

Laudo de Avaliação para a Ultrapar Participações

Ultrapar Participações S.A., Refinaria de Petróleo Ipiranga S.A., Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A., Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga

04 de abril de 2007

Notas importantes

- O presente material somente pode ser utilizado pela Ultrapar Participações S.A. (“Ultrapar”) para os propósitos definidos em sua contratação com o Deutsche Bank Securities Inc. (“Deutsche Bank”). Nem o Deutsche Bank nem suas afiliadas ou qualquer de seus executivos, diretores, empregados, consultores ou representantes (coletivamente “Representantes do Deutsche Bank”) fazem qualquer declaração ou garantia, expressa ou implícita, com relação à precisão ou completitude do presente laudo, ou fornecem qualquer aconselhamento de natureza tributária, contábil, legal ou regulatória. O conteúdo do presente material não é e não deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro
- No que tange ao papel do Deutsche Bank para “realizar uma análise de avaliação / preparar um laudo de avaliação” para Ultrapar, e preparar um laudo de avaliação da Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga (“CBPI”), Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A. (“DPPI”) e Refinaria de Petróleo Ipiranga S.A. (“RIPI”) (coletivamente, “Ipiranga”, ou “Grupo Ipiranga”) e Ultrapar, o Deutsche Bank se baseou nas informações contidas nas demonstrações financeiras auditadas das companhias avaliadas, em certas informações financeiras e de outras informações cuja natureza é de conhecimento público relacionadas à Ultrapar e ao Grupo Ipiranga, bem como certas análises e outras informações internas gerenciais que nos foram fornecidas pela administração da Ultrapar e do Grupo Ipiranga. O Deutsche Bank também manteve conversas com funcionários e executivos seniores da Ultrapar e do Grupo Ipiranga, e com relação a certos ativos com executivos seniores da Braskem, tendo sido o foco de tais conversas os negócios e as perspectivas das respectivas companhias e as operações combinadas das empresas aqui relacionadas. Adicionalmente, o Deutsche Bank (i) analisou as cotações dos valores mobiliários de emissão da Ultrapar e do Grupo Ipiranga, (ii) comparou as informações do mercado de ações sobre Ultrapar e Grupo Ipiranga com informações similares de outras companhias cujos valores mobiliários são negociados, (iii) analisou os termos e condições financeiras de certas fusões ou aquisições de negócios comparáveis no todo ou em parte com o objeto da presente análise, (iv) revisou os termos da transação envolvendo Ultrapar e o Grupo Ipiranga, e (v) realizou todos os outros estudos e análises que julgou apropriados

Notas importantes (continuação)

- O Deutsche Bank não assume qualquer responsabilidade por realizar verificação independente e não verificou de modo independente qualquer informação, disponível publicamente ou a ele fornecida, com relação à Ultrapar ou ao Grupo Ipiranga, incluindo qualquer informação financeira ou projeções consideradas na preparação do presente laudo e nas avaliações da Ultrapar e do Grupo Ipiranga. Para fins do presente laudo de avaliação, o Deutsche Bank assumiu e confiou na precisão e completude de todas essas informações, não tendo conduzido qualquer inspeção física de quaisquer dos ativos e propriedades, bem como não preparou nem obteve qualquer avaliação independente de ativos e passivos da Ultrapar e do Grupo Ipiranga. Entretanto, o Deutsche Bank considera que as informações utilizadas para elaboração do presente laudo de avaliação são consistentes.
- Todas avaliações, projeções, estimativas e outras premissas contidas neste laudo de avaliação (incluindo aquelas relacionadas à performance financeira e operacional) foram preparadas a partir de informações fornecidas (oralmente ou por escrito) pela Ultrapar, Grupo Ipiranga e Braskem ou originadas de outras fontes públicas de informação, sem qualquer verificação independente ter sido conduzida pelo Deutsche Bank. Além disso, envolvem um grande número de determinações subjetivas e pressupostos feitos pela Ultrapar e pelo Grupo Ipiranga, que podem não ser corretas. Como resultado, esperamos que haja diferenças entre os resultados projetados ou estimados e os resultados reais futuros, podendo estes apresentar variações materiais daqueles apresentados neste laudo. Adicionalmente, com relação às informações disponibilizadas ao Deutsche Bank e utilizadas em suas análises, o Deutsche Bank assumiu que as mesmas foram preparadas utilizando as melhores estimativas e julgamentos disponíveis aos administradores da Ultrapar e do Grupo Ipiranga

Notas importantes (continuação)

- Na preparação do presente laudo e das avaliações de Ultrapar e do Grupo Ipiranga nele contidas, nem o Deutsche Bank nem os Representantes do Deutsche Bank fazem explícita ou implicitamente qualquer declaração ou garantia, ou manifestam sua visão, com relação à precisão, razoabilidade, completitude ou viabilidade de qualquer projeção financeira ou de outra natureza, ou com relação às premissas nas quais foram baseadas. O presente laudo se baseia necessariamente em condições econômicas, de mercado e de outras naturezas conforme disponíveis nas datas que nos foram disponibilizadas
- O Deutsche Bank assumiu como premissa que todas as aprovações governamentais, regulatórias ou de outra natureza que sejam necessárias para a transação pretendida pela Ultrapar e o Grupo Ipiranga serão obtidas, e que com relação à obtenção de aprovações governamentais, regulatórias ou de outra natureza, ou obtenção de aditamentos ou dispensas de quaisquer contratos dos quais sejam parte a Ultrapar ou o Grupo Ipiranga, nenhuma modificação eventualmente necessária causará efeitos materiais adversos para Ultrapar ou para o Grupo Ipiranga, ou reduzirá para Ultrapar os benefícios pretendidos com a transação
- O presente laudo foi elaborado com as informações disponíveis até o momento, sendo que as conclusões nele apresentadas estão sujeitas a variações por conta de uma série de fatores, incluindo condições de mercado e as perspectivas de negócios para Ultrapar e o Grupo Ipiranga. O Deutsche Bank não assumiu qualquer obrigação de atualizar o presente laudo
- O presente laudo e suas conclusões não constituem recomendações do Deutsche Bank com relação à aceitação pelos acionistas do Grupo Ipiranga da oferta obrigatória que será apresentada pela Ultrapar, nem recomendações aos acionistas da Ultrapar ou do Grupo Ipiranga com relação à relação de troca que será apresentada a eles em decorrência da incorporação de ações da RIPI, CBPI, DPPI pela Ultrapar. Cada acionista deve chegar a suas próprias conclusões sobre a conveniência e aceitação de ofertas
- O presente laudo reflete o atendimento das exigências formuladas pela Comissão de Valores Monetários - CVM apresentadas por meio do (i) OFICIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 1017/2007, (ii) OFICIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 1018/2007, (iii) OFICIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 1019/2007, (iv) OFICIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 1427/2007, (v) OFICIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 1428/2007, (vi) OFICIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 1429/2007 e (vii) OFICIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 1703/2007. Esta versão não constitui modificação da Avaliação originalmente apresentada pelo Deutsche Bank, conforme laudo datado de 04 de abril de 2007

Conteúdo

Seção

1	Sumário Executivo	1
2	Sumário da Avaliação	9
	A Ultrapar	10
	B RIPI	13
	C DPPI	16
	D CBPI	19
3	Valor econômico dos ativos	22
	A Ultrapar	26
	B Ultrapar anteriormente à incorporação das ações	37
	C Distribuição de combustíveis – CBPI	39
	D Distribuição de combustíveis – DPPI	45
	E Copesul	50
	F IPQ	55
	G Avaliação dos demais ativos, com base em múltiplos	60
4	Considerações finais	62
5	Glossário	64

Apêndice

I	Evolução dos preços das ações	68
II	Múltiplos de valor de empresas comparáveis	74
III	Visão geral das principais indústrias de atuação das empresas avaliadas	78
IV	Memórias de cálculo	82
V	Outras informações relevantes	91

Seção 1

Sumário Executivo

Considerações iniciais

- O presente laudo de avaliação (“Laudo” ou “Laudo de Avaliação”) foi preparado pelo Deutsche Bank conforme solicitado pela Ultrapar
- O Laudo observa os requisitos impostos pela regulamentação brasileira de mercado de capitais, especialmente a Instrução n.º 361/02 da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”). A Ultrapar solicitou o presente laudo para ser utilizado com relação à (i) oferta de compra obrigatória relacionada com a aquisição pela Ultrapar do controle do Grupo Ipiranga, e (ii) incorporação das ações de CBPI, DPPI e RIPI pela Ultrapar
- As variações das avaliações de Ultrapar, CBPI, DPPI e RIPI estão limitadas a 10% devido aos requisitos da Instrução CVM n.º 361/02

Escopo da análise do Deutsche Bank

O objetivo do presente Laudo de Avaliação é apresentar avaliações da Ultrapar e do Grupo Ipiranga de acordo com os critérios exigidos pela CVM, refletindo a opinião do Deutsche Bank sobre o valor das empresas avaliadas na data de sua elaboração

De acordo com a Instrução CVM n.º 361/02, o Deutsche Bank conduziu sua análise observando as seguintes metodologias:

- **Valor Econômico** baseado na análise do fluxo de caixa descontado (“DCF”) das principais empresas operacionais e de acordo com a comparação de múltiplos para outras empresas operacionais. Baseada em informações públicas e discussões com Ultrapar e Grupo Ipiranga
- **Valor de Mercado** baseado na média de preços por ação ponderada pelos volumes negociados
 - Preço ponderado por ação de acordo com os volumes negociados nos 12 meses encerrados em 16 de março de 2007 (último dia de negociação antes do anúncio da aquisição de controle do Grupo Ipiranga pela Ultrapar)
- **Valor Patrimonial** das ações
 - Baseado nas demonstrações financeiras de Ultrapar e do Grupo Ipiranga de 31 de dezembro de 2006

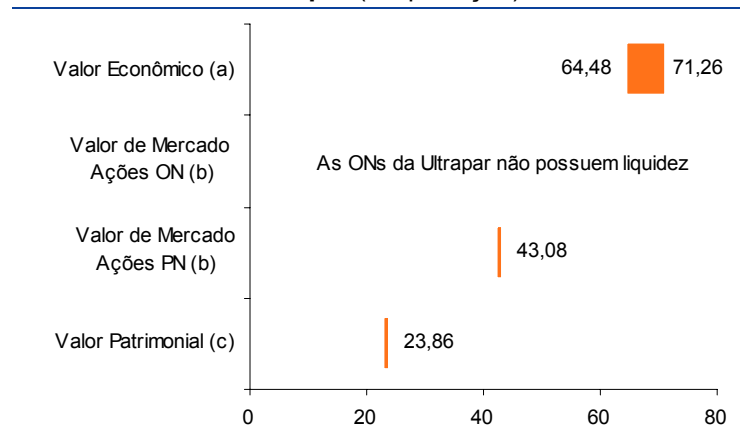
Dentre as diferentes metodologias apresentadas no presente Laudo, o Deutsche Bank acredita que o valor econômico baseado no DCF e múltiplos comparáveis são as metodologias mais aplicáveis para avaliar a Ultrapar e o Grupo Ipiranga

Metodologia usada na avaliação econômica

Fluxo de caixa descontado	Codename	WACC	Companhias públicas comparáveis	Codename
Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga	CBPI	12,2%	Ipiranga Química S.A.	IQ
Distribuidora de Prod. de Petróleo Ipiranga	DPPI	12,3%	Empresa Carioca de Produtos Químicos S.A.	EMCA
Copesul Central Química	Copesul	11,2%	Ipiranga Asfaltos	IASA
Ipiranga Petroquímica S.A.	IPQ	11,8%	AM/PM Comestíveis	AM/PM
Ultrapar Participações	Ultrapar	10,6%	Isa-Sul Administração e Participação Ltda	Isa-Sul
			Refinaria Petróleo Ipiranga S.A.	Refinaria

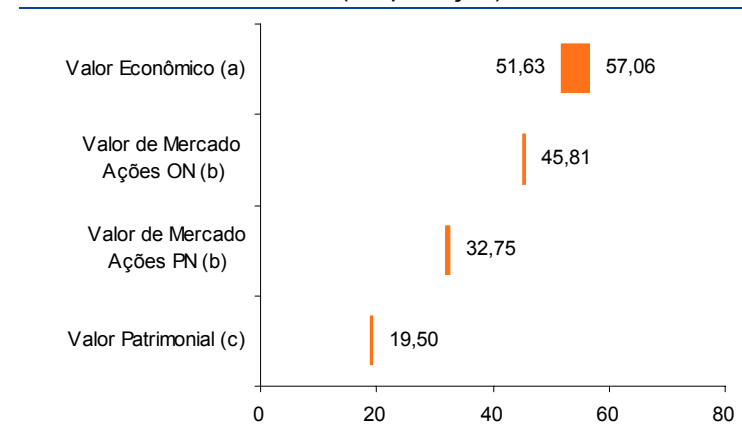
Intervalo de valores (R\$ por ação)

Ultrapar (R\$ por ação)



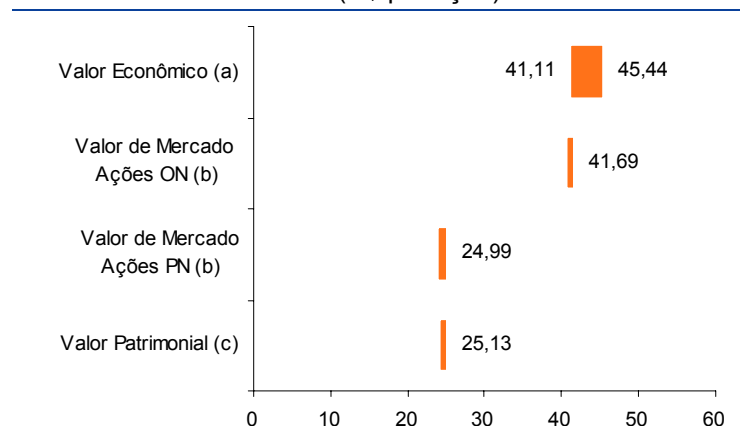
Fonte: Factset e informações públicas das companhias

RIPI (R\$ por ação)



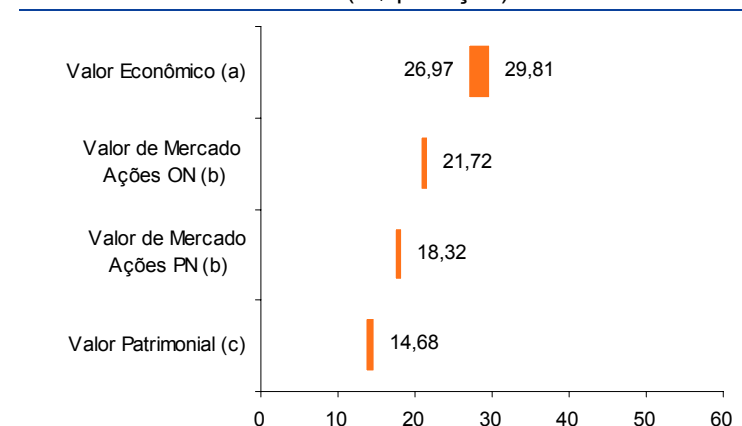
Fonte: Factset e informações públicas das companhias

DPPI (R\$ por ação)



Fonte: Factset e informações públicas da companhia

CBPI (R\$ por ação)



Fonte: Factset e informações públicas da companhia

Notas:

- (a) Com base na análise de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) e múltiplos comparáveis
- (b) Valor de mercado com base na média ponderada das ações nos 12 (doze) meses anteriores a data de anúncio da oferta
- (c) Patrimônio líquido da controladora em 31 de dezembro de 2006, com base nas últimas publicações das companhias

Visão geral das metodologias de avaliação econômica

As três principais metodologias de avaliação econômica normalmente utilizadas são: Fluxo de Caixa Descontado (“FCD”), múltiplos de mercado de empresas comparáveis e múltiplos de transações comparáveis

	Fluxo de Caixa Descontado (“FCD”)	Múltiplos de mercado de empresas comparáveis	Múltiplos de transações comparáveis
Metodologia	<ul style="list-style-type: none"> ■ Projeções de fluxos de caixa desalavancados ■ Cálculo do valor terminal com base no crescimento na perpetuidade (modelo de crescimento de Gordon) ou múltiplo de saída ■ Desconto do fluxo de caixa e do valor terminal por taxa de desconto equivalente ao Custo Médio Ponderado de Capital da empresa (“WACC”) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Identificação de companhias listadas comparáveis à empresa avaliada ■ Cálculo do valor (TEV ou Patrimônio Líquido) como múltiplos correntes das companhias comparáveis ■ Aplicação dos múltiplos das companhias comparáveis aos fundamentos da empresa que está sendo avaliada 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Identificação de transações envolvendo empresas com atividades semelhantes às da empresa avaliada ■ Cálculo dos múltiplos implícitos das transações ■ Aplicação dos múltiplos das transações aos fundamentos da companhia que está sendo avaliada
Vantagens	<ul style="list-style-type: none"> ■ Reflete o valor intrínseco do negócio ■ Reflete adequadamente o risco-retorno do investimento, e pode ser ajustado pelo risco-país ■ Reflete a estrutura de capital da empresa ■ Flexibilidade para incorporar mudanças nas características do negócio como mudança do mix de produtos, expansão da capacidade, etc. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Em mercados eficientes, reflete propriamente o consenso de valor da indústria ■ Ressalta tendências do mercado de capitais e do setor em análise 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Reflete o valor implícito das transações específicas analisadas
Desvantagens	<ul style="list-style-type: none"> ■ Sujeito a diferenças de percepção em relação às projeções de fluxo de caixa e risco ■ Incertezas dos fluxos de caixa estimados no longo-prazo 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Dificuldade de se identificar empresas totalmente comparáveis ■ Não reflete diferenças fundamentais entre as companhias como a estrutura de capital, administração, rentabilidade, etc ■ O resultado pode ser afetado por situações adversas não relacionadas à empresa (macroeconomia, política, etc) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Não reflete as diferenças entre o potencial de rentabilidade das companhias ■ Características inerentes à transação podem afetar a avaliação da companhia, como a competitividade no processo de venda, estimativa das sinergias dos compradores potenciais, defesa de participação de mercado, etc. ■ Dificuldade em encontrar companhias/transações totalmente comparáveis ■ Disponibilidade limitada de informações públicas
Considerações	<ul style="list-style-type: none"> ■ Alta flexibilidade para a incorporação de variáveis-chave na avaliação da companhia como taxa de desconto (estrutura de capital, risco-país, custo do capital), crescimento na perpetuidade e desempenho esperado (ao invés do desempenho histórico) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ A quantidade limitada de companhias comparáveis no mercado local faz com que a amostra tenha que ser expandida para outros mercados, usualmente com características diferentes ■ Não incorpora as naturezas específicas do negócio ■ Com base no desempenho histórico, incorpora as tendências de mercado 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Amostra limitada

Experiência do Deutsche Bank

- Com sede em Frankfurt, Alemanha, o Deutsche Bank é o maior banco da Alemanha e uma das maiores instituições financeiras da Europa e do mundo com total de ativos de 1,126 bilhão de Euros em 31 de dezembro de 2006. Nessa data, o Deutsche Bank empregava 68.849 pessoas em tempo integral em 73 países e 1.717 localidades no mundo, dentre as quais 54% estão na Alemanha. O Deutsche Bank oferece uma ampla variedade de produtos e serviços de investimentos, financeiros e relacionados, assim como serviços para indivíduos, empresas e clientes institucionais ao redor do mundo (fonte: Relatório da Administração do Deutsche Bank 2006)
- A experiência do Deutsche Bank e de suas afiliadas na avaliação de companhias abertas brasileiras inclui: assessoria à Ashmore Energy International na aquisição da Prisma Energy International em 2006 (a ELEKTRO - Eletricidade e Serviços S.A. ("Elektro") é uma das companhias abertas controladas pela Prisma Energy International) e a elaboração da avaliação da Companhia Siderúrgica Belgo Mineira em 2005
- Adicionalmente no Brasil, o Deutsche Bank foi responsável pela avaliação da Cia. Metalic Nordeste para a Companhia Siderúrgica Nacional ("CSN") em 2002
- No mesmo setor das empresas avaliadas, o Deutsche Bank e suas afiliadas também assessoraram: a La Seda de Barcelona S.A. ("LSB") na aquisição da Eastman Chemical Iberica S.A. alienada pela Eastman Chemical Company em 2007, a Linde AG na venda de equipamentos da BOC Edwards para a CCMP Capital em 2007, a Gazprom na venda de participação de 10,7% para Rosneftgaz, a ConocoPhillips no desinvestimento de ativos Europeus (em andamento), a Giant Industries na venda para a Western Refining Inc. apresentando avaliação (em andamento) e a Valero em alternativas estratégicas para a Refinaria de Lima, Ohio (em andamento), dentre outras contratações
- Outras transações selecionadas envolvendo a avaliação de companhias abertas incluem: assessoria para a Fairchild Semiconductor International na aquisição da System General Corp, e assessoria para a Healthcare REIT na aquisição da Windrose Medical Properties Trust. O Deutsche Bank também atuou como assessor para a International DisplayWorks Inc. quando da sua aquisição pela Flextronics International Ltd. e para a US LEC Corp quando a mesma foi fundida com a Paetec Communications, Inc. Todas essas transações envolveram a elaboração de *fairness opinion valuation*
- O Deutsche Bank e suas afiliadas têm um grupo de profissionais qualificados baseados em Nova Iorque e São Paulo liderados pelo Sr. Ian Reid, responsável pela elaboração do presente Laudo de Avaliação
- Na elaboração do presente Laudo, o Deutsche Bank seguiu suas políticas internas aplicáveis à emissão de laudos de avaliação, incluindo a formação de um comitê (o "Comitê de Avaliação") para revisão e aprovação do mesmo
 - O Comitê de Avaliação é composto por ao menos 3 diretores da área de Fusões e Aquisições do Deutsche Bank o qual se reuniu duas vezes como usual nos dias 2 e 4 de abril de 2007

Considerações adicionais

- A data deste Laudo é 4 de Abril de 2007
- O presente Laudo somente pode ser utilizado no contexto solicitado pela Ultrapar ao Deutsche Bank
- Relatórios preparados por outras áreas do Deutsche Bank podem utilizar diferentes premissas com relação à performance futura da Ultrapar e do Grupo Ipiranga daquelas aqui utilizadas, resultando em potenciais diferenças significativas nas suas conclusões sobre avaliação de tais companhias. Tais outras áreas do Deutsche Bank atuam de forma independente da área de Finanças Corporativas e Fusões e Aquisições, responsável pela elaboração do presente laudo de avaliação. Essas outras áreas têm suas próprias fontes de informação e processo de tomada de decisão sobre o que será publicado, não havendo qualquer comunicação dos profissionais envolvidos na elaboração do presente laudo com tais áreas. O Deutsche Bank tem políticas internas de segregação de atividades e controle de acesso de informação que buscam garantir o funcionamento independente das áreas segregadas
- De acordo com o exigido pela Instrução CVM n.º 361/02, o Deutsche Bank declara que em 4 de Abril de 2007:
 - Não há quaisquer relações comerciais e creditícias que possam impactar o Laudo de Avaliação
 - Não há conflito de interesse que comprometa sua independência necessária à elaboração do Laudo de Avaliação
 - Deutsche Bank e suas afiliadas detinham: 8.527 ações preferenciais de emissão da Braskem e 171.000 *American Depositary Receipts* (“ADRs”) da Braskem; 62.175 ações ordinárias de emissão da Petrobras e 500.540 ADRs da Petrobras; o Deutsche Bank e suas afiliadas não detinham, direta ou indiretamente, ações de emissão de CBPI, DPPI e RIPI, nem ADRs da Ultrapar, Petrobras, Braskem, além dos mencionados acima
 - O Deutsche Bank realiza operações de compra / venda de valores mobiliários com a Petrobras e a Braskem, incluindo operações com derivativos
 - Em maio de 2006, o Deutsche Bank recebeu da Petrobras R\$2.673.760,50, líquidos de impostos, decorrentes de serviço de assessoria financeira e de estruturação relacionados à aquisição da participação da ABB na Termobahia. O Deutsche Bank não recebeu remuneração da Ultrapar, Braskem, CBPI, DPPI ou RIPI relacionados a serviços de consultoria financeira, consultoria de modo geral ou auditoria, bem como qualquer serviço de banco de investimento nos últimos 12 meses anteriores ao dia 2 de maio de 2007
 - O Deutsche Bank receberá US\$ 3.000.000,00 líquido de impostos como remuneração pela preparação do Laudo de Avaliação

Deutsche Bank Securities Inc.

