à Petrobras. 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$ milhões)	**12/2023**	**12/2024**	**12/2025E**	**12/2026E**	**12/2027E**
Receita	126.049	133.499	142.478	163.918	175.787
EBITDA	5.593	5.482	6.318	8.769	8.375
Lucro Líquido	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	(6.121)	(7.756)	(12.424)	(11.685)	(10.213)

Fonte: relatórios da empresa, estimativas da Bovespa, BTG Pactual S.A. / Avaliações: com base na última cotação da ação do ano; (E) com base na cotação de 11 de novembro de 2026.

Rating
COMPRA

Sumário

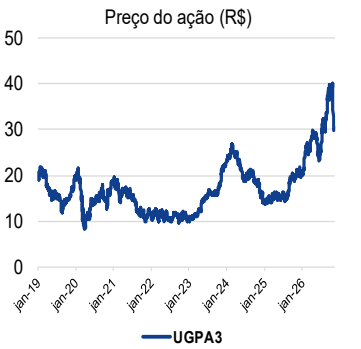
Ticker	UGPA3
Preço Alvo (R$)	39,0
Preço (R$)	30,3
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R$ mn)	32.960
Vol. Méd. 12M (R$ mn)	242,24
Atualização Preço-alvo	22/04/2026

Valuation:

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

Performance:

Novembro (%)	-4,5%
LTM (%)	42,0%



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: queda de margem por mais volume; o pico de margem ficou para trás

A Ipiranga entregou EBITDA recorrente de ~R$2,3 bilhões (em linha com a nossa estimativa, -18% t/t e +156% a/a), com margens de R$339/m³ (vs. nossa expectativa de R$350/m³ e R$451/m³ no 2T26). A queda t/t reflete (i) um impacto menor do conflito no Oriente Médio, incluindo efeitos de estoque, em meio a uma maior oferta de produto e a importações mais altas de diesel subsidiado, e (ii) menor flexibilidade logística, dados os volumes elevados. Do lado positivo, os volumes cresceram 9% a/a (e t/t), para 6,7 milhões de m³, em linha com a nossa estimativa e acima do crescimento do mercado, ajudados pelo combate às irregularidades do setor. Além disso, destacamos: (i) a Ipiranga reconheceu R$1,5 bilhão em créditos tributários no trimestre; (ii) uma adição líquida de 56 postos, chegando a 5.911; e (iii) o volume mensal por posto subindo para 380 m³/mês, ante 354 m³/mês no 3T25.

Ultragaz: recuperação de volumes, mas margens de GLP ligeiramente mais fracas

O EBITDA ajustado recorrente totalizou R$467 milhões (+1% a/a, estável t/t), em linha com a nossa estimativa. A margem EBITDA foi de R$1.020/tonelada (-2% a/a): um mix de vendas mais favorável e uma maior contribuição de novas energias foram compensados por margens de GLP menores, pressionadas pela dinâmica de mercado e por custos logísticos mais altos (diesel). Os volumes totais subiram 3% a/a, para 458 mil toneladas, acima da nossa premissa de crescimento de ~0,5%. Os volumes de envasado ficaram estáveis a/a, enquanto o granel cresceu 7% a/a com novos clientes e uma recuperação gradual da demanda industrial, em especial de gases especiais.

A expansão da Ultracargo impacta as margens, mas os resultados seguem sólidos

A Ultracargo reportou EBITDA ajustado de R$142 milhões (+6% a/a, -11% t/t; -6% vs. nossa estimativa). Os resultados foram sustentados por um aumento de 12% a/a da capacidade média (Suape, Santos, Itaqui, Rondonópolis e Opla) e por um crescimento de 16% a/a dos m³ vendidos, incluindo uma recuperação gradual da demanda por tancagem para importação de combustíveis. As margens seguiram pressionadas por um mix menos favorável (maior participação de bases no interior) e por custos e despesas mais altos ligados à expansão da nova capacidade, com EBITDA de R$39/m³ de capacidade (vs. R$46/m³ no 2T26).

Um trimestre mais fraco para a Hidrovias do Brasil

Os resultados do 3T da Hidrovias vieram mais fracos do que antecipávamos, com as margens sendo a principal decepção. O EBITDA ajustado recorrente totalizou R$303 milhões (vs. R$361 milhões no ano anterior e nossa estimativa de R$320 milhões), o que resultou em uma margem de 46% (vs. 51% no 3T25 e nossa projeção de 48%). A margem abaixo do esperado reflete custos operacionais mais altos (como combustível), além do impacto de um real mais forte no período, especialmente na operação do Paraguai, como discutimos em nosso relatório recente.

Impactos pontuais no capital de giro impactam negativamente a forte geração de caixa

O fluxo de caixa ao acionista da Ultrapar foi negativo em ~R$0,9 bilhão no 3T26, dado um aumento de ~R$2,6 bilhões no capital de giro da Ipiranga, decorrente do financiamento a revendedores e de recebíveis

relacionados à subvenção do diesel importado. Excluindo o efeito do financiamento a revendedores, que vemos como temporário, o fluxo de caixa ao acionista atingiu ~R$1,1 bilhão. A dívida líquida ficou estável, em R$11,0 bilhões, refletindo o dividendo de R$1,1 bilhão pago em setembro e a recompra de 4,8 milhões de ações (R$142 milhões). A relação Dívida líquida/EBITDA atingiu 1,0x no 3T26 (ou ~1,5x usando um EBITDA normalizado de ~R$7,5 bilhões).

Uma surpresa positiva e inesperada: dividendo de R$1,1 bilhão (yield de ~3%)

A Ultrapar anunciou mais R$1,1 bilhão em dividendos (R$1,0/ação, yield de ~3%), após o R$1,1 bilhão pago em setembro. Isso leva as distribuições de 2026 a ~R$2,2 bilhões (~6% do valor de mercado). Vemos de forma positiva o fato de a Ultrapar estar devolvendo o forte fluxo de caixa aos acionistas e acreditamos que o robusto potencial de dividendos da empresa deve continuar no atual ambiente de mercado para a Ipiranga, sustentado por sua alavancagem controlada. Embora não descartemos que a Ultrapar possa eventualmente remodelar seu portfólio por meio de aquisições, os pagamentos consistentes de dividendos podem ser interpretados como um sinal de que a gestão não está buscando grandes oportunidades de alocação de capital no curto prazo, o que acreditamos ser bem recebido pelo mercado.

Tabela 1: Ultrapar - Resultados do 3T26

Ultrapar - R$ millions	3Q26	3Q26E	2Q26	% A/E	% QoQ	3Q25	% YoY
Net Revenues	44,323	46,742	41,521	-5%	7%	37,088	20%
Adj. EBITDA	3,103	3,238	3,524	-4%	-12%	1,946	59%
Adj. EBITDA Margin (%)	*7%*	*7%*	*8%*	*0.1p.p*	*-1.5p.p*	*5%*	*1.8p.p*
Net Income	2,697	1,545	1,549	75%	74%	709	280%
Ipiranga EBITDA Margin/m^3	339	350	451	-3%	-25%	144	135%
Ultragaz EBITDA Margin/t	1,020	1,050	1,120	-3%	-9%	1,038	-2%
Ultracargo EBITDA Margin/m^3	39	34	36	15%	8%	35	12%

Fonte: Dados da empresa e 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 vinculados 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