Ian Reid – Diretor Executivo

Considerações adicionais (continuação)

Ian Reid – Diretor Executivo

- Ian Reid, Diretor Executivo de Finanças Corporativas e Fusões e Aquisições para América Latina, foi o responsável pela elaboração deste Laudo de Avaliação. Trabalhos relevantes em que o Sr. Reid esteve envolvido incluem a fusão da Brahma com a Antarctica para criação da Ambev, o descruzamento da participação cruzada no controle da CVRD pela CSN (assessor da CVRD), a aquisição de uma refinaria boliviana pela Petrobras (assessor da Petrobras), a venda da Latasa pelo Bradesco, Alcoa e JP Morgan para a Rexam (assessor dos vendedores), a aquisição da Panamco pela Coca-Cola FEMSA (assessor da Coca-Cola FEMSA), e a recompra pela FEMSA da participação da Interbrew na Femsal Cerveza (assessor da FEMSA)

Jose Securato – Vice President

- Jose Securato, Vice Presidente de Finanças Corporativas e Fusões e Aquisições para América Latina também participou na elaboração deste Laudo de Avaliação. Sua experiência inclui, entre outras, a assessoria para a Ashmore Energy International na aquisição da Prisma Energy International em 2006 (que incluiu a avaliação da Elektro), a avaliação da Cia. Metalic Nordeste para a Companhia Siderúrgica Nacional (“CSN”) em 2002, a venda de 40% da Indura no Chile em 2007, a venda da AGF Chile no Chile em 2004, a venda da Ática & Scipione em 2004, a compra da TCO/NBT em 2003 e Laudos de Avaliação das seguintes empresas ou seus negócios: Banco Itaú Argentina, Itaúsa Corr. Seguros, Itaupromotora de Vendas, Intrag DTVM, BFB, BEMGE, FIBEMGE, BANERJ, CENF, LAJEADO, ROSAL, e MARTINÓPOLIS entre 1998 e 1999

Também participaram na elaboração deste Laudo de Avaliação:

Steve Guberer – Associate

- Steve Guberer, Associate de Finanças Corporativas e Fusões e Aquisições para América Latina, trabalha no Deutsche Bank desde 2006. Sua experiência inclui a assessoria à Fortress Investment Group e Centerbridge Partners na aquisição da Penn National Gaming Inc. anunciada em 2007 no valor de US\$8.9 bilhões. Steve trabalhou na Deloitte & Touche de 2000 à 2004. Steve tem MBA pela Universidade de Chicago e é contador certificado (Certified Public Accountant) pela Rutgers University

Hunter Kushner – Analista

- Hunter Kushner, Analista de Finanças Corporativas e Fusões e Aquisições para América Latina, trabalha no Deutsche Bank desde 2006. Sua experiência inclui a oferta inicial de ações da Klabin Segall entre outros projetos. Hunter trabalhou na área de *Investment Management Division* no JPMorgan e Moore Capital Management. Hunter é formado em ciência política pela Universidade de Yale

Guilherme Gama – Analista

- Guilherme Gama, Analista de Finanças Corporativas e Fusões e Aquisições para América Latina, juntou-se ao Deutsche Bank em 2005. Sua experiência inclui a oferta pública inicial de ações da Klabin Segall, a oferta pública das Notas de 2008 da Sabesp e emissão de título de 10 anos no valor de US\$140 milhões e pela oferta de bônus perpétuos da Globo Comunicações. Anteriormente, Guilherme foi Diretor Financeiro e Administrativo da Empresa Júnior da Fundação Getulio Vargas, São Paulo, e no período de 1999 a 2002, foi responsável pelas operações de prestação de assistência técnica e de logística e controle da Gran Coffee Com. Loc. Serv., uma empresa de varejo que atua no setor de sistemas de café expresso. Guilherme é graduando em Administração de Empresas pela Fundação Getulio Vargas, São Paulo

- Outras áreas do banco como a equipe de Fusões e Aquisições, o grupo de “*Energy, Utilities and Chemicals*”, e o grupo de “*Oil and Gas*” também contribuíram para este trabalho

Seção 2

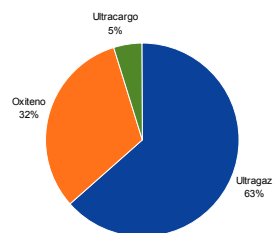
Sumário da Avaliação

Sub-seção A

Ultrapar

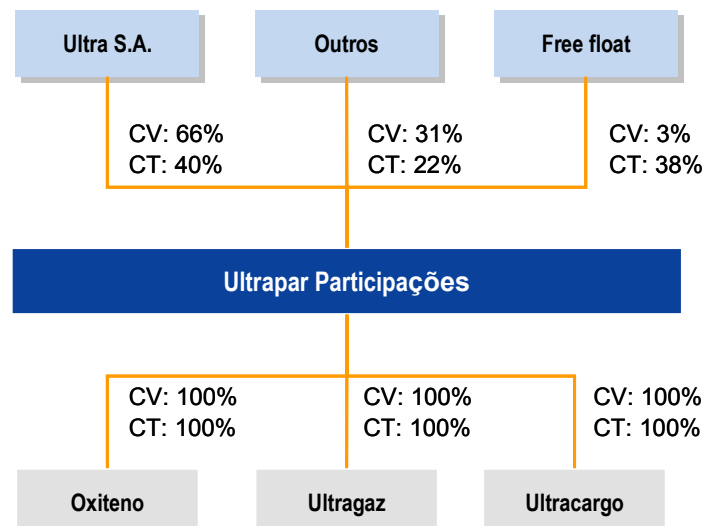
Ultrapar Participações S.A.

Vendas de 2006



Fonte: Informações públicas da Ultrapar

Estrutura Corporativa



Legenda:

- Principais acionistas
- Companhias do Grupo

Nota: CV - Capital Votante, CT - Capital Total

Fonte: Informações públicas da Ultrapar

Descrição da Companhia

A Ultrapar é uma holding que consolida três empresas operacionais: Ultraz, Oxiteno e Ultracargo

Principais subsidiárias

■ Ultraz Participações LTDA

- Distribuidora líder de gás liquefeito de petróleo (GLP) no Brasil, e uma das maiores distribuidoras do mundo por volume
- Distribui gás engarrafado e à granel para clientes residenciais, comerciais e industriais no Brasil
- O volume vendido atingiu 1,5 milhão de toneladas e a receita US\$1,4 bilhão em 2006

■ Oxiteno S.A.

- Petroquímica de segunda geração produtora de *commodities* e especialidades químicas
- A Oxiteno é a maior produtora de óxido de eteno e seus principais derivados na América Latina
- Volume vendido de 544.000 toneladas e receita de US\$707 milhões em 2006

■ Ultracargo Oper. Logísticas e Participações LTDA

- Oferece serviço de logística integrado para produtos especiais
- Receita de US\$103 milhões em 2006
- Capacidade de armazenamento de 240 mil metros cúbicos
- Total de 43 milhões de quilômetros percorridos em 2006

Fonte: Informações públicas da Ultrapar

Avaliação da Ultrapar

Com base no valor econômico, o preço das ações da Ultrapar estão entre R\$64,48 e R\$71,26, antes da incorporação das ações preferenciais da Ipiranga

Valor Econômico			
Ultrapar TEV (antes dos passos 1 e 2)		5.879	
(+) Caixa Líquido		19	
Ultrapar - Equity value (antes dos passos 1 e 2)		5.898	
(+) ativos adquiridos ^(a)		497	
(-) preço pago ^(b)		(876)	
Valor Patrimonial Ultrapar (após passos 1 e 2)		5.520	
Número total de ações (milhões)		81,3	
Preço por ação (R\$ por ação)	64,48	67,87	71,26
	-5%		+5%

Nota: Valores em R\$ milhões, exceto se mencionado em contrário

(a) Vide página 38 do Laudo de Avaliação para maiores detalhes

(b) Valor a ser pago pela Ultrapar referente aos passos 1 e 2 líquido do valor a receber da Dynamo pela venda de certas ações PN da Ipiranga

Fonte: Informações da Ultrapar e Deutsche Bank

Média ponderada dos preços das ações Últimos doze meses anteriores ao anúncio ^(a)		
	ON	PN
Volume Total (milhares)	Não disponível	17.108
Preço médio ponderado das ações (R\$ por ação)	Não disponível	43,08

(a) De 15/03/2006 a 16/03/2007

Nota: As ações ON da Ultrapar não são negociadas há mais de 12 meses

Fonte: FactSet

Valor Patrimonial	
	31/12/2006
Patrimônio Líquido (R\$ milhões)	1.940,7
Número total de ações (milhões)	81,3
Valor Patrimonial / Ação (R\$ por ação)	23,86

Nota: Valor Patrimonial em 31/12/2006

Fonte: Informações da Ultrapar

Média ponderada dos preços das ações Data do anúncio até 02 de abril de 2007 ^(a)		
	ON	PN
Volume Total (milhares)	Não disponível	2.822
Preço médio ponderado das ações (R\$ por ação)	Não disponível	56,10

(a) De 16/03/2007 a 02/04/2007

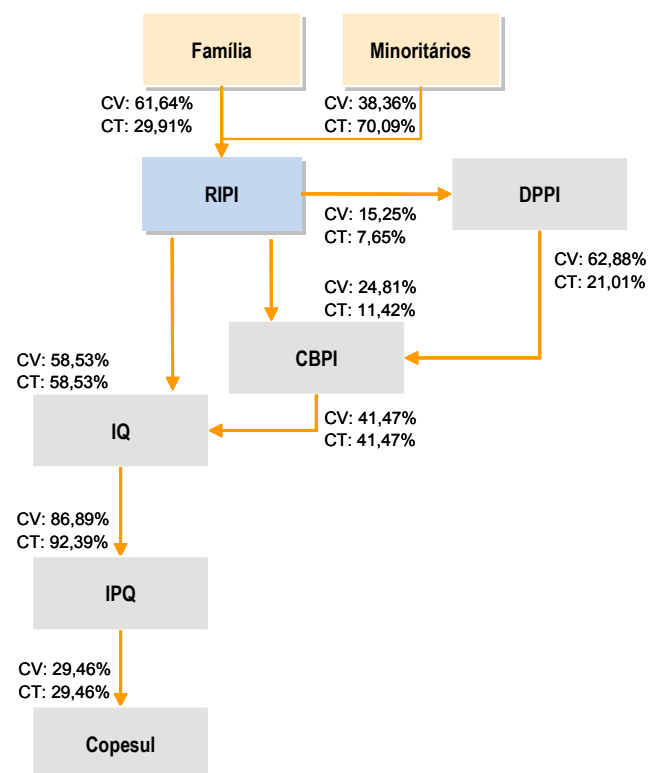
Fonte: FactSet

Sub-seção B

RIPI

Refinaria Petróleo Ipiranga SA – RIPI

Estrutura Corporativa



Legenda:

- Controladora
- Companhias do Grupo
- Principais acionistas

Nota: CV - Capital Votante, CT - Capital Total

Nota: Família inclui Gouvêa, Tellechea, Mello, Bastos, e família Ormazabal
Fonte: Informações públicas da RIPI

Descrição da Companhia

RIPI é a holding que controla certos investimentos da Ipiranga e opera uma refinaria

Principais subsidiárias

- **Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga (CBPI)**
 - Distribui combustíveis em todo o Brasil, exceto no Rio Grande do Sul, Roraima, Amapá
 - Receita de US\$9,8 bilhões e volume de vendas de 12,2 bilhões de metros cúbicos em 2006
- **Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga (DPPI)**
 - Distribui combustíveis na região Sul do Brasil
 - Receita de US\$1,6 bilhão e volume vendido de 1,8 bilhão de metros cúbicos em 2006
- **Ipiranga Química (IQ)**
 - Distribuidor atacadista de produtos químicos com mais de 5.000 clientes em 50 diferentes mercados
 - Receita de US\$212,3 milhões e EBITDA de US\$9,5 milhões
 - Por meio de sua participação na IQ, a RIPI indiretamente controla a Copesul (junto com a Braskem) e a IPQ
- **Ipiranga Petroquímica (IPQ)**
 - Petroquímica de segunda geração
 - Receita de US\$924,3 milhões e volume de vendas de 636 mil toneladas em 2006
- **Copesul**
 - Craqueadora de nafta, controlada pela Ipiranga e Braskem
 - Receitas de US\$2,9 bilhões e volume de 2,962 milhões de toneladas em 2006

Nota: Volume total refere-se ao volume vendido; Receitas não consolidadas
Fonte: Informações públicas da RIPI

Avaliação da RIPI

Com base no valor econômico, o valor das ações da RIPI variam entre R\$51,63 e R\$57,06

Valor Econômico			
(R\$ milhões)	100% TEV	TEV Proporcional	
IQ S.A.	3.051	58,53%	1.786
CBPI S.A.	4.029	11,42%	460
DPPI S.A.	1.552	7,65%	119
RIPI Operacional ¹	9	100,0%	9
RIPI – Valor Total da Empresa			2.373
(-) dívida líquida			(765)
RIPI – Equity value			1.609
Número total de ações			29,6
Preço por ação (R\$ por ação)		51,63	54,35
		-5%	+5%

Nota: Valores em R\$ milhões, exceto se mencionado em contrário
 (1) Com base em múltiplos conforme detalhado nas páginas 61 e 83
 Fonte: Informações da RIPI e Deutsche Bank

Média ponderada dos preços das ações Últimos doze meses anteriores ao anúncio^(a)

	ON	PN
Volume Total (milhares)	1.843	5.850
Preço médio ponderado das ações (R\$ por ação)	45,81	32,75

(a) De 15/03/2006 a 16/03/2007
 Fonte: FactSet

Valor Patrimonial	
	31/12/2006
Patrimônio Líquido (R\$ milhões)	577,3
Número total de ações (milhões)	29,6
Valor Patrimonial / Ação (R\$ por ação)	19,50

Nota: Valor Patrimonial da controladora em 31/12/2006

Fonte: Informações da RIPI

Média ponderada dos preços das ações Data do anúncio até 02 de abril de 2007^(a)

	ON	PN
Volume Total (milhares)	528	1.495
Preço médio ponderado das ações (R\$ por ação)	91,57	44,85

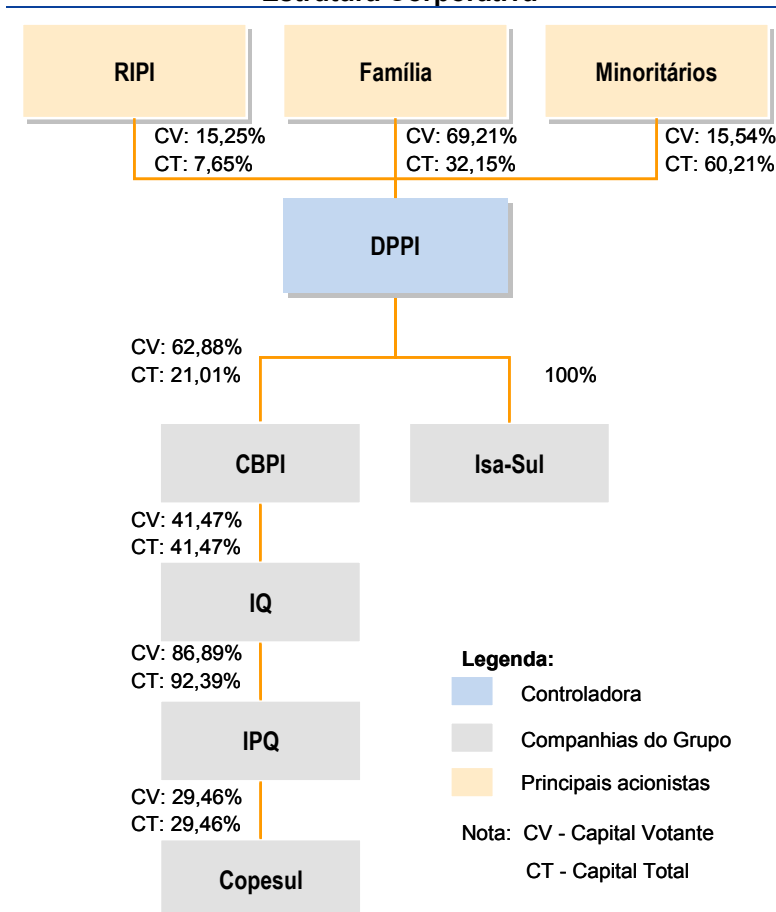
(a) De 16/03/2007 a 02/04/2007
 Fonte: FactSet

Sub-seção C

DPPI

Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga (DPPI)

Estrutura Corporativa



Nota: Família inclui Gouvêa, Tellechea, Mello, Bastos, e família Ormazabal
Fonte: Informações públicas da DPPI

Descrição da Companhia

- A DPPI distribui combustíveis na região Sul do Brasil
- A Companhia distribui combustíveis para postos varejistas e indústrias
- Aproximadamente 65% do volume é vendido para os postos de gasolina
- Em 2006, o volume dos principais produtos (gasolina, álcool e diesel) foi de 1,8 bilhão de metros cúbicos. O volume total (incluindo GNV, lubrificantes e outros) foi marginalmente maior
- Em 2006, a Companhia possuía 2,5% do market share brasileiro em volume de vendas

Principais subsidiárias

- **Isa-Sul Administração e Participações (Isa-Sul)**
 - Possui 152 postos de gasolina na região da DPPI
 - EBITDA de US\$7,5 milhões e receita de US\$8,7 milhões em 2006
- **Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga (CBPI)**
 - Distribui combustíveis em todo o Brasil, exceto no Rio Grande do Sul, Roraima, Amapá
 - Receita de US\$9,8 bilhões e volume de vendas de 12,2 bilhões de metros cúbicos em 2006
 - Por meio de sua participação na CBPI, a DPPI indiretamente detém uma participação minoritária na IQ, IPQ e Copesul
- **Ipiranga Química (IQ)**
 - Distribuidor atacadista de produtos químicos com mais de 5.000 clientes em 50 diferentes mercados
 - Receita de US\$212,3 milhões e EBITDA de US\$9,5 milhões
- **Ipiranga Petroquímica (IPQ)**
 - Petroquímica de segunda geração
 - Receita de US\$924,3 milhões e volume de vendas de 636 mil toneladas em 2006
- **Copesul**
 - Craqueadora de nafta, controlada pela Ipiranga e Braskem
 - Receitas de US\$2,9 bilhões e volume de 2,962 milhões de toneladas em 2006

Nota: Volume total refere-se ao volume vendido; Receitas não consolidadas
Fonte: Informações públicas da DPPI

Avaliação da DPPI

O valor das ações da DPPI estão entre R\$41,11 e R\$45,44, com base no valor econômico

(R\$ milhões)	Valor Econômico		
	100% TEV	TEV Proporcional	
CBPI	4.029	21,01%	847
DPPI Com. Oper. ¹	706	100,00%	706
DPPI – Valor Total da Empresa			1.552
(-) dívida líquida			(168)
DPPI – Equity value			1.385
Número total de ações (milhões)			32,0
Preço por ação (R\$ por ação)		41,11	43,28
		-5%	+5%

Nota: Valores em R\$ milhões, exceto se mencionado em contrário

(1) Vide detalhes na página 83

Fonte: Informações da DPPI e Deutsche Bank

Média ponderada dos preços das ações Últimos doze meses anteriores ao anúncio^(a)

	ON	PN
Volume Total (milhares)	24	2.919
Preço médio ponderado das ações (R\$ por ação)	41,69	24,99

(a) De 15/03/2006 a 16/03/2007

Fonte: FactSet

Valor Patrimonial

	31/12/2006
Patrimônio Líquido (R\$ milhões)	804,00
Número total de ações (milhões)	32,00
Valor Patrimonial / Ação (R\$ por ação)	25,13

Nota: Valor Patrimonial da controladora em 31/12/2006

Fonte: Informações da DPPI

Média ponderada dos preços das ações Data do anúncio até 02 de abril de 2007^(a)

	ON	PN
Volume Total (milhares)	61	514
Preço médio ponderado das ações (R\$ por ação)	96,53	34,69

(a) De 16/03/2007 a 02/04/2007

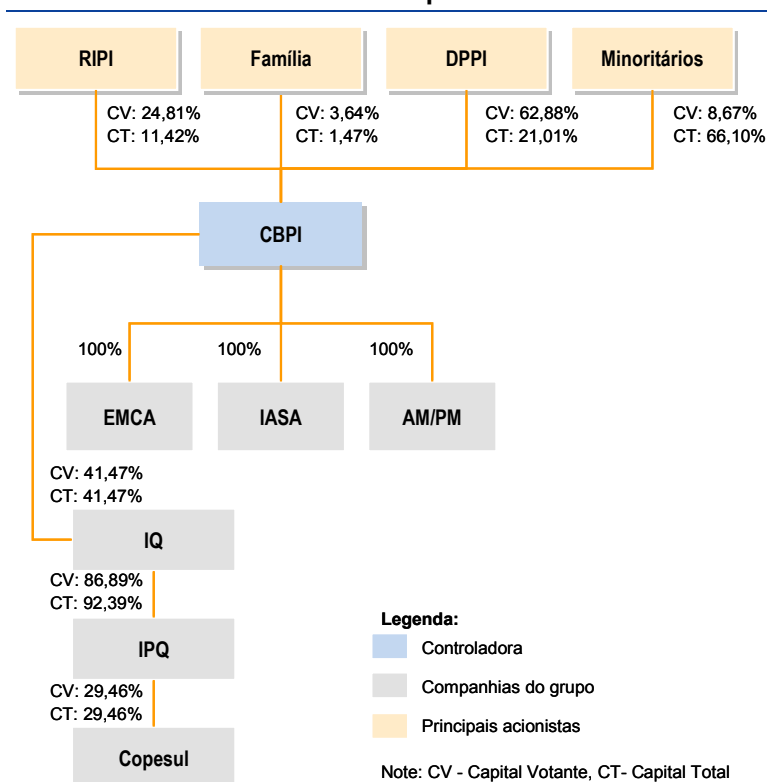
Fonte: FactSet

Sub-seção D

CBPI

Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga (CBPI)

Estrutura Corporativa



Nota: Família inclui Gouvêa, Tellechea, Mello, Bastos, e família Ormazabal
Fonte: Informações públicas da CBPI

Descrição da Companhia

- A CBPI, maior empresa do Grupo Ipiranga em receita, distribui combustíveis em todo o Brasil, exceto no Rio Grande do Sul, Roraima, Amapá
- A Companhia distribui combustíveis para postos de gasolina e indústrias
- Aproximadamente 65% do volume é vendido para postos de gasolina
- Em 2006, o volume dos principais produtos (gasolina, álcool e diesel) foi de 11,6 bilhões de metros cúbicos. O volume total (incluindo GNV, lubrificantes e outros) foi de 12,2 bilhões de metros cúbicos
- Em 2006, a Companhia possuía 16,9% do market share brasileiro em volume de vendas

Principais subsidiárias

- **Empresa Carioca de Produtos Químicos (EMCA)**
 - Produz óleos especiais para uso nas indústrias farmacêutica, alimentícia, cosmética e de plásticos
 - EBITDA de US\$1,4 milhão e receita de US\$42,5 milhões em 2006
- **Ipiranga Asfaltos (IASA)**
 - Produz asfalto e aditivos de asfalto, além de oferecer serviços de pavimentação
 - EBITDA de US\$6,1 milhões e receita de US\$114,3 milhões em 2006
- **AM/PM Comestíveis**
 - Cadeia de lojas de conveniência localizada nos postos de gasolina EBITDA de US\$14,7 milhões e receita de vendas de US\$8,4 milhões em 2006, incluindo outros resultados operacionais
- **Ipiranga Química S.A. (IQ)**
 - Distribuidor atacadista de produtos químicos com mais de 5.000 clientes em 50 diferentes mercados
 - Receita de US\$212,3 milhões e EBITDA de US\$9,5 milhões
 - Por meio de sua participação na IQ, a CBPI indiretamente controla a IPQ e Copesul
- **Ipiranga Petroquímica (IPQ)**
 - Petroquímica de segunda geração
 - Receita de US\$924,3 milhões e volume de vendas de 636 mil toneladas em 2006
- **Copesul**
 - Craqueadora de nafta, controlada pela Ipiranga e Braskem
 - Receitas de US\$2,9 bilhões e volume de 2,962 milhões de toneladas em 2006

Fonte: Informações públicas da CBPI

Avaliação da CBPI

Com base no valor econômico, o valor das ações da CBPI estão entre R\$26,97 e R\$29,81

(R\$ milhões)	Valor Econômico			
	100% TEV	TEV Proporcional		
Copesul	5.635	29,46%	1.660	(1)
IPQ Operacional	1.452	100,00%	1.452	(2)
100% IPQ S.A.			3.112	(3) = (1) + (2)
IPQ S.A. ¹	3.112	92,39%	2.875	(4) = (3) x (%)
IQ Operacional ¹	176	100,00%	176	(5)
100% IQ S.A.			3.051	(6) = (4) + (5)
IQ S.A.	3.051	41,47%	1.265	(7) = (6) x (%)
CBPI Operacional ¹	2.764	100,00%	2.764	(8)
CBPI – Valor Total da Empresa			4.029	(9) = (7) + (8)
(-) dívida líquida			(1.021)	
CBPI – Equity value			3.008	
Número total de ações (milhões)			106,0	
Preço por ação (R\$ por ação)		26,97	28,39	29,81
		-5%		+5%

Nota: Valores em R\$ milhões, exceto se mencionado em contrário

(1) Vide detalhes na página 83

Fonte: CBPI e Deutsche Bank

Média ponderada dos preços das ações

Últimos doze meses anteriores ao anúncio^(a)

	ON	PN
Volume Total (milhares)	123	62.524
Preço médio ponderado das ações (R\$ por ação)	21,72	18,32

(a) De 15/03/2006 a 16/03/2007

Fonte: FactSet

Valor Patrimonial

	31/12/2006
Patrimônio Líquido (R\$ milhões)	1.555,20
Número total de ações (milhões)	106,00
Valor Patrimonial / Ação (R\$ por ação)	14,68

Nota: Valor Patrimonial da controladora em 31/12/2006

Fonte: Informações da CBPI

Média ponderada dos preços das ações

Data do anúncio até 02 de abril de 2007^(a)

	ON	PN
Volume Total (milhares)	168	7.946
Preço médio ponderado das ações (R\$ por ação)	52,55	23,28

(a) De 16/03/2007 a 02/04/2007

Fonte: FactSet

Seção 3

Valor econômico dos ativos

Considerações sobre a avaliação

As companhias foram avaliadas de maneira individual (*stand-alone basis*)

A avaliação exclui potenciais sinergias que possam resultar desta transação

FCD

- Premissas básicas
 - 10 anos de projeção
 - Data base da avaliação do FCD em 31 de dezembro de 2006
 - Taxa de câmbio de 2,1385 R\$/US\$ em 31/12/2006
 - Modelos projetados em Reais nominais, fluxo de caixa convertido para dólares americanos com base na taxa média de câmbio projetada para cada ano
 - WACC em termos nominais em dólares americanos
 - Para o desconto do fluxo anual a valor presente, adotou-se a convenção do fluxo de caixa gerado no meio do ano (em junho)¹
- Perpetuidade
 - Calculado com base no modelo de crescimento na perpetuidade de Gordon
 - Ajustes dos investimentos/depreciação, impostos, capital de giro
 - Companhias Petroquímicas: perpetuidade do fluxo de caixa ajustado com base no ciclo médio
- *Equity Value*:
 - Valor da firma menos dívida líquida (conforme definida no glossário)

Avaliação por FCD

- Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga
- Distribuidora de Prod. de Petróleo Ipiranga
- Copesul Central Química
- Ipiranga Petroquímica S.A.
- Ultrapar Participações

Fonte: Ultrapar e Deutsche Bank

Múltiplos

- Premissas básicas
 - Com base em múltiplos de EBITDA
- Transações anteriores
 - Aplicadas ao EBITDA dos últimos doze meses
- Companhias públicas comparáveis
 - Aplicados ao EBITDA de 2006, exceto para os petroquímicos, em que foi utilizada uma média de 3-5 anos (EBITDA normalizado) de acordo com o caso

Avaliação com base em múltiplos

- Ipiranga Química S.A. – transações comparáveis
- Empresa Carioca de Prod. Químicos S.A. – empresas listadas comparáveis
- Ipiranga Asfaltos – transações comparáveis
- AM/PM Comestíveis – empresas listadas comparáveis
- Isa-Sul Administração e Part. Ltda – múltiplos implícitos do FCD da DPPI

Fonte: Ultrapar e Deutsche Bank

¹ Assume-se que o fluxo de caixa da empresa é gerado homogeneamente ao longo do ano e, para fins de descontá-lo ao valor presente, assume-se que a geração de caixa ocorre no meio do ano (i.e. junho) e não no fim do ano (i.e. dezembro).

Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) e Custo do Capital Próprio (Ke) em dólares americanos nominais

Fórmulas

$$WACC = K_d * (1 - \text{tributos}) * \frac{D}{D + E} + K_e * \frac{E}{D + E}$$

$$K_e = r_{ff} + \beta(\text{ERP}) + \text{CRP}$$

(US\$ nominal)

I. Cálculo do Beta

1. Beta desalavancado ^(a)

Relação ótima dívida (D)/capital total (D+E) de longo prazo

Relação ótima capital próprio (E)/capital total (D+E) de longo prazo

IR + CS efetivo (tributos) ^(d)

2. Beta realavancado (β)

II. Cálculo do Custo de Capital

Taxa livre de risco EUA (R_{ff}) ^(e)

Prêmio de risco local (CRP) ^(f)

Taxa livre de risco no longo prazo

Prêmio de risco de mercado nos EUA (ERP) ^(g)

3. Custo do Capital Próprio (Ke)

Taxa livre de risco local no longo prazo

Spread de risco corporativo no longo prazo ^(h)

4. Custo da dívida (Kd)

5. WACC

	Companhias do Grupo Ipiranga				
	Ultrapar	CBPI	DPPI	Copesul	IPQ
0,64	0,90	0,90	0,86	0,86	
35% ^(b)	40% ^(c)	40% ^(c)	50% ^(c)	50% ^(c)	
65% ^(b)	60% ^(c)	60% ^(c)	50% ^(c)	50% ^(c)	
22%	26%	23%	33%	25%	
0,92	1,35	1,36	1,44	1,50	
4,5% a.a.	4,5% a.a.	4,5% a.a.	4,5% a.a.	4,5% a.a.	
200 p.b.	200 p.b.	200 p.b.	200 p.b.	200 p.b.	
6,5% a.a.	6,5% a.a.	6,5% a.a.	6,5% a.a.	6,5% a.a.	
7,1% a.a.	7,1% a.a.	7,1% a.a.	7,1% a.a.	7,1% a.a.	
13,0% a.a.	16,1% a.a.	16,2% a.a.	16,7% a.a.	17,2 a.a.%	
6,5% a.a.	6,5% a.a.	6,5% a.a.	6,5% a.a.	6,5% a.a.	
150 p.b.	200 p.b.	200 p.b.	200 p.b.	200 p.b.	
8,0% a.a.	8,50% a.a.	8,50% a.a.	8,50% a.a.	8,50% a.a.	
10,6% a.a.	12,2% a.a.	12,3% a.a.	11,2% a.a.	11,8% a.a.	

Nota: (a) O beta da Ultrapar é o observado e o beta das empresas do Grupo Ipiranga consiste no beta de empresas que representam cada setor em relação ao S&P500. Baseado em 2 anos de dados semanais. Para CBPI e DPPI utilizou-se Pantry Inc., Casey's General Stores, Alimentation Couche Tard Inc.². Para a Copesul e IPQ utilizou-se a Copesul, Braskem, Suzano Petroquímica, Petroquímica União, BASF e Nova Chemicals. (fonte: Bloomberg em 18 de fevereiro de 2007)

(b) Com base em companhias com perfil de risco mais conservador do que a estrutura ótima de capital para a indústria

(c) Com base nas companhias públicas comparáveis

(d) Aliquotas efetivas de Imposto de Renda e Contribuição Social, conforme fornecido pela administração das companhias. Vide material de suporte no apêndice IV.

(e) Taxa livre de risco do mercado americano da pelo retorno do título do tesouro Americano (fonte: FactSet)

(f) Prêmio de risco local com base no spread dos títulos do governo brasileiro no exterior em relação ao Título do Tesouro norte-americano equivalente (fonte: Bloomberg and JP Morgan), média do EMBI+ Brasil para os 6 meses terminados em 3 de Abril de 2007

(g) Prêmio de risco do capital (equity premium) conforme o relatório da Ibbotson de 2006

(h) Spread do risco corporativo de longo-prazo com base nas dívidas das companhias (fonte: demonstrativos das companhias)

Outras fontes: Bloomberg, Factset e Companhias

² A Pantry Inc., a Casey's General Stores, e a Alimentation Couche Tard Inc. são empresas cuja atividade principal é a atividade de distribuição de combustíveis (77%, 71% e 58% das vendas de 2006 respectivamente). A atividade de lojas de conveniência é uma atividade importante mas secundária e totalmente dependente da atividade de distribuição de combustíveis.

Premissas macroeconômicas

Economia americana	2004A	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Inflação ⁽¹⁾	1,6%	2,6%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Tesouro americano (<i>US Treasury</i>) ⁽¹⁾	4,1%	4,1%	4,7%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Economia brasileira	2004A	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
PIB – Crescimento real ⁽²⁾	4,9%	2,3%	2,9%	3,5%	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
PIB – Crescimento nominal	12,8%	9,7%	6,1%	7,4%	7,8%	7,2%	7,0%	6,9%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Crescimento da população brasileira ⁽³⁾	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%
Inflação (IPCA) ⁽¹⁾	7,6%	5,7%	3,1%	3,8%	4,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Selic (média) ⁽⁴⁾	16,2%	19,0%	15,1%	12,2%	11,1%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
CDI ⁽¹⁾	16,2%	19,0%	15,0%	12,7%	11,6%	10,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Taxa de câmbio – final do período ⁽⁵⁾	2,65	2,34	2,14	2,18	2,29	2,32	2,36	2,39	2,43	2,46	2,50	2,54	2,57
Taxa de câmbio – média ⁽⁵⁾	2,93	2,43	2,19	2,16	2,24	2,31	2,34	2,38	2,41	2,45	2,48	2,52	2,56
Desvalorização média do Real		(20,3%)	(9,9%)	(1,5%)	3,7%	3,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%

Fontes:

(1) Com base em estimativas de mercado e Deutsche Bank.

(2) Segundo a metodologia antiga do IBGE³. Segundo o IBGE de 2004 a 2006, e baseado em estimativas de mercado e Deutsche Bank para 2007 em diante.

(3) IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

(4) Consenso de mercado para 2007 e 2008 (fonte: BCB, fevereiro de 2007) e baseado em estimativas de mercado e Deutsche Bank para 2009 em diante.

(5) Consenso de mercado para 2007 e 2008 (fonte: BCB, fevereiro de 2007). Paridade do Poder de Compra (PPP) fixa entre Brasil e EUA para 2009 em diante.

³ Embora o IBGE tenha divulgado recentemente os parâmetros da nova metodologia de medição do PIB brasileiro, no momento da divulgação do Laudo ainda não estavam disponíveis projeções no mercado. Portanto, consideramos mais apropriado utilizar a metodologia antiga, cujas projeções estavam disponíveis.

Sub-seção A

Ultrapar

Ultrapar consolidado – Fluxo de caixa descontado

**Ultrapar consolida:
Ultragaz, distribuidor
líder de GLP no Brasil,
Oxiten, principal
produtor de Óxido de
Eteno e derivados na
América Latina, e
Ultracargo, uma
companhia de logística
para produtos especiais**

	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	Perp.
1. EBIT	157	163	218	239	249	251	257	286	297	347	364
Crescimento anual	n.s.	4,1%	33,2%	9,7%	4,4%	0,6%	2,4%	11,3%	3,9%	16,8%	5,0%
(-) Imposto	(37)	(38)	(47)	(51)	(53)	(54)	(56)	(64)	(67)	(77)	(80)
Taxa efetiva de IR / CS	(23,4%)	(23,5%)	(21,6%)	(21,3%)	(21,1%)	(21,5%)	(21,7%)	(22,4%)	(22,6%)	(22,1%)	(22,1%)
3, NOPLAT	120	125	171	188	197	197	201	222	230	270	284
(+) Depreciação e amortização	93	103	111	119	127	131	134	116	119	87	87
(-) Investimentos	(253)	(154)	(103)	(96)	(99)	(101)	(104)	(106)	(100)	(98)	(87)
(-) Variação do capital de giro operacional líquido	(7)	(19)	(50)	(21)	(19)	(17)	(16)	(13)	(11)	(11)	(11)
4, Fluxo de Caixa Livre da Companhia	(47)	56	129	190	206	209	215	218	238	248	272
Crescimento anual	n.s.	n.s.	130,4%	47,8%	8,3%	1,5%	3,0%	1,5%	9,0%	4,0%	n.s.

Nota: Fluxo de Caixa anual em milhões de dólares americanos

Taxa efetiva de IR / CS baseada nas alíquotas da Ultragaz, Oxiten e Ultracargo

Adotou-se um crescimento real de 3% no longo prazo correspondentes às expectativas de longo prazo para o crescimento do PIB. Tais premissas foram avaliadas em sessões de "due diligence" confirmatório com a administração das empresas e são consistentes com as expectativas de crescimento no longo prazo em cada setor.

Fonte: Com base em informações da Companhia e expectativas da administração da Ultrapar

TEV (R\$ milhões)

		Crescimento na Perpetuidade ^(a) (Modelo de Gordon)				
		2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	3,50%
W A C C	11,1%	5.073	5.207	5.352	5.509	5.680
	10,9%	5.296	5.443	5.604	5.778	5.969
	10,6%	5.537	5.700	5.879	6.072	6.285
	10,4%	5.798	5.979	6.177	6.395	6.635
	10,1%	6.083	6.285	6.507	6.751	7.022

(a) Valor Presente Líquido e perpetuidade calculados em US\$. Valores convertidos para Reais a 2,14 R\$/US\$

Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

TEV / EBITDA 2007

		Crescimento na Perpetuidade ^(a) (Modelo de Gordon)				
		2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	3,50%
W A C C	11,1%	9,5x	9,7x	10,0x	10,3x	10,6x
	10,9%	9,9x	10,2x	10,5x	10,8x	11,2x
	10,6%	10,3x	10,7x	11,0x	11,3x	11,7x
	10,4%	10,8x	11,2x	11,5x	12,0x	12,4x
	10,1%	11,4x	11,7x	12,2x	12,6x	13,1x

(a) Valor Presente Líquido e perpetuidade calculados em US\$. Valores convertidos para Reais a 2,14 R\$/US\$

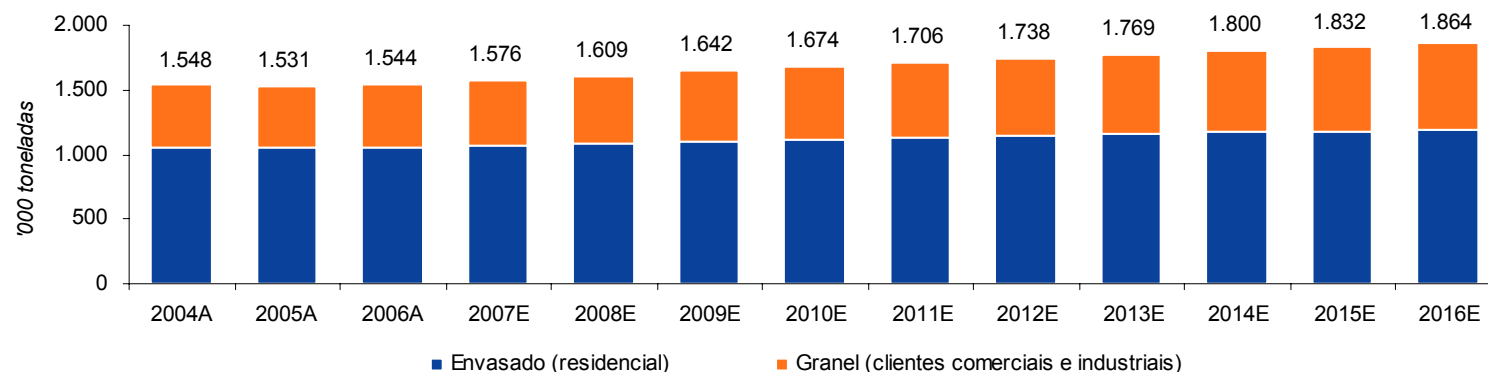
Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

Premissas – Ultragas

Principais drivers do Demonstrativo de Resultado

Os volumes de GLP envasado são baseados no crescimento da população, enquanto as vendas à granel são baseados na evolução do PIB

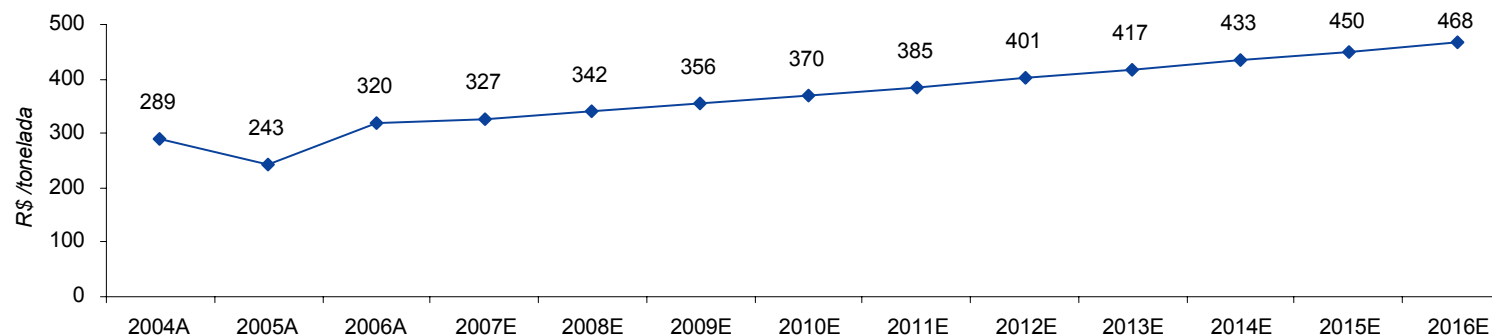
Volumes



Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

A margem bruta (caixa) por tonelada é constante, ajustada pela inflação brasileira

Margem bruta (caixa) média – por tonelada



Nota: Exclui a despesa de depreciação

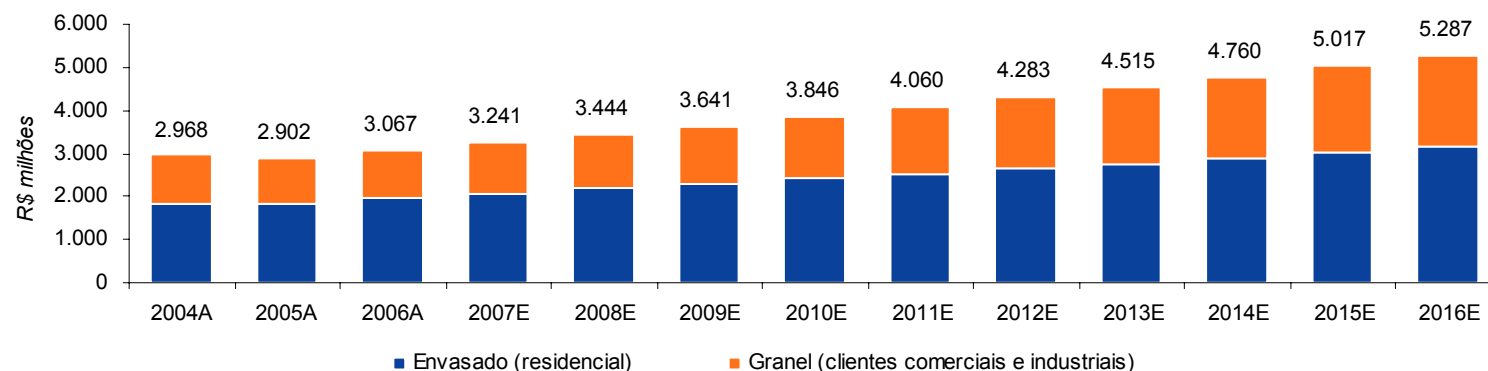
Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

Premissas – Ultragaz (continuação)

Principais drivers do Demonstrativo de Resultado

A evolução da receita líquida baseia-se no aumento dos volumes vendidos e é ajustada pela inflação

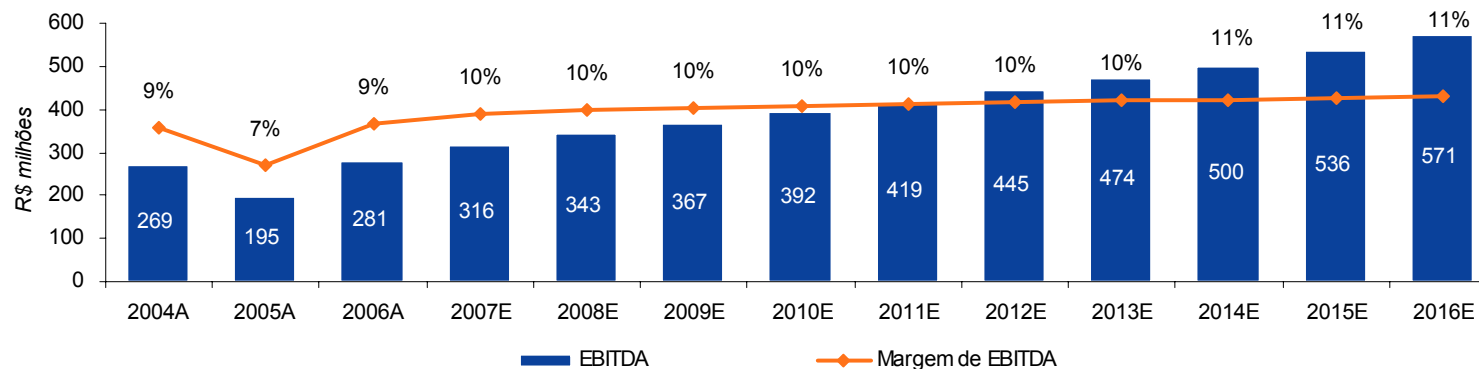
Receita Líquida



Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

As despesas com vendas são constantes como um percentual das receitas, enquanto as despesas gerais e administrativas são ajustadas pela inflação

EBITDA



Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

Premissas – Ultragaz (continuação)

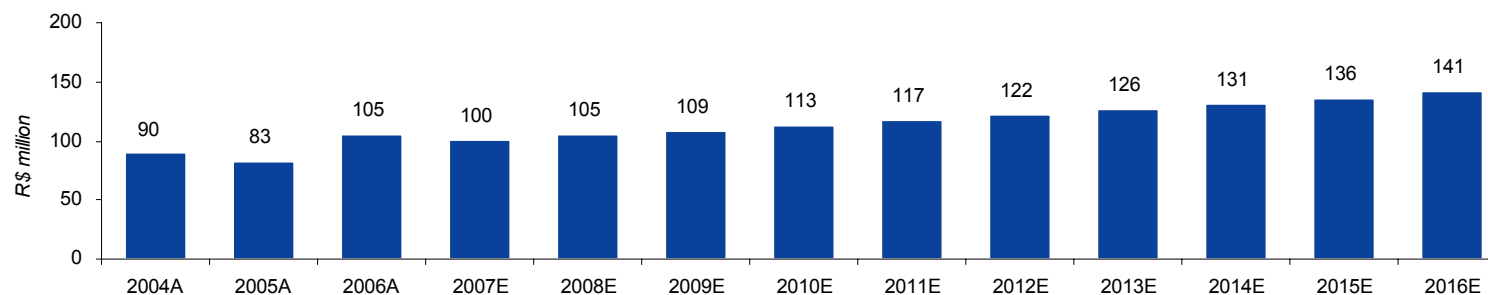
Principais drivers do Balanço Patrimonial

Os investimentos por tonelada têm como base os volumes de vendas e são ajustados pela inflação

Baseado no cronograma de depreciação do ativo imobilizado

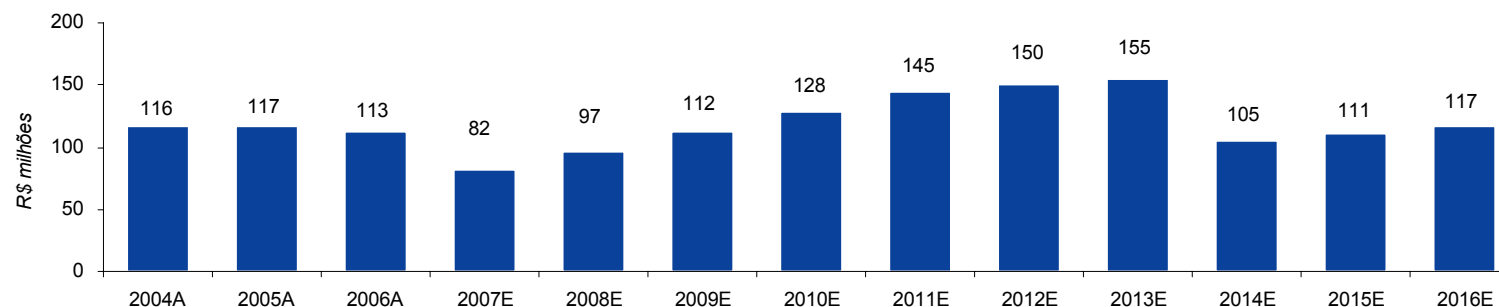
As premissas de capital de giro operacional estão em linha com os valores de 2006

Investimentos



Nota: Os investimentos não são relacionados a projetos específicos, mas foram estimados visando suportar o volume de vendas projetado.
 Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

Depreciação e amortização



Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

Varição do capital de giro operacional líquido

(R\$ milhões)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Capital de giro operacional	150,2	126,4	133,5	141,9	150,0	158,5	167,4	176,6	186,2	196,3	207,0	218,2
(+) Ativo circulante operacional	216	203	215	228	241	255	269	284	299	316	333	351
(-) Passivo circulante operacional	(65)	(77)	(81)	(87)	(91)	(97)	(102)	(107)	(113)	(119)	(126)	(132)
Varição do capital de giro operacional líquido												
(Aumento) / Redução do capital de giro operacional			(7)	(8)	(8)	(8)	(9)	(9)	(10)	(10)	(11)	(11)

Fonte: Com base em informações da Ultragaz e expectativas da administração da Ultrapar

Premissas – Oxiteno

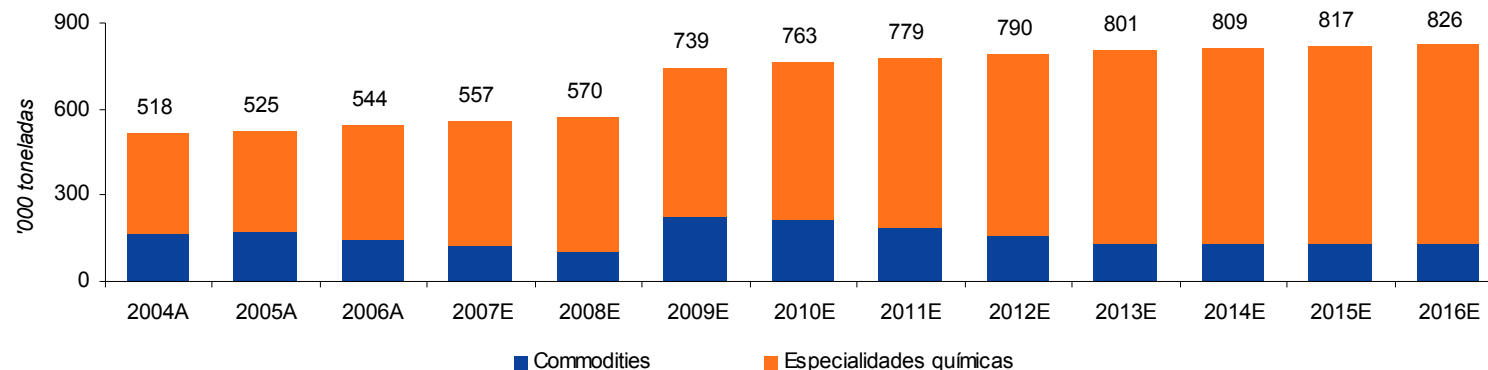
Principais drivers do Demonstrativo de Resultado

A Oxiteno atualmente passa por um processo de expansão de capacidade (a ser concluído em 2009)

A Oxiteno é focada em atender a demanda de especialidades químicas em detrimento das *commodities*, priorizando vendas no mercado brasileiro

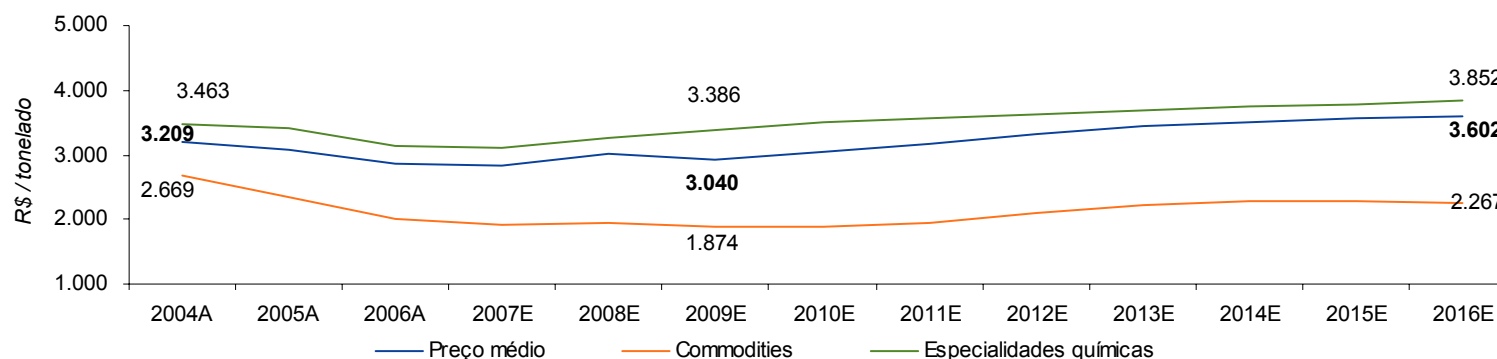
Os preços das especialidades químicas são constantes em dólares americanos, enquanto que os preços de *commodities* são baseados nos dados da CMAI projetados em dólares americanos

Volumes



Nota: Reflete a expansão de capacidade da Oxiteno em 2009, conforme informado pela Companhia em Fato Relevante
 Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

Preço médio por tonelada



Fonte: CMAI, com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

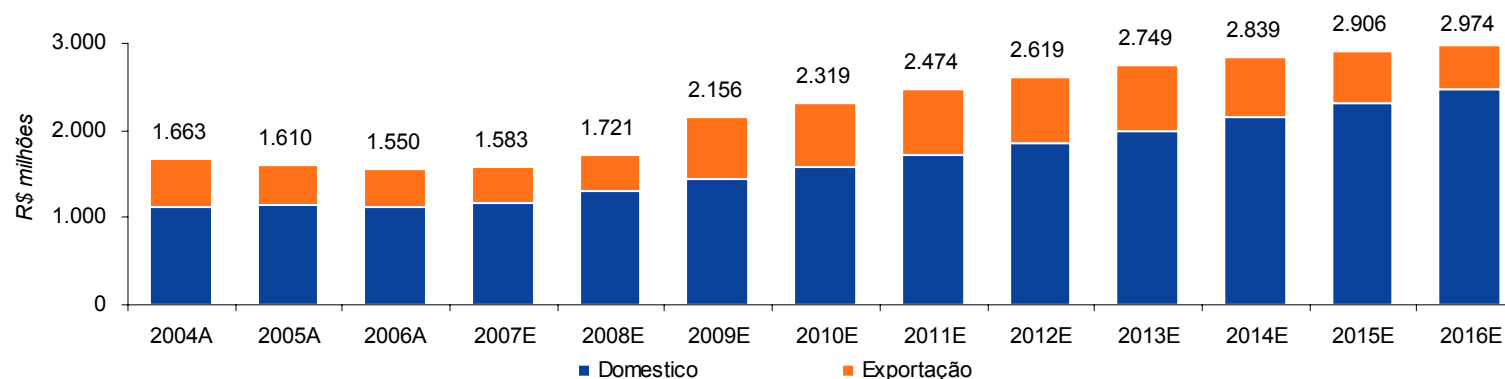
Premissas – Oxiteno (continuação)

Principais drivers do Demonstrativo de Resultado

A evolução da receita reflete as mudanças no mix de produtos e no mix geográfico e as expansões de capacidade

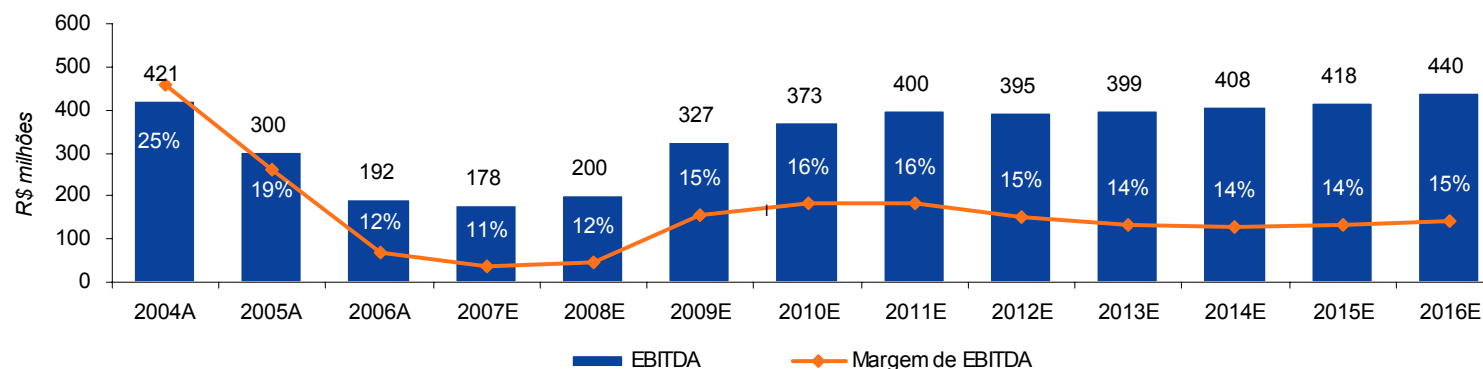
A migração da produção para especialidades químicas diminui a exposição ao ciclo petroquímico na margem de EBITDA

Receita Líquida



Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

EBITDA



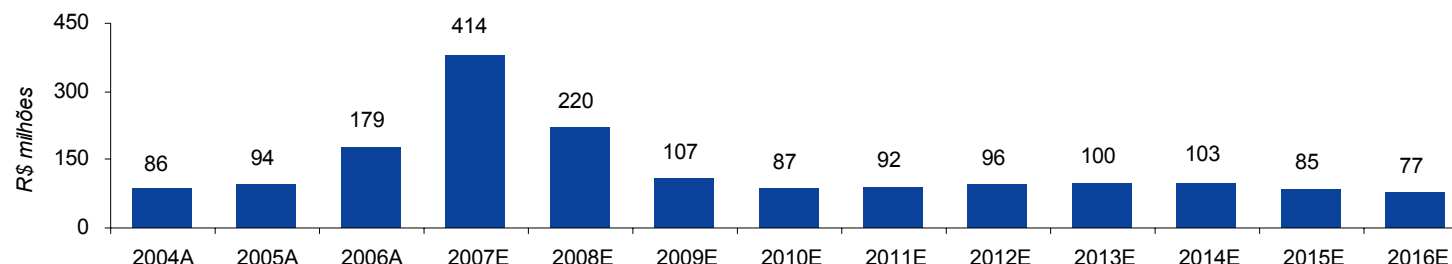
Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

Premissas – Oxiteno (continuação)

Principais drivers do Balanço Patrimonial

Os investimentos têm como base as expectativas da Ultrapar em relação ao aumento de capacidade

Investimentos de manutenção e de expansão

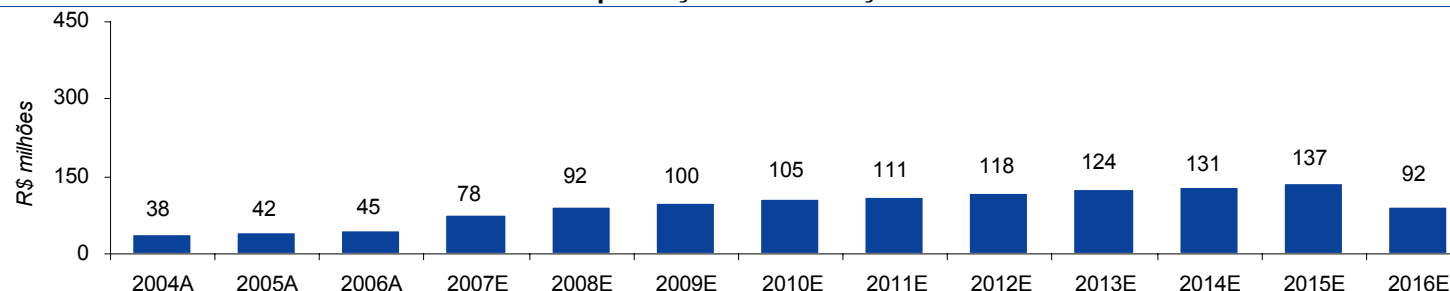


Nota: Os investimentos de 2006 a 2008 refletem projetos de investimento relevantes⁴. Os investimentos posteriores a 2009 foram estimados visando suportar o volume de vendas projetado

Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

Baseado no cronograma de depreciação do ativo imobilizado

Depreciação e amortização



Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

As premissas de capital de giro operacional estão em linha com os valores de 2006

Variação do capital de giro operacional líquido

(R\$ milhões)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Capital de giro operacional	259,5	361,2	368,0	400,0	504,5	543,7	580,0	611,8	641,0	661,7	677,3	694,2
(+) Ativo circulante operacional	352	468	478	520	651	700	747	791	830	858	878	898
(-) Passivo circulante operacional	(92)	(107)	(110)	(120)	(147)	(157)	(167)	(179)	(189)	(196)	(200)	(204)
Variação do capital de giro operacional líquido (Aumento) / Redução do capital de giro operacional			(7)	(32)	(105)	(39)	(36)	(32)	(29)	(21)	(16)	(17)

Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

⁴ Os projetos de investimento relevantes da subsidiária Oxiteno são: a expansão da produção de óxido de eteno e especialidades químicas em Camaçari, Bahia; a unidade de produção de álcoois graxos, em Camaçari, Bahia; e a expansão da capacidade de produção de óxido de eteno e especialidades químicas em Mauá, São Paulo; conforme divulgado ao mercado em fatos relevantes de 17 de agosto de 2006 e de 16 de fevereiro de 2005.

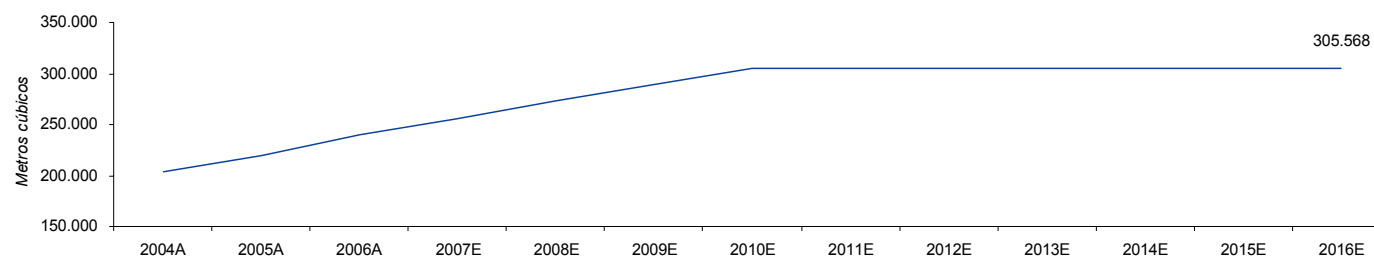
Premissas – Ultracargo

Principais *drivers* do Demonstrativo de Resultado

A utilização da capacidade instalada cresce de 78% em 2007 para 95% em 2010, conforme expectativa da administração da Ultrapar

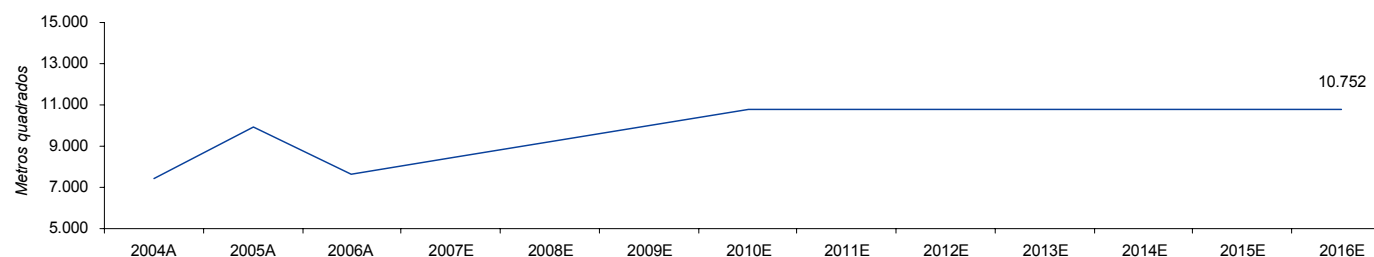
A capacidade utilizada de transporte cresce de 84% em 2007 para 95% em 2010

Armazenamento – metros cúbicos



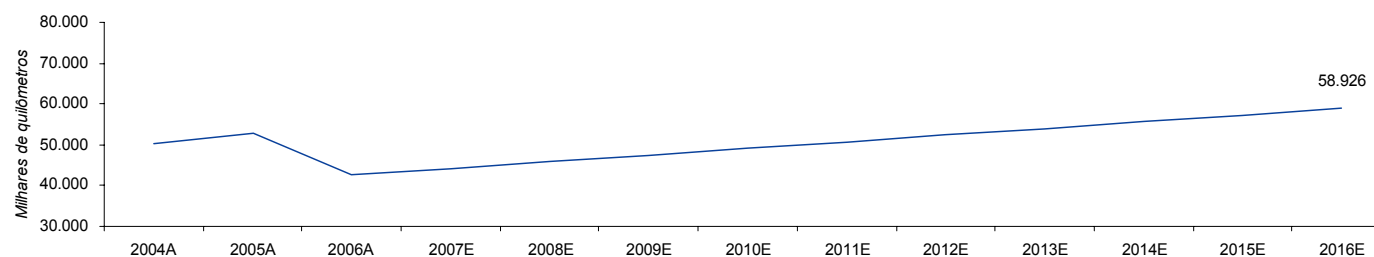
Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

Armazenamento – metros quadrados



Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

Transporte – milhares de quilômetros



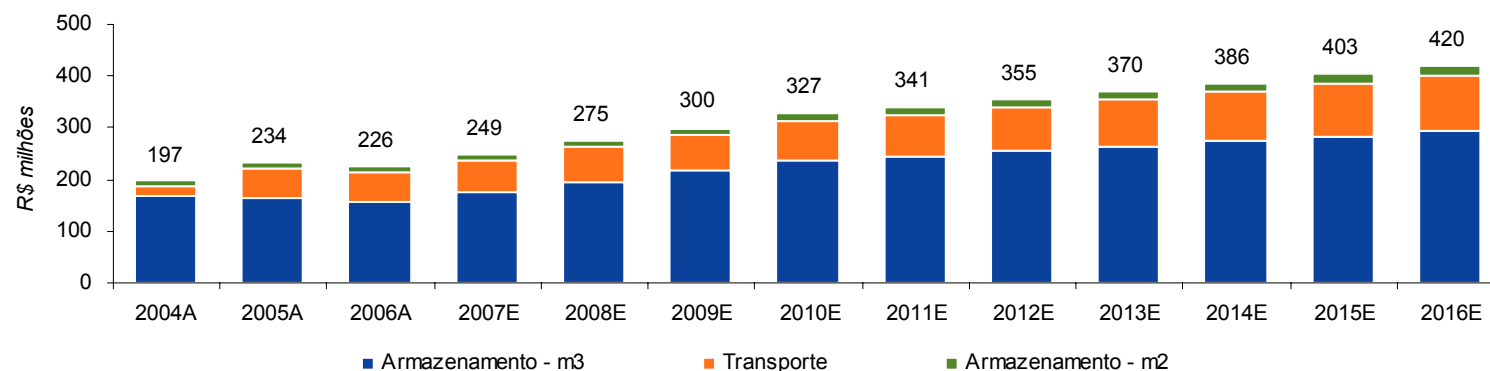
Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

Premissas – Ultracargo (continuação)

Principais drivers do Demonstrativo de Resultado

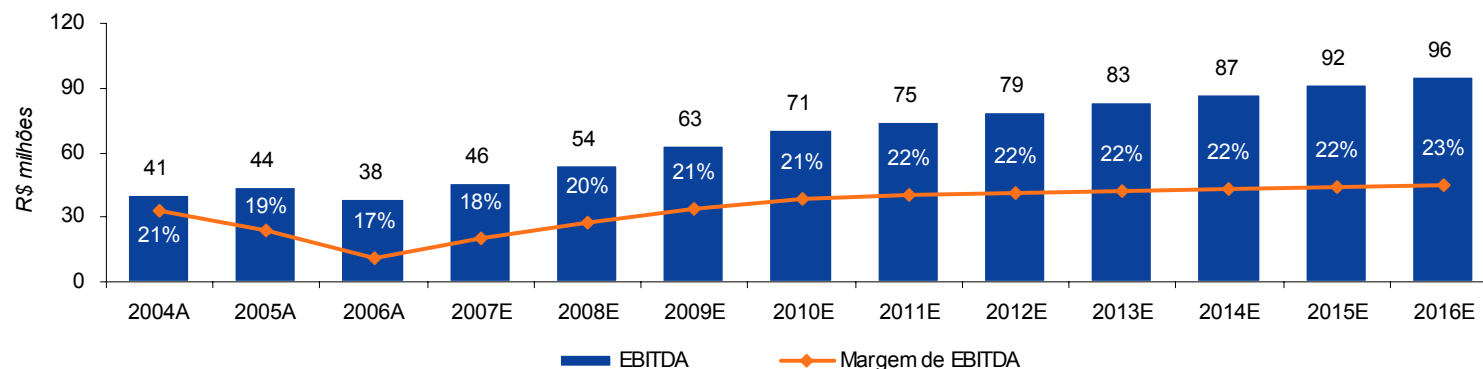
A receita líquida cresce como resultado do aumento no volume e inflação sobre os preços

Receita Líquida



Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

EBITDA



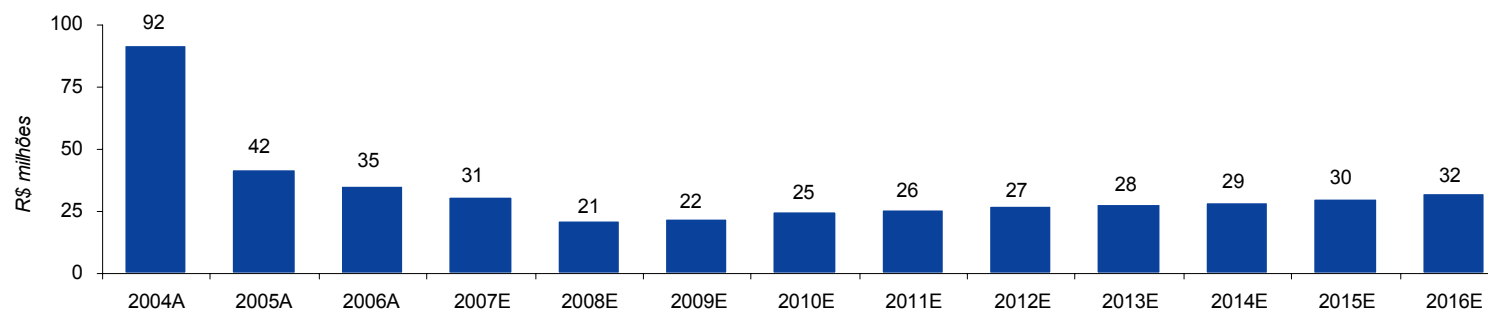
Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

Premissas – Ultracargo (continuação)

Principais drivers do Balanço Patrimonial

Aumento de capacidade entre 2004 e 2006

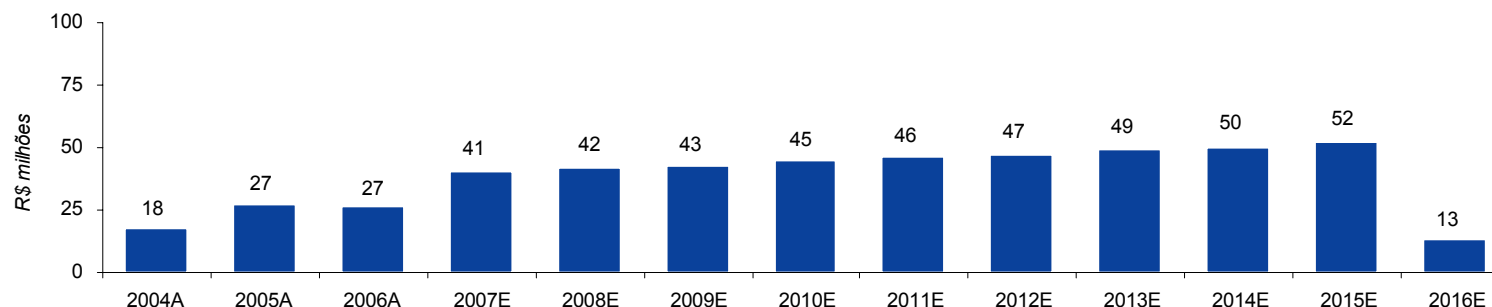
Investimentos



Nota: Os investimentos não são relacionados a projetos específicos, mas foram estimados visando suportar o volume de vendas projetado
 Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

Baseado no cronograma de depreciação do ativo imobilizado

Depreciação e amortização



Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

As premissas de capital de giro operacional estão em linha com os valores de 2006

Varição do capital de giro operacional líquido

(R\$ milhões)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Capital de giro operacional	14,0	16,1	17,7	19,4	21,1	22,9	23,9	24,9	26,0	27,1	28,2	29,5
(+) Ativo circulante operacional	33	35	38	42	46	50	52	54	57	59	62	64
(-) Passivo circulante operacional	(19)	(19)	(20)	(23)	(25)	(27)	(28)	(29)	(31)	(32)	(33)	(35)
Varição do capital de giro operacional líquido												
(Aumento) / Redução do capital de giro operacional			(2)	(2)	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)

Fonte: Com base em informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar

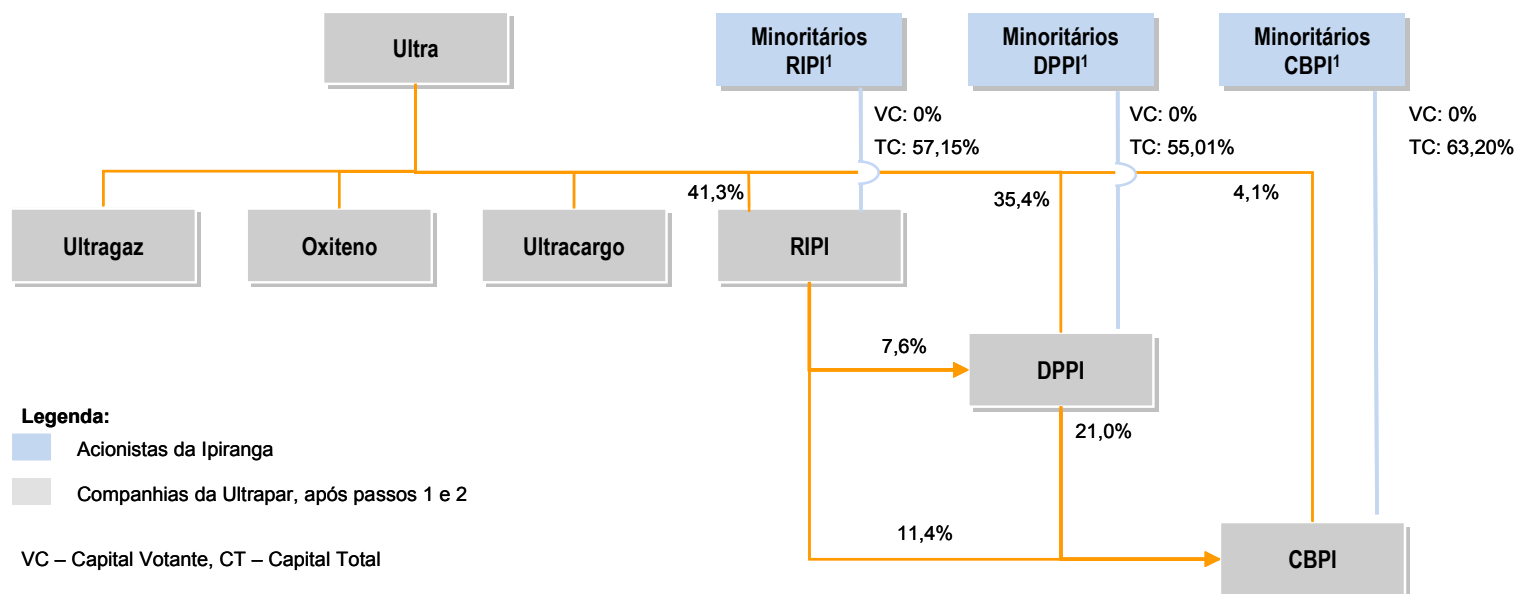
Sub-seção B

Ultrapar anteriormente à incorporação das ações

Ultrapar anteriormente à incorporação das ações

Após concluir a aquisição do bloco de controle (passo 1) e realizar uma oferta para compra das ações dos outros acionistas com direito a voto (passo 2), a Ultrapar terá adquirido 41,3% da RIPI, 35,4% da DPPI, e 4,1% da CBPI

A Ultrapar irá desembolsar R\$876 milhões nos passos 1 e 2



Legenda:

- Acionistas da Ipiranga
- Companhias da Ultrapar, após passos 1 e 2

VC – Capital Votante, CT – Capital Total

Notas: Assume a aquisição da totalidade das ações ONs
(1) Acionistas PN apenas

Participação na holding vs. Participação na Companhia operacional

- Após concluir os passos 1 e 2, a Ultrapar terá adquirido 41,3% da RIPI, 35,4% da DPPI, e 4,1% da CBPI
- A Ultrapar irá dispendar R\$876 milhões nos passos 1 e 2
- Essas participações equivalem a 41,3% da refinaria, 38,5% do negócio de distribuição da DPPI, e 16,9% do negócio de distribuição da CBPI

(R\$ milhões)		TEV ⁽⁵⁾	Equity value
Ativos adquiridos pela Ultrapar		591	497
Refinaria ⁽¹⁾	41,3%	1	(10)
Distribuição DPPI ⁽²⁾	38,5%	272	290
Distribuição CBPI ⁽³⁾	16,9%	315	217
CBPI EMCA ⁽⁴⁾	16,9%	3	0

- (1) Inclui somente 1/3 da Refinaria
- (2) Inclui ISA-Sul
- (3) Inclui distribuição da CBPI e lojas AM/PM no Sul e no Sudeste
- (4) Assume que a Petrobrás irá pagar com caixa por 100% de sua participação e que não assume dívidas da CBPI
- (5) Representa a parcela da Ultrapar nos ativos adquiridos

	Participação na S.A.	Participação na Cia Operacional	
Ipiranga S.A.	41,3%	41,3%	Refinaria
RIPI S.A.	41,3%	41,3%	
DPPI S.A.	35,4%	38,5%	Distribuição DPPI
CBPI S.A.	4,1%	16,9%	Distribuição CBPI

Nota: Em Participação na Cia. Operacional, considerou-se as participações diretas e indiretas das companhias nos ativos em questão, conforme indicado no quadro
Fonte: Informações públicas da companhia

Sub-seção C

Distribuição de combustíveis – CBPI

CBPI – Fluxo de caixa descontado

CBPI: distribuidor de combustíveis com operações em todo o Brasil, exceto no Rio Grande do Sul, Roraima e Amapá

Adicionalmente ao negócio de distribuição, a CBPI consolida os resultados da AM/PM, IASA e EMCA, totalizando o TEV de R\$2.764 milhões (vide pág. 61)

	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	Perp.
1. EBIT	90	106	122	142	164	251	268	298	340	361	379
Crescimento anual	n.s.	18,3%	14,7%	16,5%	15,7%	52,6%	6,9%	11,0%	14,1%	6,3%	5,1%
(-) Impostos	(23)	(27)	(31)	(36)	(42)	(64)	(69)	(76)	(87)	(93)	(97)
Taxa efetiva de IR / CS	(25,6%)	(25,6%)	(25,6%)	(25,6%)	(25,6%)	(25,6%)	(25,6%)	(25,6%)	(25,6%)	(25,6%)	(25,6%)
3. NOPLAT	67	79	91	106	122	187	200	222	253	269	282
(+) Depreciação e amortização	41	47	52	60	69	78	86	84	73	84	83
(-) Investimentos	(74)	(63)	(91)	(116)	(134)	(98)	(105)	(127)	(144)	(137)	(130)
(-) Variação do capital de giro operacional líquido	(8)	(46)	(55)	(58)	(61)	(37)	(50)	(51)	(52)	(59)	(61)
4. Fluxo de Caixa Livre para a Companhia	27	17	(3)	(8)	(4)	130	131	128	130	156	174
Crescimento anual	n.s.	(37,9%)	(120,4%)	125,6%	(43,1%)	n.s.	0,4%	(1,8%)	1,1%	20,1%	n.s.

Notas: Fluxo de Caixa anual em milhões de dólares americanos

Fluxo de caixa na perpetuidade reflete um aumento do volume de vendas de 3% em relação a 2016. Adotou-se um crescimento real de 3% no longo prazo correspondentes às expectativas de longo prazo para o crescimento do PIB. Tais premissas foram avaliadas em sessões de "due diligence" confirmatório com a administração das empresas e são consistentes com as expectativas de crescimento no longo prazo em cada setor.

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

TEV (R\$ milhões)

		Crescimento na Perpetuidade ^(a) (Modelo de Gordon)				
		2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	3,50%
W A C C	12,7%	2.177	2.198	2.220	2.244	2.269
	12,4%	2.269	2.292	2.317	2.344	2.373
	12,2%	2.366	2.393	2.421	2.452	2.485
	11,9%	2.471	2.501	2.533	2.568	2.606
	11,7%	2.583	2.617	2.654	2.694	2.737

(a) Valor Presente Líquido e perpetuidade calculados em US\$. Valores convertidos para Reais a 2,14 R\$/US\$

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

TEV / EBITDA 2007

		Crescimento na Perpetuidade ^(a) (Modelo de Gordon)				
		2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	3,50%
W A C C	12,7%	7,8x	7,8x	7,9x	8,0x	8,1x
	12,4%	8,1x	8,2x	8,2x	8,3x	8,4x
	12,2%	8,4x	8,5x	8,6x	8,7x	8,8x
	11,9%	8,8x	8,9x	9,0x	9,1x	9,3x
	11,7%	9,2x	9,3x	9,4x	9,6x	9,7x

(a) Valor Presente Líquido e perpetuidade calculados em US\$. Valores convertidos para Reais a 2,14 R\$/US\$

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

Premissas – CBPI

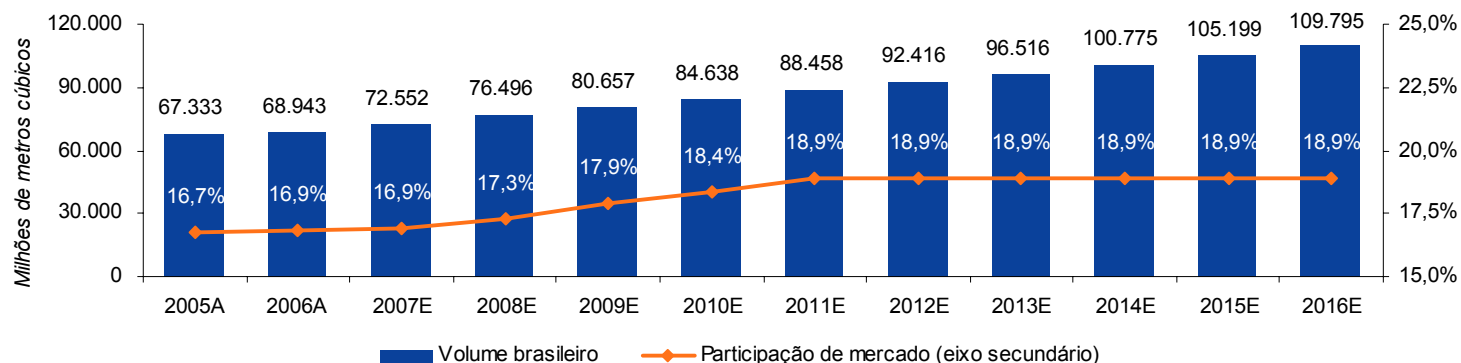
Principais drivers do Demonstrativo de Resultado

Os volumes de gasolina e álcool no mercado brasileiro foram projetados a partir da regressão entre o número de veículos no Brasil e o PIB per capita, e do consumo por veículo

O volume de diesel no mercado brasileiro foi projetado a partir da regressão do volume de diesel e o crescimento do PIB

Assume que a média ponderada da margem de contribuição da gasolina e do álcool são constantes em Reais

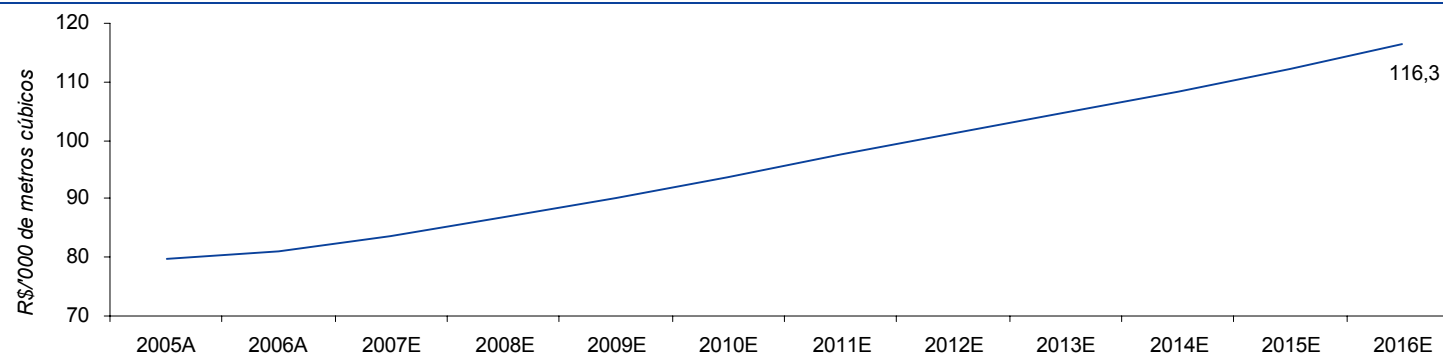
Volume dos principais produtos no mercado brasileiro de combustíveis e market share da CBPI ^(a)



Nota: Principais produtos: Gasolina, álcool e diesel

Fonte: Com base em informações da companhia e do consultor de mercado Jose Magro, confirmadas pela administração da Ipiranga⁵

Margem bruta composta por mil metros cúbicos



Nota: Margem bruta por metros cúbicos ajustada pela inflação brasileira

Fonte: Com base em informações da companhia e do consultor de mercado Jose Magro, confirmadas pela administração da Ipiranga

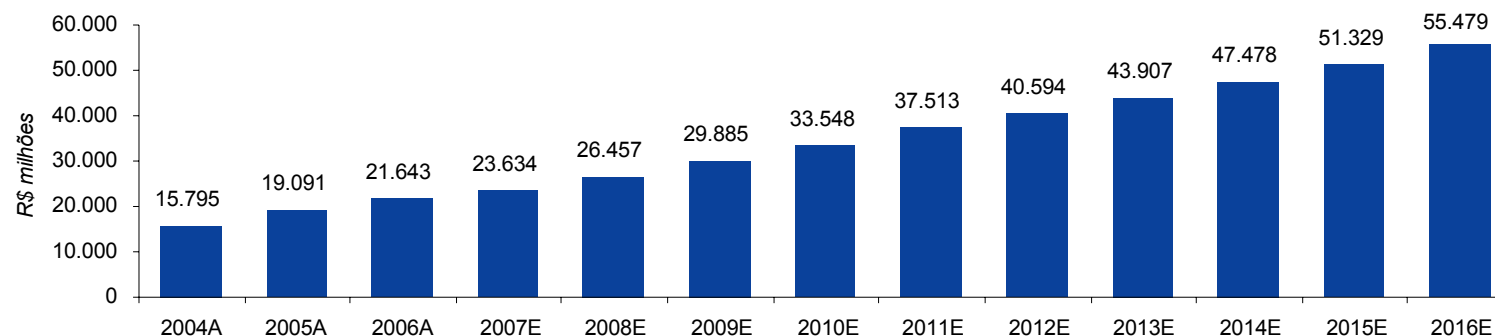
⁵ A CBPI tem como um de seus objetivos o aumento de participação de mercado e a sua administração acredita que há real oportunidade para fazê-lo. Essa premissa foi verificada em "due diligence" confirmatório, e é corroborada pelo fato da CBPI ter ganho 2 (dois) pontos percentuais de mercado de 2001 a 2005, segundo a Agência Nacional do Petróleo - ANP. No entanto, o consultor de mercado contratado apontou que um aumento de mercado de 2 (dois) pontos percentuais nos próximos anos seria factível se acompanhado dos investimentos em ativos e gastos com marketing necessários para suportar esse crescimento. Estima-se que a participação de mercado da CBPI fique estável por volta de 18.9% a partir de 2012, quando as receitas da CBPI crescerão no ritmo do mercado, por volta de 8% ao ano. Um crescimento superior a este, que lhe proporcionaria aumento de market share, demandaria elevados investimentos e não estaria em linha com o provável aumento de competição em um mercado caracterizado por 5 fortes concorrentes (que hoje possuem aproximadamente 70% do mercado) e inúmeros outros atuantes.

Premissas – CBPI (continuação)

Principais drivers do Demonstrativo de Resultado

A receita líquida cresce em função do aumento de market share e da margem bruta por produto

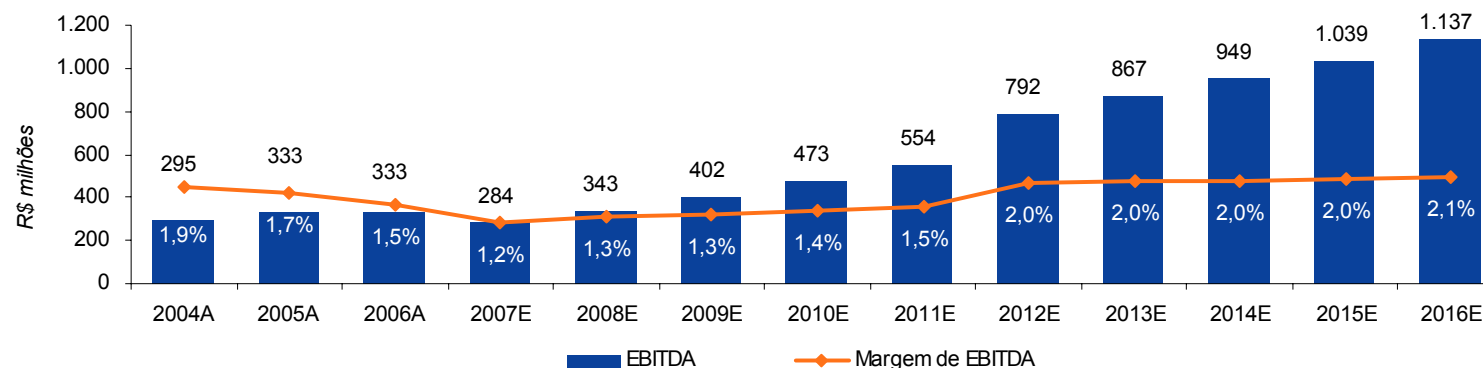
Receita Líquida



Fonte: Com base em informações da companhia e do consultor de mercado Jose Magro, confirmadas pela administração da Ipiranga

A margem de EBITDA entre 2008-2011 é afetada pelas despesas com vendas relacionadas ao aumento de market share, estabilizando de 2012 a 2016

EBITDA



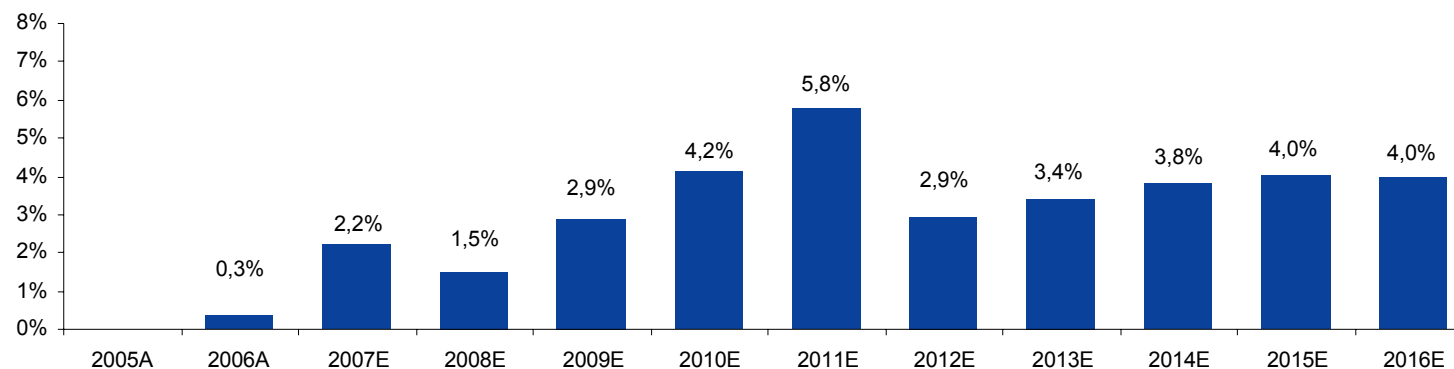
Fonte: Com base em informações da companhia e do consultor de mercado Jose Magro, confirmadas pela administração da Ipiranga

Premissas – CBPI (continuação)

Principais drivers do Demonstrativo de Resultado

A CBPI aumentará sua rede em aproximadamente 3,2% ao ano, para atender ao aumento de volume de vendas de combustíveis e do aumento de 2 p.p. no market share

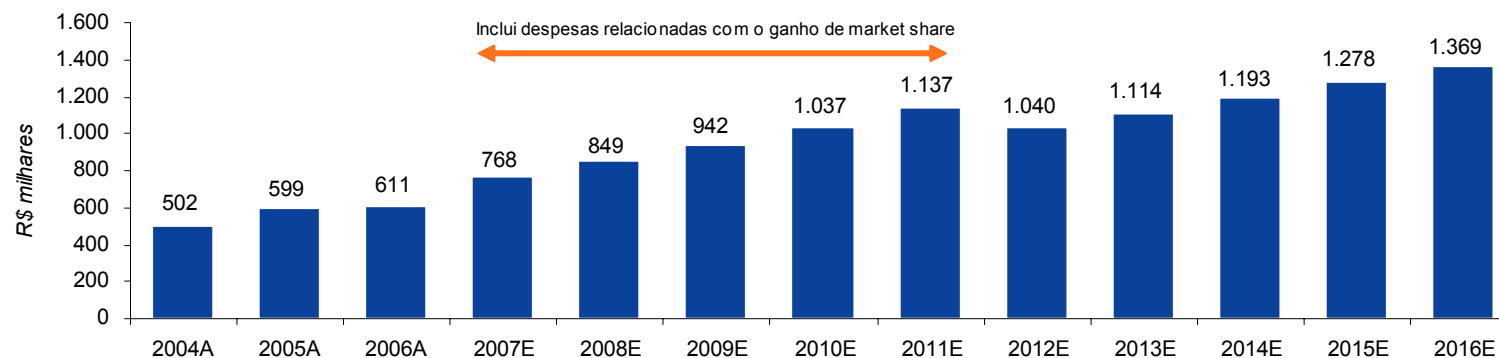
Crescimento anual em números de postos



Fonte: Com base em informações da companhia e do consultor externo, confirmadas pela administração da Ipiranga

As despesas com vendas aumentam entre 2007 e 2011 para suportar a estratégia de aumento de market share da CBPI

Despesas com vendas, gerais e administrativas



Nota: Exclui depreciação, amortização e custos relativos ao Conselho de Administração

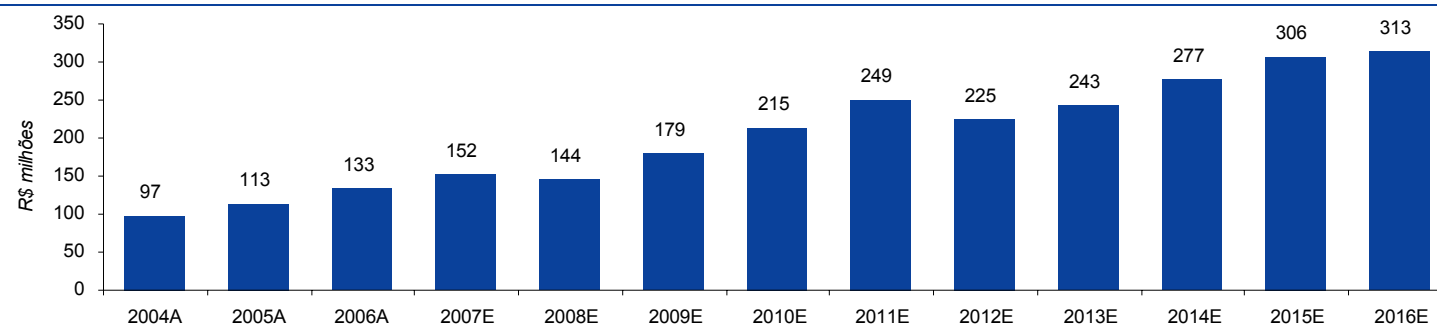
Fonte: Com base em informações da companhia e do consultor de mercado Jose Magro, confirmadas pela administração da Ipiranga

Premissas – CBPI (continuação)

Principais drivers do Balanço Patrimonial

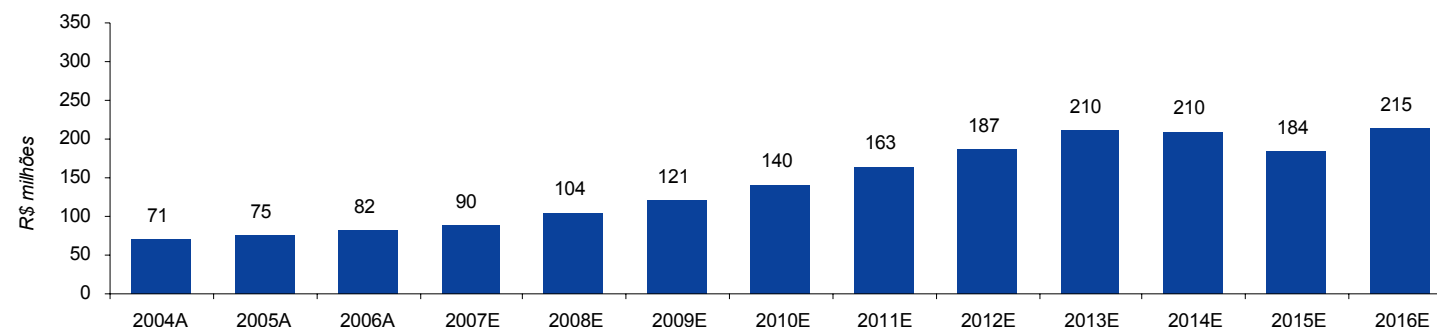
Os investimentos foram projetados com base no número de novas postos necessários ao aumento de participação de mercado e investimentos em renovação da rede

Parcela da CBPI nos investimentos em expansão e manutenção



Nota: Os investimentos não são relacionados a projetos específicos, mas foram estimados visando suportar o volume de vendas projetado. Representa 50% do desembolso de capital, exclui fluxo de financiamento de investimentos dos operadores de postos de gasolina.
 Fonte: Com base em informações da companhia e do consultor externo, confirmadas pela administração da Ipiranga

Depreciação e amortização



Fonte: Com base em informações da companhia e do consultor de mercado Jose Magro, confirmadas pela administração da Ipiranga

As premissas de capital de giro operacional estão em linha com os valores de 2006

Varição do capital de giro operacional líquido

(R\$ milhões)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Capital de giro operacional	671	872	889	992	1.119	1.253	1.399	1.487	1.608	1.734	1.863	2.015
(+) Ativo circulante operacional	1.342	1.491	1.681	1.882	2.126	2.386	2.668	2.888	3.123	3.377	3.651	3.947
(-) Passivo circulante operacional	671	618	792	890	1.007	1.133	1.270	1.401	1.515	1.644	1.788	1.931
Varição do capital de giro operacional líquido												
(Aumento) / Redução do capital de giro operacional			(17)	(103)	(127)	(135)	(145)	(88)	(122)	(125)	(130)	(152)

Fonte: Com base em informações da companhia e do consultor de mercado Jose Magro, confirmadas pela administração da Ipiranga

Sub-seção D

Distribuição de combustíveis – DPPI

DPPI – Fluxo de caixa descontado

DPPI: distribuidor de combustíveis em 2 estados no Sul do Brasil

Isa-Sul, 100% controlada pela DPPI, possui 152 postos de gasolina na região da DPPI. A Isa-Sul foi avaliada com base no múltiplo de TEV / EBITDA 2006 da DPPI

A Isa-Sul foi avaliada em R\$140 milhões, com base nos números de 2006 (vide pg. 61e 83)

A parte operacional da DPPI foi avaliada em R\$706 milhões, (US\$330 milhões), a qual inclui R\$566 milhões relativo a DPPI (ex-Isa Sul) mais R\$140 milhões relativos à Isa-Sul

	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	Perp.
1. EBIT	29	34	35	37	39	41	44	48	55	58	63
Crescimento anual	n.s.	14,3%	4,5%	6,5%	4,6%	5,3%	5,5%	11,2%	13,6%	4,8%	9,2%
(-) Impostos	(7)	(8)	(8)	(9)	(9)	(9)	(10)	(11)	(13)	(13)	(14)
Taxa efetiva de IR / CS	(22,8%)	(22,8%)	(22,8%)	(22,8%)	(22,8%)	(22,8%)	(22,8%)	(22,8%)	(22,8%)	(22,8%)	(22,8%)
3. NOPLAT	23	26	27	29	30	32	34	37	42	44	49
(+) Depreciação e amortização	8	9	10	10	11	12	13	11	8	9	19
(-) Investimentos	(15)	(8)	(6)	(11)	(8)	(13)	(12)	(12)	(12)	(9)	(19)
(-) Variação do capital de giro operacional líquido	(12)	(13)	(13)	(12)	(10)	(11)	(11)	(12)	(12)	(13)	(14)
4. Fluxo de Caixa Livre para a Companhia	5	14	18	17	23	20	23	25	27	31	35
Crescimento anual	n.s.	199,4%	28,0%	(6,2%)	38,7%	(12,7%)	14,0%	6,4%	7,7%	18,4%	n.s.

Notas: Fluxo de Caixa anual em milhões de dólares americanos

Fluxo de caixa na perpetuidade reflete um aumento do volume de vendas de 3% em relação a 2016. Adotou-se um crescimento real de 3% no longo prazo correspondentes às expectativas de longo prazo para o crescimento do PIB. Tais premissas foram avaliadas em sessões de "due diligence" confirmatório com a administração das empresas e são consistentes com as expectativas de crescimento no longo prazo em cada setor.

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

TEV (R\$ milhões)

		Crescimento na Perpetuidade ^(a) (Modelo de Gordon)				
		2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	3,50%
W A C C	12,8%	514	520	526	532	539
	12,6%	532	538	545	552	560
	12,3%	551	558	566	574	582
	12,1%	572	579	588	597	606
	11,8%	593	602	611	621	632

(a) Valor Presente Líquido e perpetuidade calculados em US\$. Valores convertidos para Reais a 2,14 R\$/US\$

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

TEV / EBITDA 2007

		Crescimento na Perpetuidade ^(a) (Modelo de Gordon)				
		2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	3,50%
W A C C	12,8%	6,4x	6,5x	6,5x	6,6x	6,7x
	12,6%	6,6x	6,7x	6,8x	6,9x	7,0x
	12,3%	6,9x	6,9x	7,0x	7,1x	7,2x
	12,1%	7,1x	7,2x	7,3x	7,4x	7,5x
	11,8%	7,4x	7,5x	7,6x	7,7x	7,9x

(a) Valor Presente Líquido e perpetuidade calculados em US\$. Valores convertidos para Reais a 2,14 R\$/US\$

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

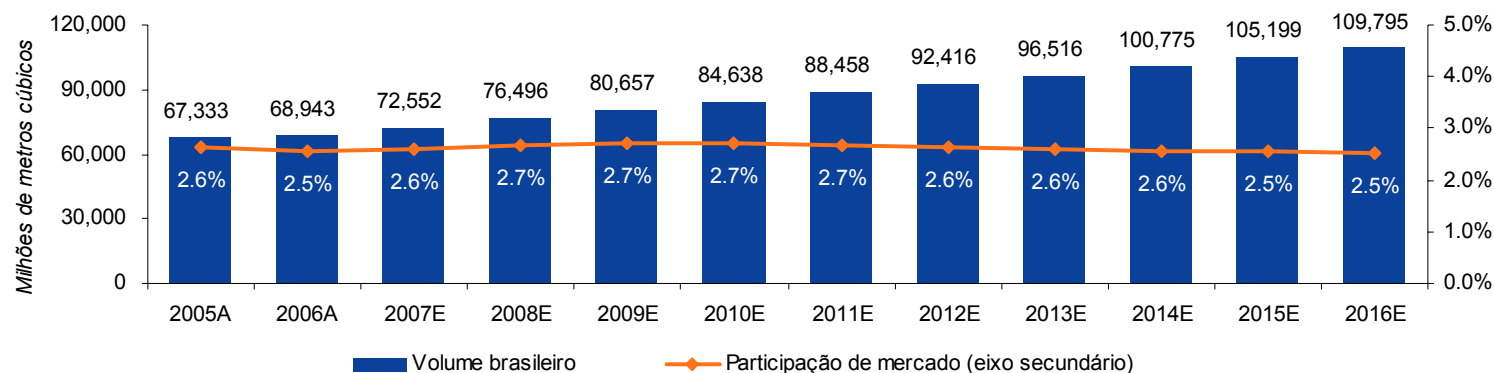
Premissas – DPPI

Principais drivers do Demonstrativo de Resultado

Os volumes de gasolina e álcool no mercado brasileiro foram projetados a partir da regressão entre o número de veículos no Brasil e o PIB per capita, e do consumo por veículo

O volume de diesel no mercado brasileiro foi projetado a partir da regressão do volume de diesel e o crescimento do PIB
Dada a forte presença em seu mercado, a DPPI apresenta pequena flutuação de market share

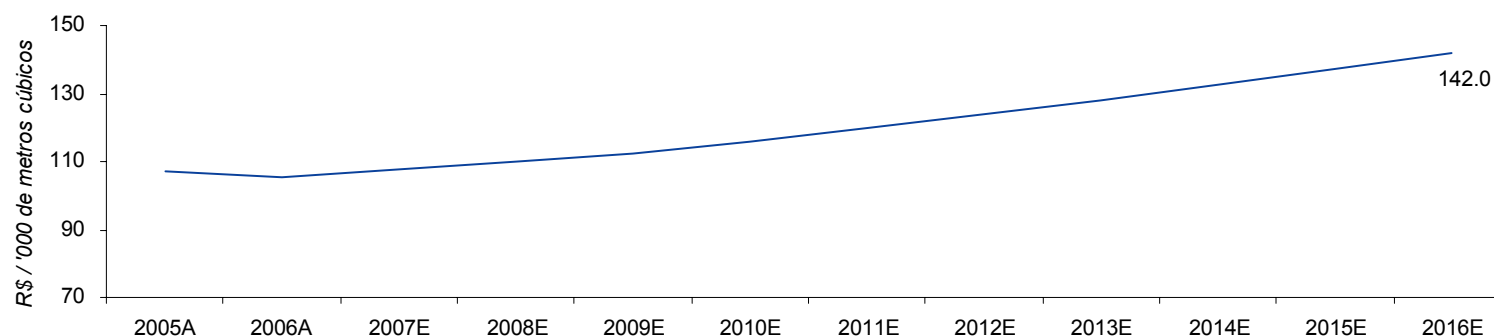
Volume dos principais produtos^(a) no mercado brasileiro de combustíveis e market share da DPPI



(a) Principais produtos: Gasolina, álcool e diesel

Fonte: Com base em informações da companhia e do consultor de mercado Jose Magro, confirmadas pela administração da Ipiranga⁶

Margem bruta composta por mil metros cúbicos



Nota: Margem bruta por metros cúbicos ajustada pela inflação brasileira

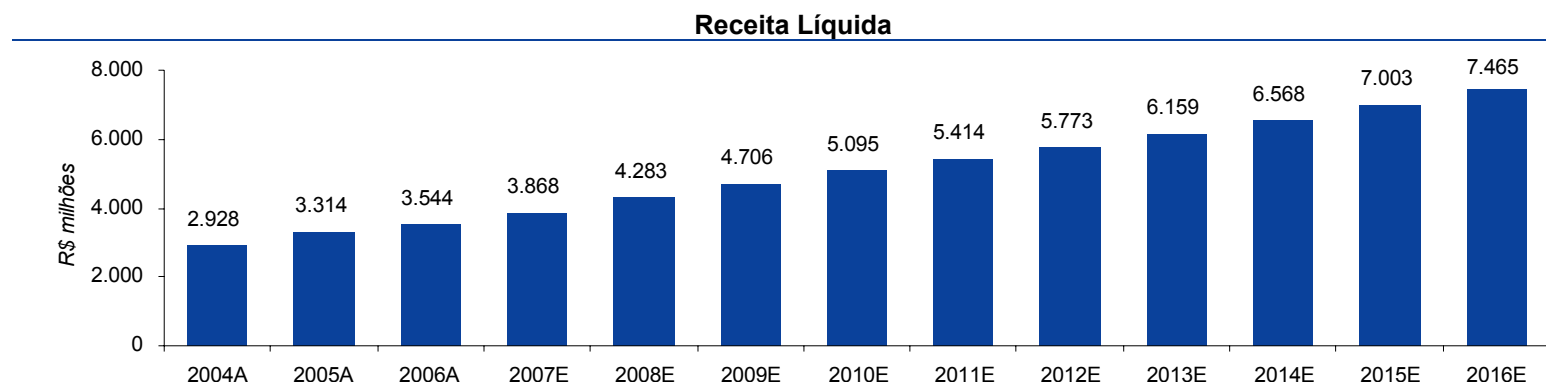
Fonte: Com base em informações da companhia e do consultor de mercado Jose Magro, confirmadas pela administração da Ipiranga

⁶ A participação de mercado da DPPI é aproximadamente constante porque a DPPI é uma empresa líder no mercado em que atua e sua participação de mercado na sua área relevante – Rio Grande do Sul e Santa Catarina – já é elevada, estando por volta de 35% (trinta e cinco por cento). Nacionalmente, a DPPI reduziu sua participação de mercado de 2.9% em 2001 para 2.6% em 2005 segundo a Agência Nacional do Petróleo - ANP. Seguimos as recomendações do consultor de mercado, as quais foram confirmadas pela DPPI em "due diligence" confirmatório, de que, em função de sua liderança na região em que atua, e em linha com seu histórico recente, a DPPI tenderia a manter sua posição de mercado, podendo até mesmo perder um pouco de participação de mercado no longo prazo em função de um possível crescimento da competição no seu mercado relevante.

Premissas – DPPI (continuação)

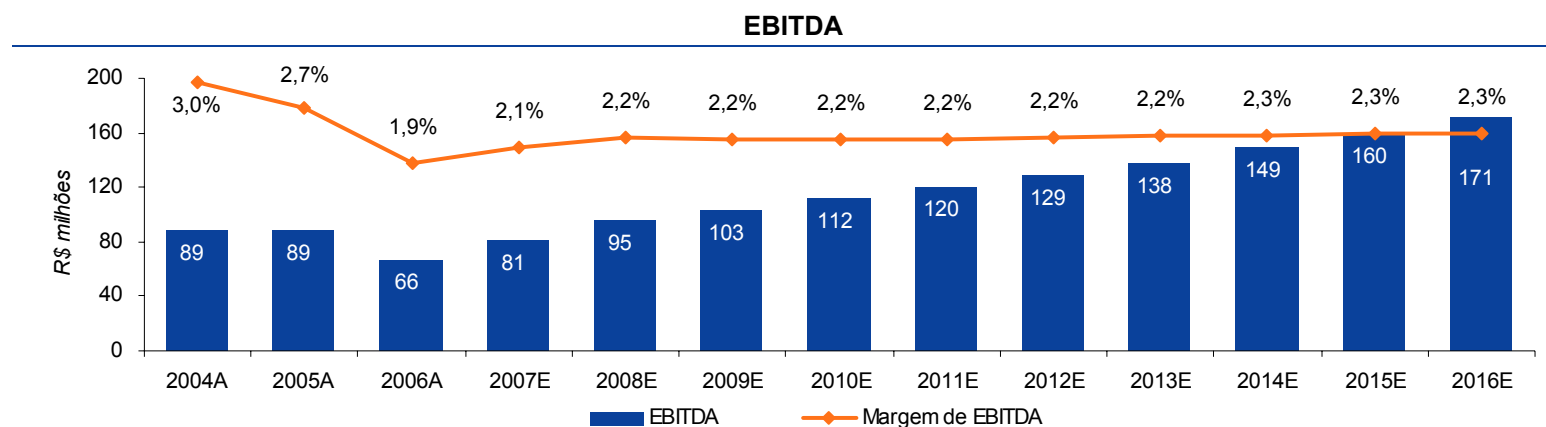
Principais drivers do Demonstrativo de Resultado

A receita líquida foi projetada a partir dos volumes e da margem de contribuição por produto



Fonte: Com base em informações da companhia e do consultor de mercado Jose Magro, confirmadas pela administração da Ipiranga

A margem de EBITDA projetada apresenta melhora em relação a 2006



Nota: As projeções apresentadas representam melhora significativa em relação ao ano 2006, uma vez que se espera que a atividade agrícola volte a normalidade, e o governo, em conjunto com outras partes interessadas, tome medidas para combater as irregularidades que se aprofundaram em 2006, estando essa última premissa refletida em nossas projeções através de uma recuperação mais significativa das margens do álcool. No entanto, segundo o consultor de mercado, e confirmado pela administração da companhia em "due diligence" confirmatório, as margens não tendem a voltar aos níveis apresentados em 2005, não só em função das dificuldades pelas quais passa a economia do Rio Grande do Sul, notadamente o impacto do real valorizado sobre a indústria exportadora e as quebras de safra recentes, mas também da percepção de um acirramento da competição no setor de distribuição de combustíveis, imposta pelas demais distribuidoras, que buscam aumentar suas participações de mercado nessa região.

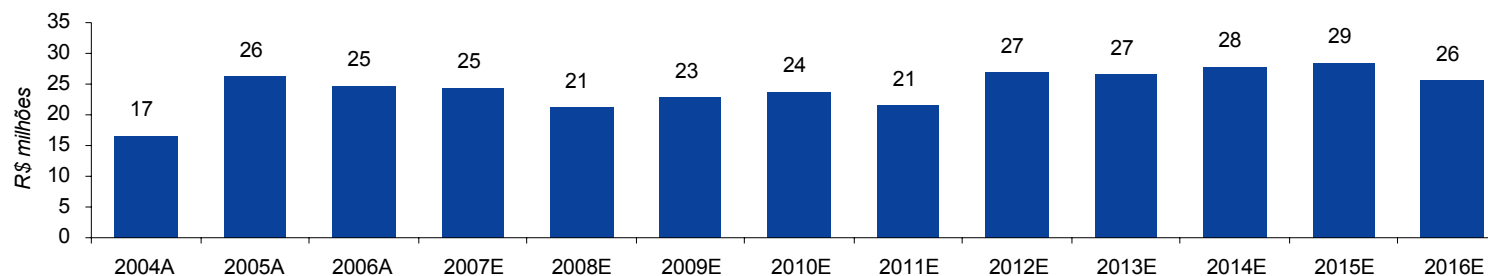
Fonte: Com base em informações da companhia e do consultor de mercado Jose Magro, confirmadas pela administração da Ipiranga

Premissas – DPPI (continuação)

Principais drivers do Balanço Patrimonial

Os investimentos foram projetados com base no número de novas postos necessários à manutenção de participação de mercado e investimentos em renovação da rede

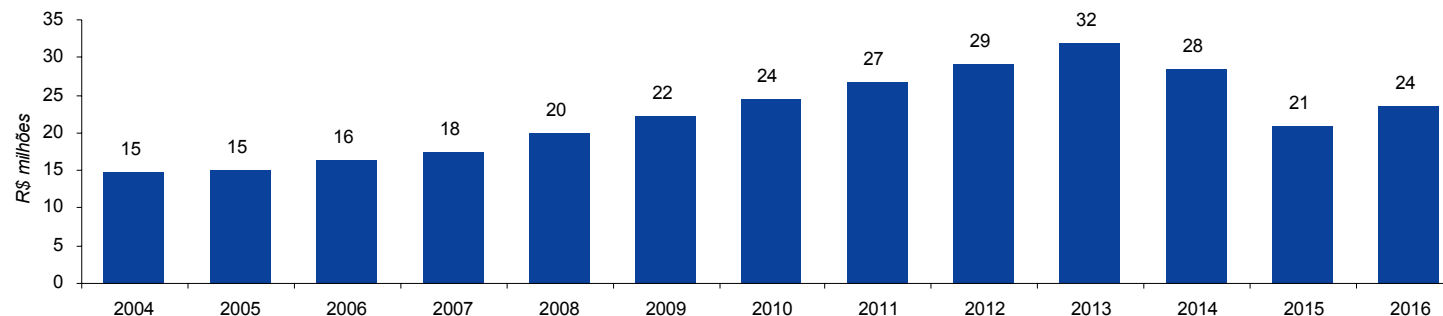
Parcela da DPPI nos investimentos em expansão e manutenção



Nota: Os investimentos não são relacionados a projetos específicos, mas foram estimados visando suportar o volume de vendas projetado. Representa 50% do desembolso de capital, exclui fluxo de financiamento de investimentos dos operadores de postos de gasolina

Fonte: Com base em informações da companhia e do consultor de mercado Jose Magro, confirmadas pela administração da Ipiranga

Depreciação e amortização



Fonte: Com base em informações da companhia e do consultor de mercado Jose Magro, confirmadas pela administração da Ipiranga

As premissas de capital de giro operacional estão em linha com os valores de 2006

Varição do capital de giro operacional líquido

(R\$ milhões)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Capital de giro operacional	145	255	280	310	340	368	392	417	445	475	506	539
(+) Ativo circulante operacional	232	310	338	375	412	446	474	505	539	575	613	653
(-) Passivo circulante operacional	87	55	59	65	71	77	82	88	93	100	107	114
Varição do capital de giro operacional líquido (Aumento) / Redução do capital de giro operacional			(25)	(30)	(31)	(28)	(23)	(26)	(28)	(29)	(31)	(33)

Fonte: Com base em informações da companhia e do consultor de mercado Jose Magro, confirmadas pela administração da Ipiranga

Sub-seção E

Copesul

Copesul – Fluxo de caixa descontado

A Copesul é uma craqueadora de nafta, controlada em conjunto pela Ipiranga (29,5%) e Braskem (29,5%)

Em 2006, a empresa produziu 39% de eteno, 20% de propeno, 10% de benzeno e 31% de outros sub-produtos

	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	Perp.
1. EBIT	402	294	273	228	231	315	365	454	521	488	374
Crescimento anual	(3,6%)	(26,9%)	(6,9%)	(16,5%)	1,1%	36,6%	15,6%	24,6%	14,6%	(6,4%)	2,0%
(-) Impostos	(132)	(96)	(90)	(75)	(76)	(103)	(119)	(149)	(171)	(160)	(122)
Taxa efetiva de IR / CS	(32,8%)	(32,8%)	(32,8%)	(32,8%)	(32,8%)	(32,8%)	(32,8%)	(32,8%)	(32,8%)	(32,8%)	(32,8%)
3. NOPLAT	270	198	184	154	155	212	245	306	350	328	251
(+) Depreciação e amortização	109	107	105	105	45	8	9	11	12	13	31
(-) Investimentos	(26)	(26)	(27)	(27)	(28)	(28)	(29)	(29)	(30)	(30)	(31)
(-) Variação do capital de giro operacional líquido	24	41	4	17	(5)	(42)	(26)	(45)	(35)	10	0
4. Fluxo de Caixa Livre para a Companhia	378	319	266	248	169	150	199	242	297	321	251
Crescimento anual	n.s.	(15,5%)	(16,6%)	(6,6%)	(32,2%)	(11,2%)	33,1%	21,3%	23,0%	7,9%	n.s.

Nota: Fluxo de Caixa anual em milhões de dólares americanos

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

TEV (R\$ milhões)

		Crescimento na Perpetuidade ^(a) (Modelo de Gordon)				
		(0,50%)	(0,25%)	0,00%	0,25%	0,50%
W A C C	11,7%	5.288	5.334	5.383	5.434	5.488
	11,5%	5.404	5.454	5.506	5.561	5.619
	11,2%	5.526	5.580	5.635	5.695	5.758
	11,0%	5.655	5.712	5.773	5.837	5.905
	10,7%	5.790	5.852	5.918	5.987	6.061

(a) Valor Presente Líquido e perpetuidade calculados em US\$. Valores convertidos para Reais a 2,14 R\$/US\$

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

TEV / EBITDA normalizado

		Crescimento na Perpetuidade ^(a) (Modelo de Gordon)				
		(0,50%)	(0,25%)	0,00%	0,25%	0,50%
W A C C	11,7%	6,0x	6,1x	6,1x	6,2x	6,3x
	11,5%	6,2x	6,2x	6,3x	6,3x	6,4x
	11,2%	6,3x	6,4x	6,4x	6,5x	6,6x
	11,0%	6,5x	6,5x	6,6x	6,7x	6,7x
	10,7%	6,6x	6,7x	6,8x	6,8x	6,9x

Nota: EBITDA normalizado para o ciclo da indústria

(a) Valor Presente Líquido e perpetuidade calculados em US\$. Valores convertidos para Reais a 2,14 R\$/US\$

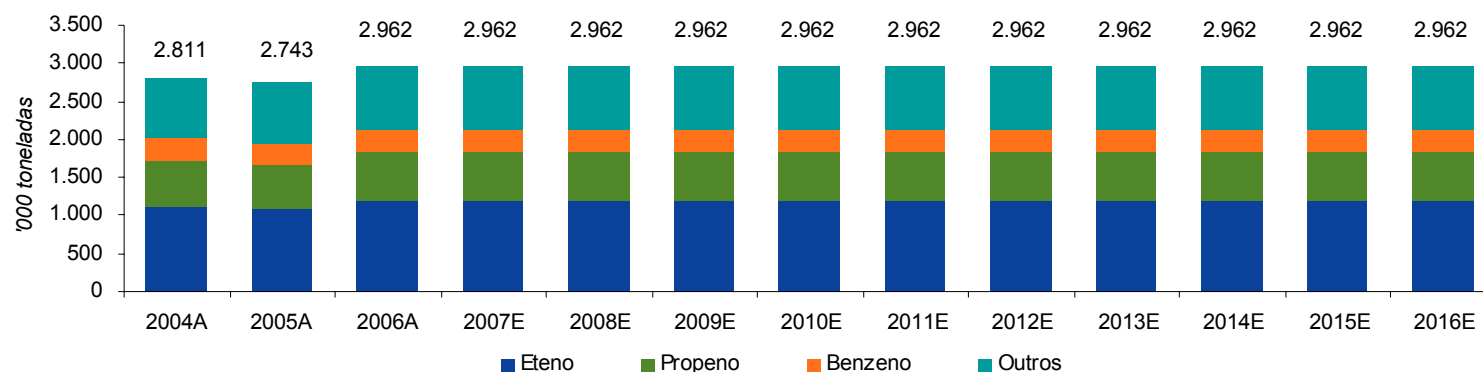
Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

Premissas – Copesul

Principais drivers do Demonstrativo de Resultado

Os volumes permanecem constantes ao nível de 2006

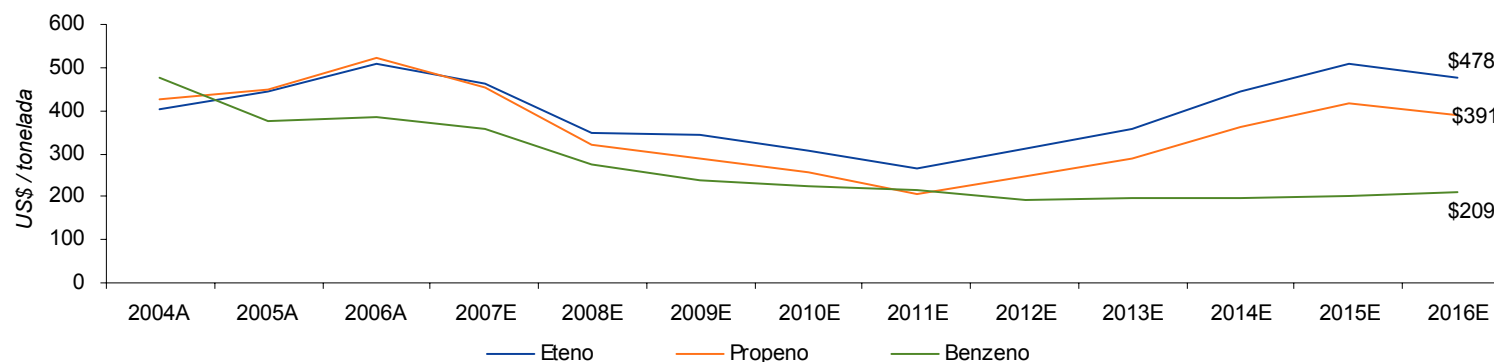
Volumes



Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

A margem bruta foi determinada a partir do spread (caixa) do eteno, propeno e benzeno, de acordo com os dados projetados da CMAI ajustados para o Brasil

Spread (caixa) por componente



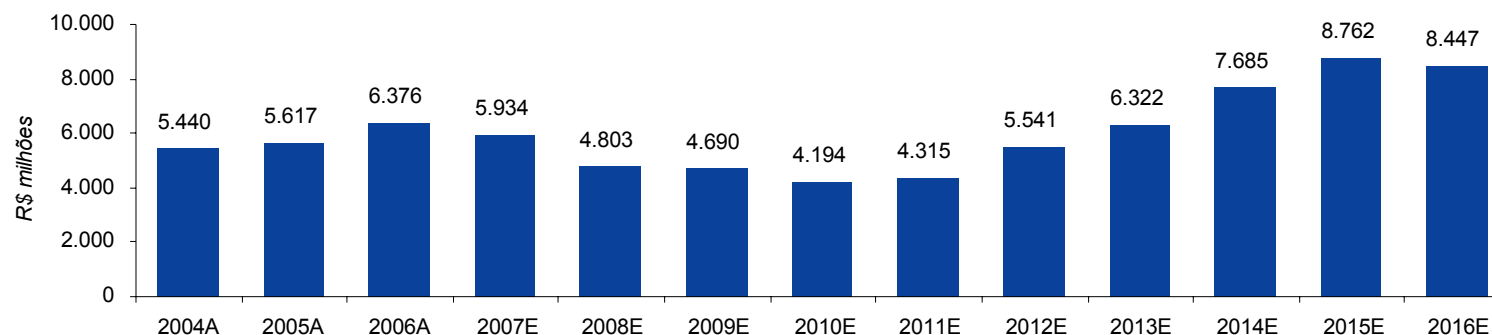
Nota: Exclui a despesa de depreciação
 Fonte: Com base na CMAI, em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

Premissas – Copesul (continuação)

Principais drivers do Demonstrativo de Resultado

A receita líquida foi projetada como um *spread* constante em relação à margem bruta

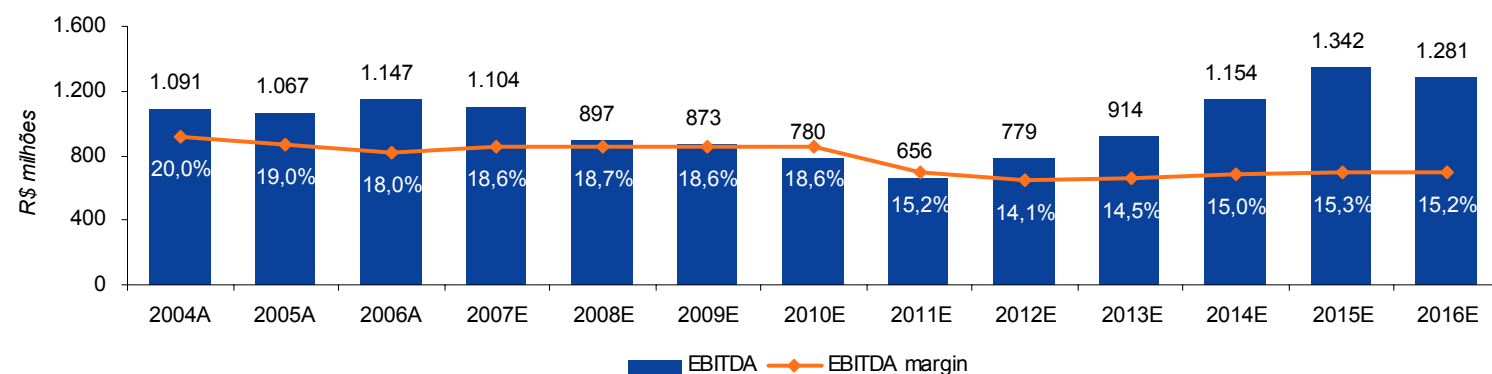
Receita Líquida



Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

A margem de EBITDA reflete o ciclo esperado para o negócio de eteno, de acordo com a CMAI

EBITDA



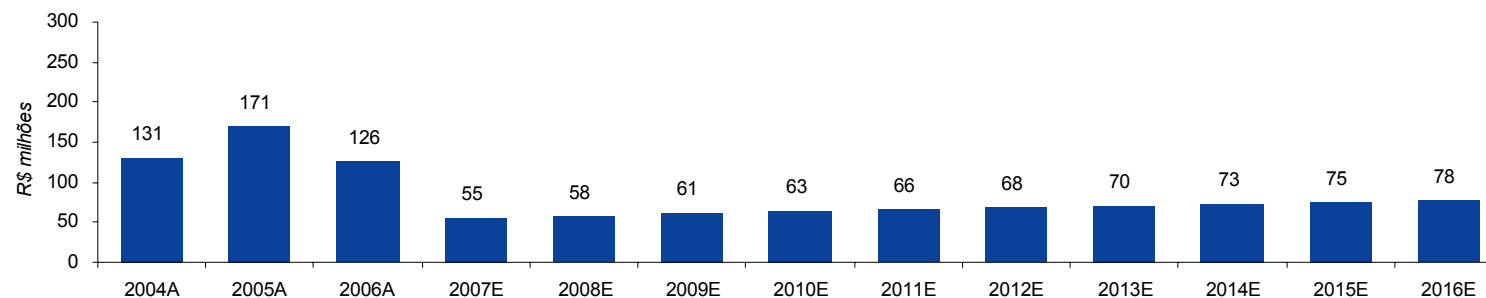
Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

Premissas – Copesul (continuação)

Principais drivers do Balanço Patrimonial

Os investimentos de manutenção foram baseados em dados históricos e validados pela administração da Ipiranga

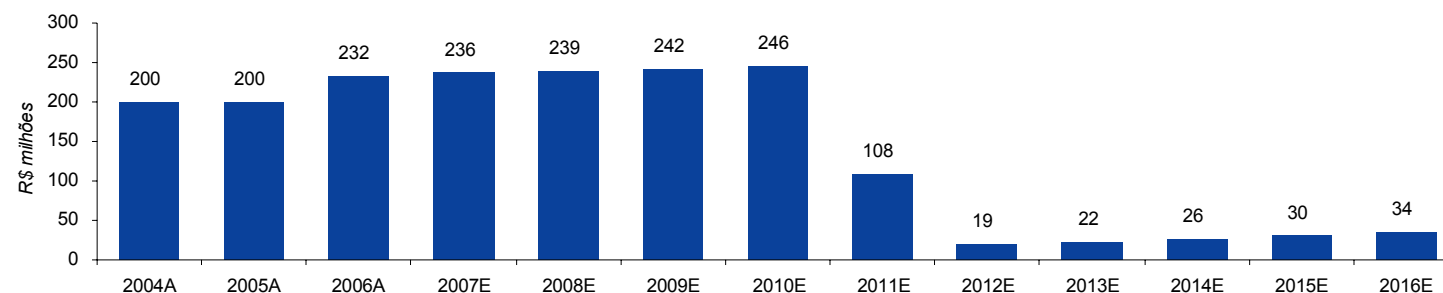
Investimentos



Nota: Não foram anunciados projetos de investimento relevantes, portanto nenhum projeto específico foi considerado.
 Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

Baseado no cronograma de depreciação do ativo imobilizado

Depreciação e amortização



Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

As premissas de capital de giro operacional estão em linha com os valores de 2006

Varição do capital de giro operacional líquido

(R\$ milhões)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Capital de giro operacional	459	557	506	414	406	366	377	478	543	655	744	719
(+) Ativo circulante operacional	795	1.061	982	795	776	694	714	917	1.046	1.272	1.450	1.398
(-) Passivo circulante operacional	336	504	476	380	370	328	337	439	503	617	706	678
Varição do capital de giro operacional líquido												
(Aumento) / Redução do capital de giro operacional			51	92	8	40	(11)	(101)	(65)	(112)	(89)	25

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

Sub-seção F

IPQ

IPQ – Fluxo de caixa descontado

A IPQ é uma petroquímica de segunda geração

Em 2006, o volume de vendas alcançou 638.000 toneladas

	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	Perp.
1. EBIT	87	89	86	73	83	79	86	96	106	104	80
Crescimento anual	n.s.	2,2%	(3,2%)	(15,9%)	14,2%	(4,7%)	8,8%	12,2%	10,5%	(2,7%)	2,0%
(-) Impostos	(22)	(22)	(22)	(18)	(21)	(20)	(21)	(24)	(27)	(26)	(20)
Taxa efetiva de IR / CS	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)
3. NOPLAT	65	67	65	54	62	59	64	72	80	78	60
(+) Depreciação e amortização	15	15	15	15	15	16	16	16	16	16	17
(-) Investimentos	(5)	(5)	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(17)
(-) Variação do capital de giro operacional líquido	15	(0)	0	(1)	1	(1)	(1)	(1)	1	(1)	0
4. Fluxo de Caixa Livre para a Companhia	90	77	75	63	73	68	74	82	91	87	60
Crescimento anual	n.s.	(15,2%)	(2,3%)	(15,5%)	14,9%	(6,4%)	8,6%	10,5%	11,1%	(3,9%)	n.s.

Nota: Fluxo de Caixa anual em milhões de dólares americanos

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

TEV (R\$ milhões)

		Crescimento na Perpetuidade ^(a) (Modelo de Gordon)				
		(0,50%)	(0,25%)	0,00%	0,25%	0,50%
WACC	12,3%	1.375	1.385	1.394	1.405	1.416
	12,0%	1.402	1.412	1.423	1.434	1.445
	11,8%	1.430	1.441	1.452	1.464	1.477
	11,5%	1.460	1.471	1.484	1.496	1.510
	11,3%	1.491	1.503	1.516	1.530	1.545

(a) Valor Presente Líquido e perpetuidade calculados em US\$. Valores convertidos para Reais a 2,14 R\$/US\$

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

TEV / EBITDA normalizado

		Crescimento na Perpetuidade ^(a) (Modelo de Gordon)				
		(0,50%)	(0,25%)	0,00%	0,25%	0,50%
WACC	12,3%	6,1x	6,2x	6,2x	6,3x	6,3x
	12,0%	6,3x	6,3x	6,4x	6,4x	6,5x
	11,8%	6,4x	6,4x	6,5x	6,5x	6,6x
	11,5%	6,5x	6,6x	6,6x	6,7x	6,7x
	11,3%	6,7x	6,7x	6,8x	6,8x	6,9x

Nota: EBITDA normalizado para o ciclo da indústria

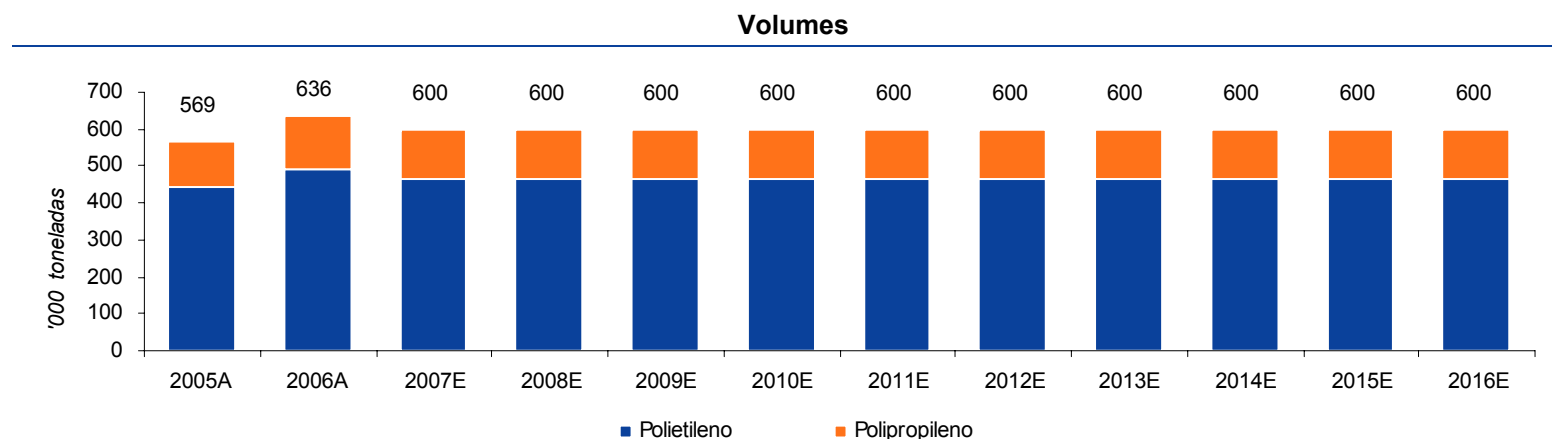
(a) Valor Presente Líquido e perpetuidade calculados em US\$. Valores convertidos para Reais a 2,14 R\$/US\$

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

Premissas – IPQ

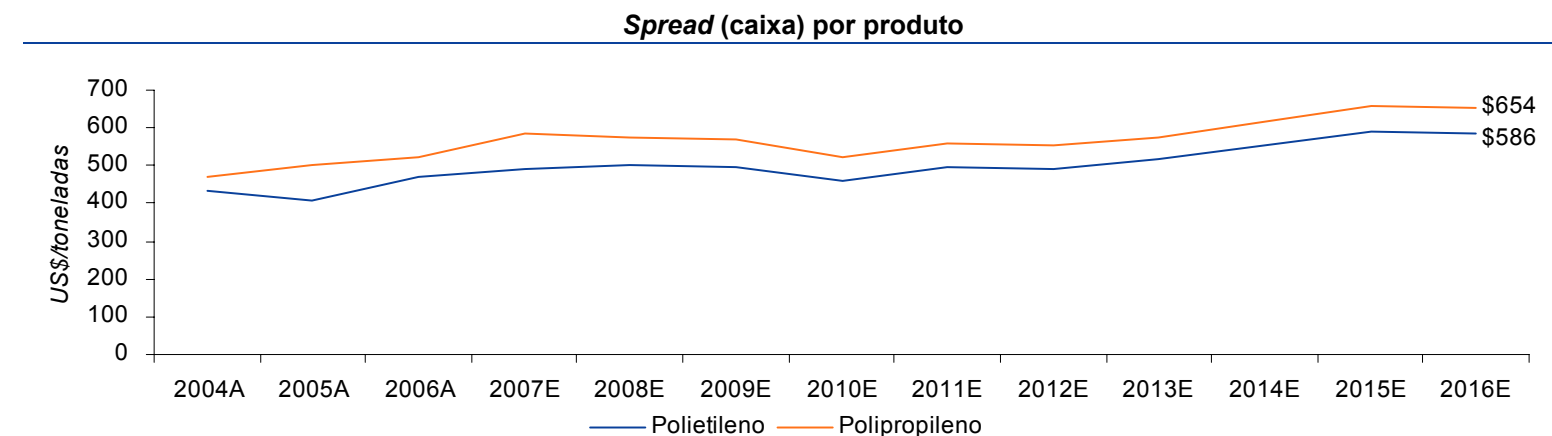
Principais drivers do Demonstrativo de Resultado

O volume permanece constante em 600 mil toneladas a partir de 2007, com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga



Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

A margem bruta foi projetada com base no spread (caixa) de polietileno e de polipropileno, os quais são resultados das projeções da CMAI ajustadas



Nota: Exclui a despesa de depreciação

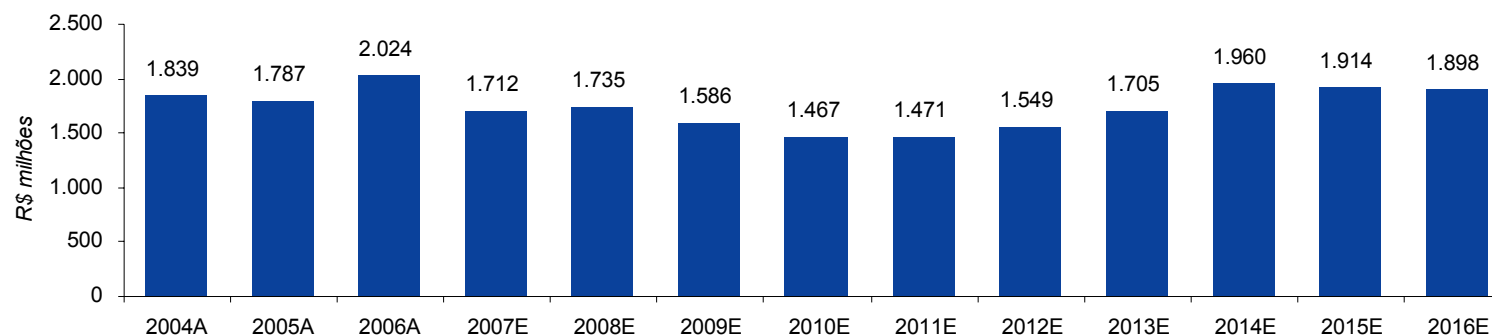
Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

Premissas – IPQ (continuação)

Principais *drivers* do Demonstrativo de Resultado

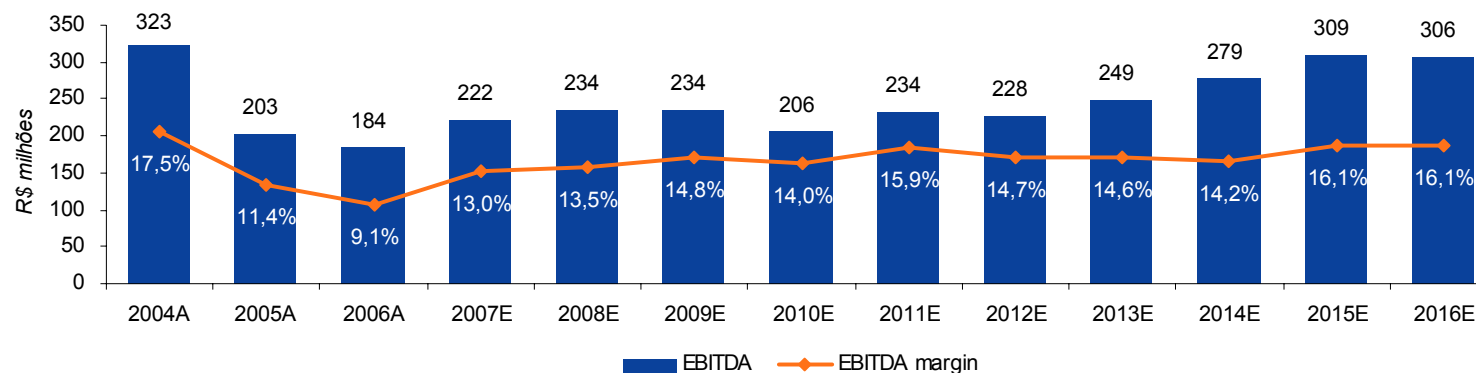
Projeções de preço para o polietileno e para o polipropileno em dólares americanos com base nos dados da CMAI

Receita Líquida



Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

EBITDA



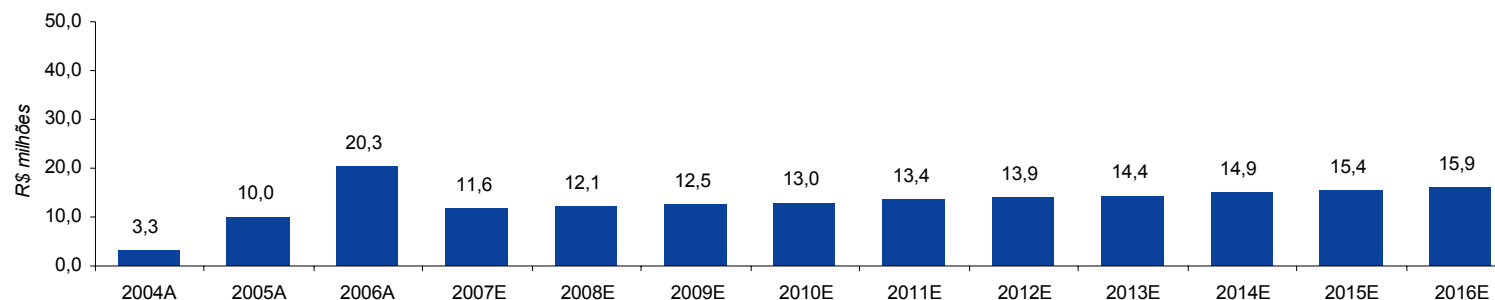
Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

Premissas – IPQ (continuação)

Principais drivers do Balanço Patrimonial

Os investimentos de manutenção foram projetados com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

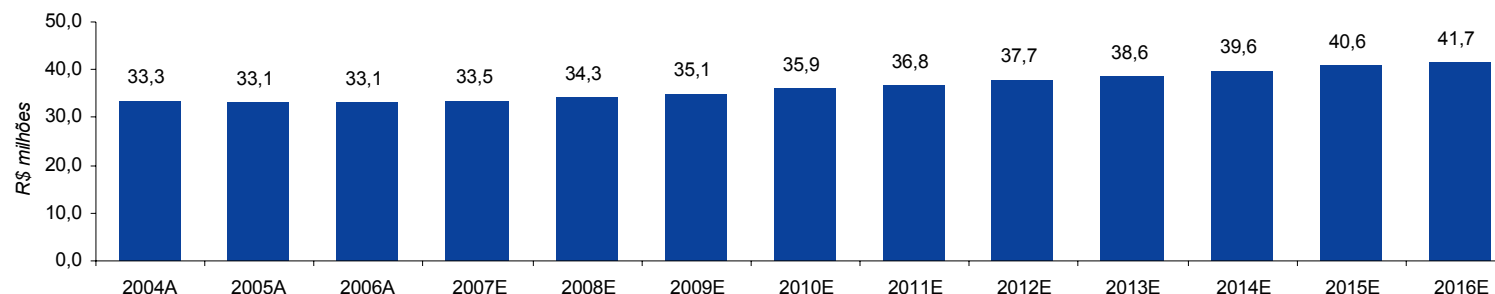
Investimentos



Nota: Não foram anunciados projetos de investimento relevantes, portanto nenhum projeto específico foi considerado
 Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

Baseado no cronograma de depreciação do ativo imobilizado

Depreciação e amortização



Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

As premissas de capital de giro operacional estão em linha com os valores de 2006

Varição do capital de giro operacional líquido

(R\$ milhões)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Capital de giro operacional	(36)	68	36	36	36	38	37	40	41	43	41	43
(+) Ativo circulante operacional	409	619	517	522	474	438	437	462	509	588	570	564
(-) Passivo circulante operacional	445	551	481	486	439	400	400	422	468	545	529	522
Varição do capital de giro operacional líquido												
(Aumento) / Redução do capital de giro operacional			32	(0)	1	(3)	1	(3)	(1)	(2)	2	(2)

Fonte: Informações da companhia e expectativas da administração da Ultrapar e da Ipiranga

Sub-Seção G

Avaliação dos demais ativos, com base em múltiplos

Sumário da Avaliação – demais ativos

Companhia	Descrição	TEV (R\$ milhões)	TEV / EBITDA 2006
Refinaria de Petróleo Ipiranga (RIPI)	<ul style="list-style-type: none"> ■ A RIPI tem operado em seu ponto de equilíbrio (em algumas ocasiões devido a benefícios fiscais fornecidos pelo Estado) ■ Avaliação com base em múltiplos de mercado de companhias comparáveis detalhados na página 77 	9	6,5x (pg. 77)
Ipiranga Química S.A. (IQ)	<ul style="list-style-type: none"> ■ Distribuidor de produtos químicos com mais de 5.000 clientes em 50 diferentes mercados ■ Avaliação com base em transações anteriores detalhados na página 76 	176	8,6x (pg. 76)
Empresa Carioca de Produtos Químicos S.A. (EMCA)	<ul style="list-style-type: none"> ■ Produtora de petroquímicos especiais; consolidada pela CBPI ■ Avaliação com base em múltiplos de mercado de companhias comparáveis ■ A amostra de companhias comparáveis inclui petroquímicas produtoras de <i>commodities</i> e de especialidades químicas detalhados na página 75 	18	6,3x (pg. 75)
Ipiranga Asfaltos (IASA)	<ul style="list-style-type: none"> ■ Produtora de asfalto e de produtos para pavimentação ■ Avaliação com base em transações anteriores detalhadas na página 77 	89	6,8x (pg. 77)
AM/PM Comestíveis	<ul style="list-style-type: none"> ■ Opera uma cadeia de lojas de conveniência ligada aos postos de gasolina da DPPI e da CBPI, consolidados pela CBPI ■ Avaliação com base em múltiplos de mercado de companhias comparáveis detalhadas na página 76 	236	7,5x (pg. 76)
Isa-Sul Administração e Part. Ltda.	<ul style="list-style-type: none"> ■ Subsidiária detentora de 152 postos de gasolina na região da DPPI ■ Avaliação com base no mesmo múltiplo da DPPI implícito no FCD conforme descrito na nota 1 	140	8,8x (pg 83)

Notas: Todas as avaliações foram feitas com base na mediana da amostra de múltiplos de empresas comparáveis aplicados à métricas em dólares americanos, exceto quando mencionado em contrário

Utilizamos múltiplos de EBITDA como determinantes do valor das empresas por ser uma aproximação de geração de caixa. O uso do EBITDA tem a vantagem de mitigar o efeito de discrepâncias de margem e grau alavancagem na avaliação da empresa.

(1) 8,8x = US\$265 milhões / US\$ 30 milhões; equivalente ao TEV da DPPI (ex-Isa Sul) em dólares americanos dividido pelo EBITDA da DPPI (ex-Isa Sul) de 2006 em dólares americanos.

Fonte: Informações das companhias e relatórios de *Research* de mercado

Seção 4

Considerações finais

Intervalo do preço por ação

Intervalo do preço por ação com base no valor econômico (R\$ por ação)

	-5%	Ponto médio do intervalo	+5%
CBPI	26,97	28,39	29,81
DPPI	41,11	43,28	45,44
RIPI	51,63	54,35	57,06
Ultrapar	64,48	67,87	71,26

Nota: Intervalo de preço com variação de 10%, de acordo com exigência da Resolução nº361/02 da CVM

Seção 5

Glossário

Termos utilizados no Laudo de Avaliação

- **Beta:** beta medido contra o S&P 500, é uma medida de risco de mercado / risco sistêmico / risco não diversificável
- **Capital Asset Pricing Model (CAPM):** O modelo CAPM é utilizado para calcular o Custo de Capital Próprio ou o Custo de Capital do Acionista
- **Capital Expenditures (Capex):** Investimento em ativo permanente
- **Custo de Capital Próprio (Ke):** O custo de capital próprio é o retorno requerido pelo acionista sobre o capital investido
- **Custo da Dívida (Kd):** É uma medida do valor pago pelo capital provindo de terceiros, sob a forma de empréstimos, financiamentos, captações no mercado, outros
- **CVM:** Comissão de Valores Mobiliários
- **D&A:** Depreciação e Amortização
- **Dívida Líquida:** Caixa e equivalentes, posição líquida em derivativos, notas de exportação, dívidas financeiras de curto e longo prazo, dividendos a receber e a pagar, recebíveis e contas a pagar relacionadas a debêntures, déficits de curto e longo prazo com fundos de pensão, provisões, outros créditos e obrigações com pessoas vinculadas, incluindo bônus de subscrição
- **Drivers:** direcionadores de valor ou variáveis-chave
- **EBIT:** Earnings Before Interests and Taxes, ou Lucro Antes de Juros e Impostos
- **EBITDA:** Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, ou Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização
- **EMBI:** O Emerging Markets Bond Index - Brasil é um índice que reflete o comportamento dos títulos da dívida externa brasileira. Corresponde à média ponderada dos prêmios pagos por esses títulos em relação a papéis de prazo equivalente do Tesouro dos Estados Unidos, tido como o país mais solvente do mundo, de risco praticamente nulo (*fonte: O Estado de São Paulo*).
- **Equity value:** Valor econômico do patrimônio líquido
- **Dólar:** Dólar dos Estados Unidos da América
- **FCD:** Fluxo de Caixa Descontado
- **FCFF:** Free Cash Flow to Firm, ou fluxo de caixa livre para a firma, ou fluxo de caixa livre desalavancado
- **Fluxo de Caixa Operacional:** o fluxo de caixa operacional leva em consideração somente as receitas e despesas efetivamente recebidas e desembolsadas, provenientes das operações da companhia

Termos utilizados no Laudo de Avaliação (continuação)

- **Free float:** percentual de ações em circulação sobre o capital total da empresa
- **JCP:** Juros sobre Capital Próprio
- **LTM:** Last twelve months – últimos doze meses
- **Lucro Bruto:** Faturamento total, descontada as deduções de vendas e o custo de produção
- **IPCA:** Índice de Preços ao Consumidor Amplo
- **NOPLAT:** Net Operating Profit Less Adjusted Taxes, ou resultado operacional líquido menos impostos ajustados
- **ON:** Ação Ordinária, com direito a voto
- **PN:** Ação Preferencial, sem direito a voto
- **PIB:** Produto Interno Bruto definido pelos bens e serviços produzidos no país descontadas as despesas com os insumos utilizados no processo de produção durante o ano. É a medida do total do valor adicionado bruto gerado por todas as atividades econômicas.
- **PIB nominal** é o PIB em termos nominais, isto é inclui inflação. **PIB real** é o PIB em moeda constante cuja taxa de crescimento expurga a inflação.
- **Prêmio de Risco de Mercado:** Prêmio por risco de mercado é o retorno adicional exigido por investidores para compensar o maior elemento de incerteza (risco) em investimentos em ações versus investimentos livres de risco
- **Risco País:** É o prêmio pago pela incerteza e instabilidade política de um determinado país. Uma metodologia utilizada com frequência para estimar este prêmio é a diferença (*spread*) entre o retorno pago pelos títulos soberanos do país em questão e os títulos soberanos dos E.U.A.
- **Retorno sobre Capital (“ROC”)** = taxa de crescimento dividido pela taxa de reinvestimento
- **Spread:** Diferencial de taxas ou de preços
- **“Tag-along”:** A nova Lei das Sociedades Anônimas dá direito ao acionista minoritário detentor de ações ON receber, no mínimo, 80% do valor pago pelo controlador em caso de venda do controle
- **Taxa Livre de Risco:** É a taxa de juros paga por um ativo sem risco. Na prática, utiliza-se como parâmetro de taxa de juros livre de risco os títulos do Tesouro dos E.U.A.

Termos utilizados no Laudo de Avaliação (continued)

- **Taxa de reinvestimento** = $(\text{Investimentos menos Depreciação mais Variação do capital de giro não-caixa}) \div (\text{EBIT} \times (1 - \text{alíquota de imposto}))$
- **Total Enterprise Value (TEV)**: Valor total da empresa calculado definido pelo valor econômico do patrimônio líquido acrescido da dívida líquida
- **Valor terminal**: Considerando que, teoricamente, a vida de uma companhia é infinita, e que não é possível projetar de maneira precisa os fluxos de caixa futuros além de um determinado período, parte do valor da companhia será gerado pelos fluxos de caixa dos anos subsequentes ao último ano do período de projeção, esta estimativa de valor é chamada de valor terminal. A determinação do valor terminal parte do princípio que no infinito a companhia alcançará seu estágio de maturidade e deverá crescer a uma taxa constante
- **VP**: Valor Presente
- **WACC**: Weighted Average Cost of Capital – Custo Médio Ponderado de Capital

Apêndice I

Evolução dos preços das ações

Preço médio ponderado das ações: 17/03/06 – 16/03/07

Ultrapar (R\$ por ação, Volume em milhares)

Mês	Preço – PN	Volume
Março-06 ^(a)	38,27	676
Abril-06	36,41	990
Mai-06	36,99	1.078
Junho-06	34,49	1.511
Julho-06	33,88	1.159
Agosto-06	35,51	1.503
Setembro-06	38,48	905
Outubro-06	40,40	1.296
Novembro-06	47,58	1.702
Dezembro-06	47,75	1.088
Janeiro-07	51,07	1.938
Fevereiro-07	53,02	2.530
Março-07 ^(b)	50,78	733
Média Ponderada	R\$43,1	

Notas: (a) 17 de março de 2006 a 31 de março de 2006 (15 dias)
(b) 01 de março de 2007 a 16 de março de 2007 (16 dias)

Fonte: FactSet

CBPI (R\$ por ação, Volume em milhares)

Mês	Preço – PN	Volume	Preço – ON	Volume
Março-06 ^(a)	15,65	3.401	20,00	6
Abril-06	17,94	6.389	20,75	16
Mai-06	17,84	5.933	21,83	3
Junho-06	17,48	5.717	20,63	7
Julho-06	17,02	5.001	21,83	4
Agosto-06	17,30	6.600	24,12	0
Setembro-06	17,28	4.821	21,11	3
Outubro-06	18,78	4.459	21,29	24
Novembro-06	18,56	4.189	21,67	17
Dezembro-06	18,96	4.221	21,93	23
Janeiro-07	19,18	4.891	22,22	12
Fevereiro-07	22,28	3.579	26,04	7
Março-07 ^(b)	22,36	3.322	27,87	1
Média Ponderada	R\$18,3		R\$21,7	

Notas: (a) 17 de março de 2006 a 31 de março de 2006 (15 dias)
(b) 01 de março de 2007 a 16 de março de 2007 (16 dias)

Fonte: FactSet

RIPI (R\$ por ação, Volume em milhares)

Mês	Preço – PN	Volume	Preço – ON	Volume
Março-06 ^(a)	23,61	84	39,05	83
Abril-06	24,96	665	35,83	123
Mai-06	28,95	1.134	36,52	266
Junho-06	30,59	425	36,99	144
Julho-06	30,10	323	36,21	72
Agosto-06	31,22	497	37,35	166
Setembro-06	33,17	415	38,45	56
Outubro-06	35,80	437	39,69	95
Novembro-06	37,01	353	41,51	139
Dezembro-06	37,36	289	42,56	93
Janeiro-07	37,44	568	43,72	95
Fevereiro-07	40,63	371	50,00	141
Março-07 ^(b)	42,54	292	70,48	370
Média Ponderada	R\$32,7		R\$45,8	

Notas: (a) 17 de março de 2006 a 31 de março de 2006 (15 dias)
(b) 01 de março de 2007 a 16 de março de 2007 (16 dias)

Fonte: FactSet

DPPI (R\$ por ação, Volume em milhares)

Mês	Preço – PN	Volume	Preço – ON	Volume
Março-06 ^(a)	23,03	38	39,00	2
Abril-06	24,01	251	42,47	2
Mai-06	25,12	185	38,05	2
Junho-06	24,02	398	42,92	1
Julho-06	24,09	113	35,74	2
Agosto-06	23,20	261	32,25	2
Setembro-06	23,09	115	36,54	0
Outubro-06	23,08	318	30,20	2
Novembro-06	23,71	460	27,71	1
Dezembro-06	25,54	316	28,69	2
Janeiro-07	27,98	239	30,00	1
Fevereiro-07	32,70	138	35,00	0
Março-07 ^(b)	33,08	87	55,96	8
Média Ponderada	R\$25,0		R\$41,7	

Notas: (a) 17 de março de 2006 a 31 de março de 2006 (15 dias)
(b) 01 de março de 2007 a 16 de março de 2007 (16 dias)

Fonte: FactSet

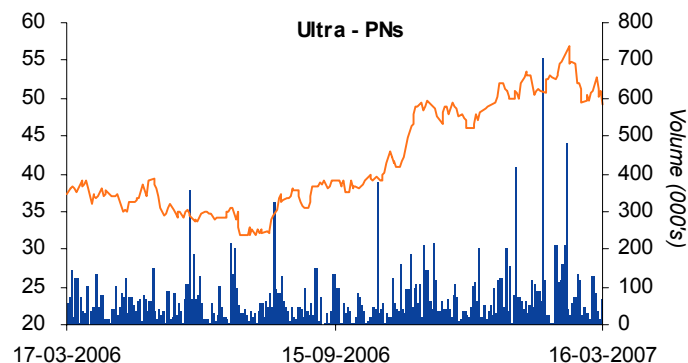
Ultrapar

De 17/03/2006 a 16/03/2007

	ON	PN
Máximo	n.d.	56,95
Média	n.d.	43,08
Ponderada		
Mínimo	n.d.	31,77

Nota: R\$ por ação
Fonte: Factset

Período de 12 meses anteriores a data de anúncio (R\$ por ação)



Fonte: Factset

Ultrapar – Ações ordinárias

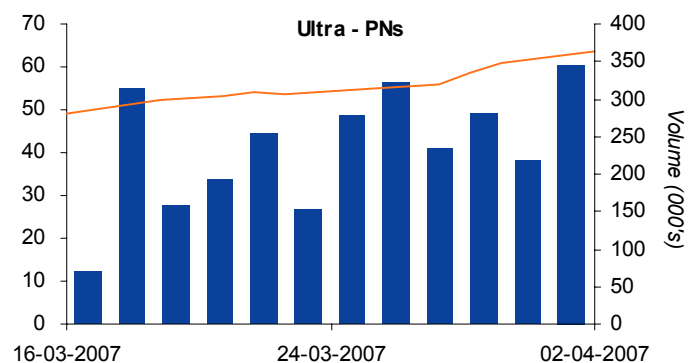
- As ações ON da Ultrapar não foram negociadas por 12 meses
- Existe um limite de ação disponíveis no mercado – menos de 3% está de posse do público

De 16/03/2007 a 02/04/2007

	ON	PN
Máximo	n.d.	63,75
Média	n.d.	56,10
Ponderada		
Mínimo	n.d.	49,29

Nota: R\$ por ação
Fonte: Factset

Período entre a data de anúncio e 02 de abril de 2007 (R\$ por ação)



Fonte: Factset

Ultrapar – Ações Ordinárias

- As ações ON da Ultrapar não foram negociadas por 12 meses
- Existe um limite de ação disponíveis no mercado – menos de 3% está de posse do público

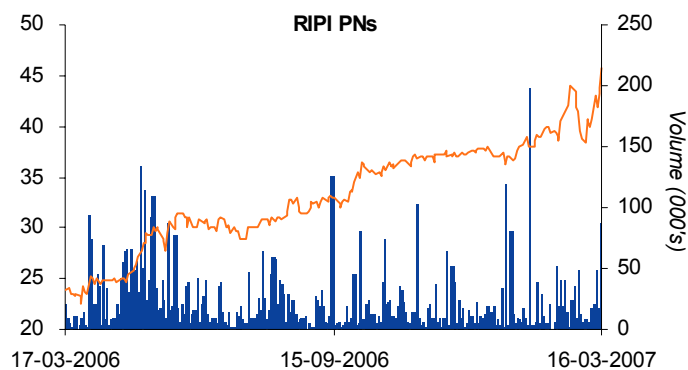
RIPI

De 17/03/2006 a 16/03/2007

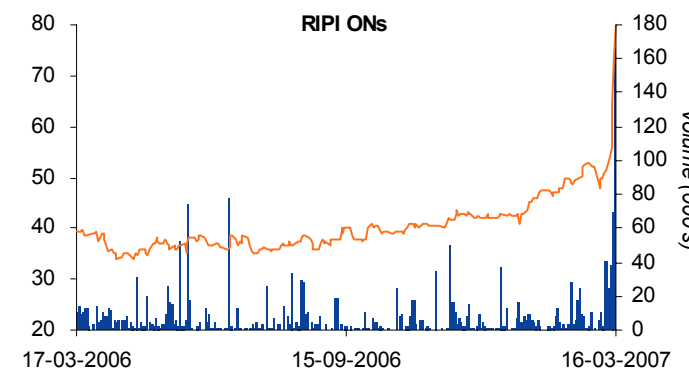
	ON	PN
Máximo	80,15	45,70
Média	45,81	32,75
Ponderada		
Mínimo	34,00	22,55

Nota: R\$ por ação
Fonte: Factset

Período de 12 meses anteriores a data de anúncio (R\$ por ação)



Fonte: Factset



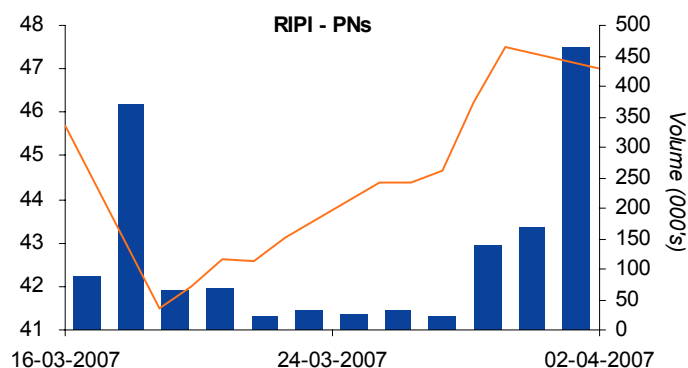
Fonte: Factset

De 16/03/2007 a 02/04/2007

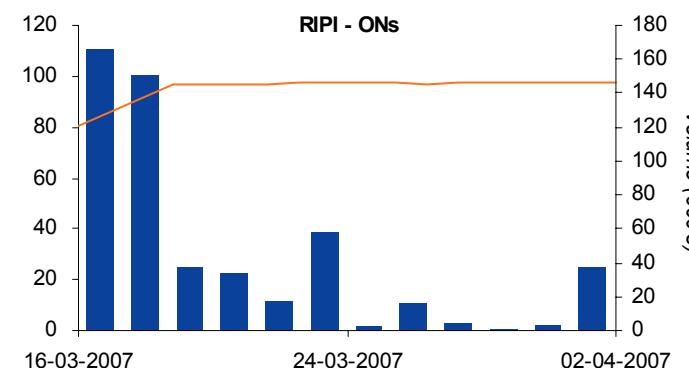
	ON	PN
Máximo	97,68	47,50
Média	91,57	44,85
Ponderada		
Mínimo	80,15	41,51

Nota: R\$ por ação
Fonte: Factset

Período entre a data de anúncio e 02 de abril de 2007 (R\$ por ação)



Fonte: Factset



Fonte: Factset

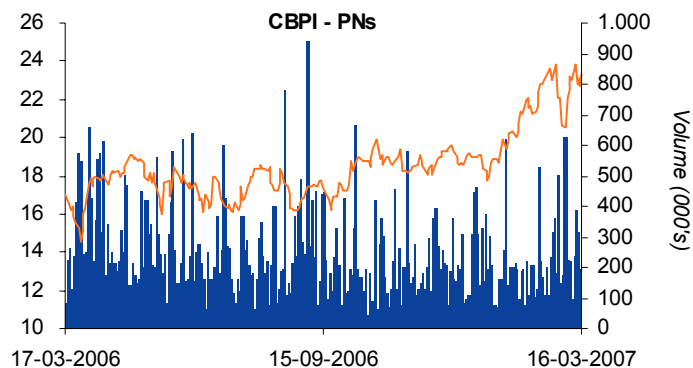
CBPI

De 17/03/2006 a 16/03/2007

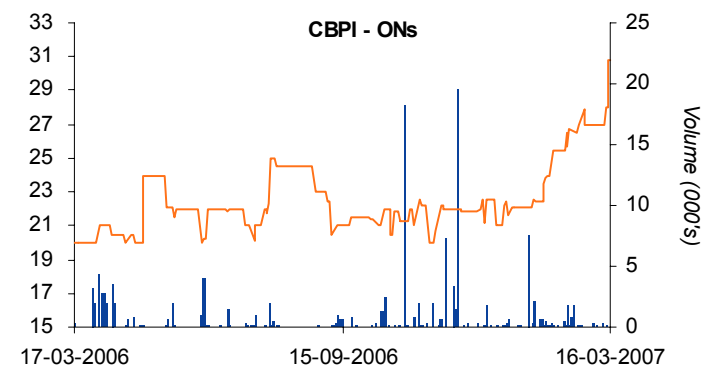
	ON	PN
Máximo	30,80	23,88
Média	21,72	18,32
Ponderada		
Mínimo	20,00	14,58

Nota: R\$ por ação
Fonte: Factset

Período de 12 meses anteriores a data de anúncio (R\$ por ação)



Fonte: Factset



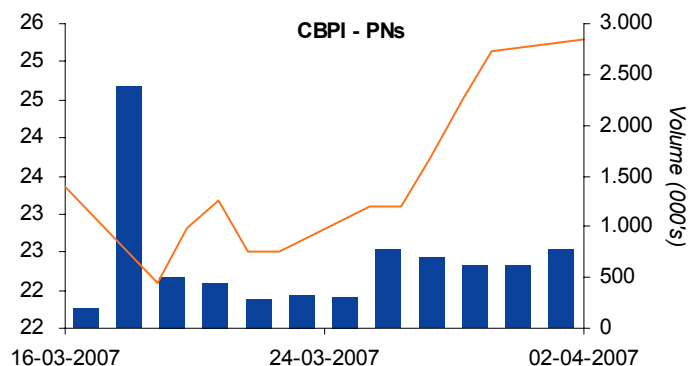
Fonte: Factset

De 16/03/2007 a 02/04/2007

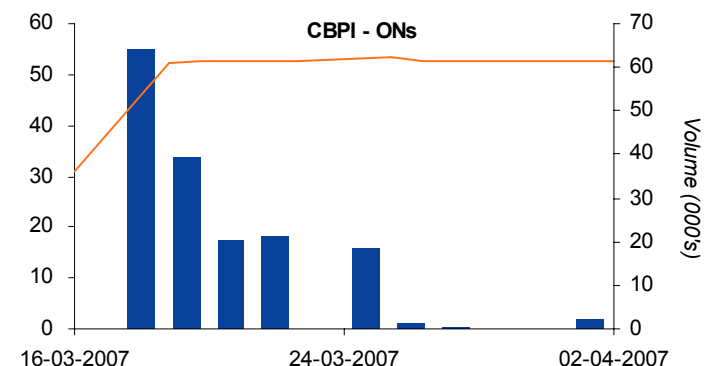
	ON	PN
Máximo	53,30	25,30
Média	52,55	23,28
Ponderada		
Mínimo	30,80	22,10

Nota: R\$ por ação
Fonte: Factset

Período entre a data de anúncio e 02 de abril de 2007 (R\$ por ação)



Fonte: Factset



Fonte: Factset

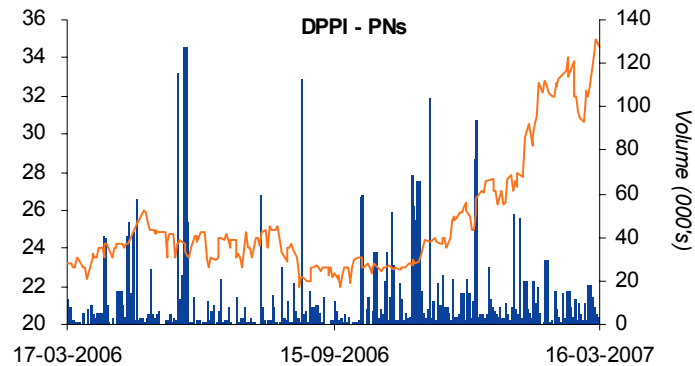
DPPI

De 17/03/2006 a 16/03/2007

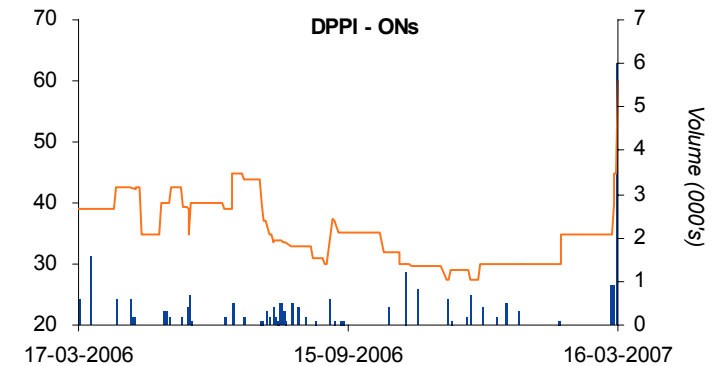
	ON	PN
Máximo	60,00	34,99
Média	41,69	24,99
Ponderada		
Mínimo	27,50	22,00

Nota: R\$ por ação
Fonte: Factset

Período de 12 meses anteriores a data de anúncio (R\$ por ação)



Fonte: Factset



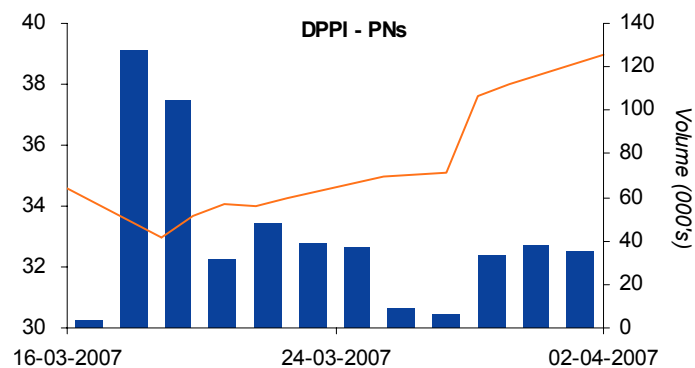
Fonte: Factset

De 16/03/2007 a 02/04/2007

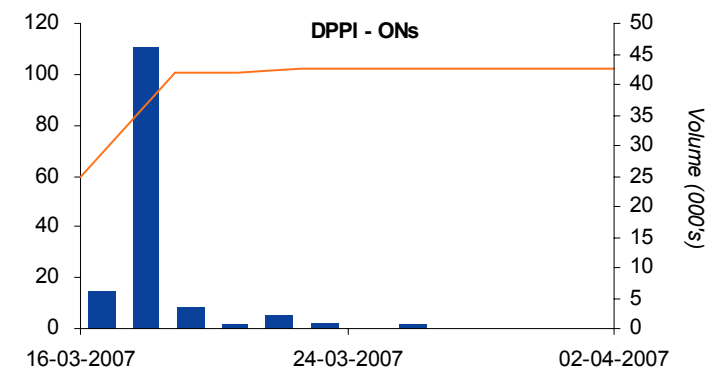
	ON	PN
Máximo	102,02	38,98
Média	96,53	34,69
Ponderada		
Mínimo	60,00	33,00

Nota: R\$ por ação
Fonte: Factset

Período entre a data de anúncio e 02 de abril de 2007 (R\$ por ação)



Fonte: Factset



Fonte: Factset

Apêndice II

Múltiplos de valor de empresas comparáveis

Múltiplos comparáveis selecionados – Petroquímicas

Não há uma empresa diretamente comparável à EMCA que pudéssemos extrair múltiplos de valor, no entanto, julgamos que o múltiplo de uma amostra ampliada que inclui commodities e especialidades é consistente com o perfil de negócio da EMCA, suas margens e crescimento esperado, e é portanto um parâmetro adequado de valor

Múltiplos de mercado de empresas comparáveis – Commodities & Especialidades químicas

Companhia	14/03/2007 Preço / ação	Valor de Mercado	TEV	TEV / EBITDA		TEV / Vendas	
				2006A	2007E	2006A	2007E
Commodities							
Nova	\$29,70	\$2.477	\$4.208	6,2x	5,2x	0,6x	0,7x
BASF	\$100,83	50.506	65.198	4,9x	4,9x	0,9x	0,9x
Westlake	\$27,32	1.784	1.992	4,9x	5,1x	0,8x	0,7x
Dow	\$43,38	41.949	49.950	6,4x	6,4x	1,0x	1,0x
Lyondell PF(pigments sale)	\$30,40	7.664	14.714	4,7x	4,9x	0,6x	0,6x
Braskem	\$6,46	2.332	4.484	5,7x	5,6x	0,8x	0,9x
Suzano Petroquimica	\$2,16	488	1.220	n.a.	6,4x	1,1x	0,9x
Petroquimica União	\$4,94	518	716	5,2x	6,6x	0,5x	0,5x
Média - commodities				5,5x	5,6x	0,8x	0,8x
Mediana - commodities				5,2x	5,4x	0,8x	0,8x
Máximo - commodities				6,4x	6,6x	1,1x	1,0x
Mínimo - commodities				4,7x	4,9x	0,5x	0,5x
Especialidades químicas							
Clariant	\$16,05	\$3.637	\$4.973	6,9x	6,8x	0,7x	0,7x
Rhodia	\$3,50	4.220	6.794	7,1x	6,7x	1,1x	1,0x
Lubrizol	\$51,10	3.601	4.665	8,2x	7,7x	1,2x	1,1x
Huntsman	\$18,94	4.433	7.432	7,7x	6,4x	0,8x	0,8x
Celanese	\$30,40	5.288	7.619	6,6x	6,8x	1,3x	1,2x
Média - especialidades				7,3x	6,9x	1,0x	1,0x
Mediana - especialidades				7,1x	6,8x	1,1x	1,0x
Máximo - especialidades				8,2x	7,7x	1,3x	1,2x
Mínimo - especialidades				6,6x	6,4x	0,7x	0,7x
Mediana - Commodities & Especialidades				6,3x	6,4x	0,8x	0,9x

Nota: Todos os valores em US\$ milhões, exceto quando mencionado em contrário.

Fonte: Informações das companhias, FactSet e Bloomberg

Múltiplos comparáveis selecionados – Distribuidores de produtos químicos e empresas brasileiras de varejo

As transações que envolveram a compra de distribuidores de produtos químicos determinou o múltiplo que foi usado na avaliação da Ipiranga Química

Análise de transações passadas – Distribuidores de produtos químicos

Empresa adquirida / Comprador	Data	TEV	TEV/LTM EBITDA	LTM EBITDA
ChemCentral - Univar	Mar-07	\$650	9,3x	\$70
INT Muellor Chemical - NIB Capital	Jun-01	228	8,8x	26
HCI - Brenntag	Nov-00	306	8,5x	36
Ellis & Everard - Vopak Distribution	Jan-01	480	6,1x	79

Média	8,2x
Mediana	8,6x
Máximo	9,3x
Mínimo	6,1x

Nota: Todos os valores em US\$ milhões, exceto quando mencionado em contrário
Fonte: Informações das companhias, FactSet e Bloomberg

Dentre as empresas com capital em bolsa, a CBD é a empresa que melhor espelha o perfil de negócio da AM/PM⁷

Múltiplos de mercado de empresas comparáveis – Varejo Brasil

Companhia	14/03/2007	Valor de Mercado	TEV	TEV/EBITDA	
	Preço por ação			2006A	2007E
Pão de Açúcar - CBD	\$28,89	\$4.042	\$4.687	7,5x	5,8x

Nota: Todos os valores em US\$ milhões, exceto quando mencionado em contrário
Fonte: Informações das companhias, FactSet e Bloomberg

⁷ As vendas da CBD e AM/PM são primordialmente alimentos e bens de consumo (mercearia e perecíveis supera 70% das vendas do CBD). Nos últimos 5 anos, o crescimento médio ponderado das vendas da CBD foi de 11,4% e do EBIT foi 12,0%.

Múltiplos comparáveis selecionados – Refinarias e produtores de asfalto

As empresas Alon, Delek e Frontier são as empresas que melhor representam o negócio da Refinaria (RIPI Operacional) e serviram de base para sua avaliação

Múltiplos de mercado de empresas comparáveis – Refinarias

Companhia	23/03/2007 Preço por ação	Valor de Mercado	TEV	TEV / EBITDA			Preço / Lucro		
				2006A	2007E	2008E	2006A	2007E	2008E
Alon USA	\$36,30	\$1.699	\$2.175	8,7x	6,6x	8,4x	14,4x	10,6x	13,4x
Delek US Holdings	18,77	973	1.158	6,5x	6,4x	6,3x	9,7x	10,4x	11,1x
Frontier Oil	33,08	3.628	3.372	5,5x	6,3x	6,3x	9,8x	11,9x	12,9x
Média				6,9x	6,5x	7,0x	11,3x	11,0x	12,5x
Mediana				6,5x	6,4x	6,3x	9,8x	10,6x	12,9x
Máximo				8,7x	6,6x	8,4x	14,4x	11,9x	13,4x
Mínimo				5,5x	6,3x	6,3x	9,7x	10,4x	11,1x

Nota: Todos os valores em US\$ milhões, exceto quando mencionado em contrário

Valor de Mercado inclui opções e conversíveis *in-the-money*

Fonte: Informações das companhias, FactSet e Bloomberg

As transações que envolveram a compra de produtores de asfalto determinou o múltiplo que foi usado na avaliação da IASA

Análise de transações passadas – Produtores de asfalto

Empresa adquirida / Comprador	Data	TEV	TEV / LTM EBITDA	TEV / LTM Vendas
Frehner Construction / Aggregate Industries	11/05/2004	95,8	NA	0,6x
Better Materials Corp. / Hanson Building Materials	18/07/2003	155	7,3x	1,3x
S.E. Johnson / CRH plc	16/05/2003	177	6,3x	0,7x
Kiewit Materials / CSR	02/10/2002	648	8,8x	1,3x
Mount Hope Rock Products / CRH plc	30/04/2001	138	7,3x	1,3x
Northern Ohio Paving and Dolomite Group / CRH plc	21/06/2000	172	5,9x	1,3x
The Shelly Company / CRH plc	24/02/2000	362	5,7x	1,1x
Thompson-McCully / CRH plc	12/07/1999	422	8,0x	1,7x
Dell Contractors and Millington Quarry / CRH plc	05/07/1999	146	5,6x	1,0x
MA Segale - Icon Materials / CRH plc	01/05/1998	60	NA	1,2x
Média			6,9x	1,1x
Mediana			6,8x	1,2x
Máximo			8,8x	1,7x
Mínimo			5,6x	0,6x

Nota: Todos os valores em US\$ milhões, exceto quando mencionado em contrário

CRH plc era anteriormente conhecida como Oldcastle Materials

Fonte: Informações das companhias, FactSet e Bloomberg

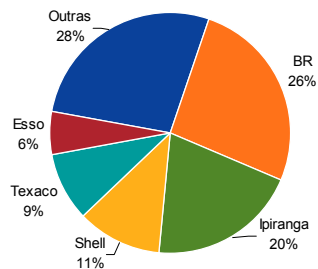
Apêndice III

Visão geral das principais indústrias de atuação das empresas avaliadas

Indústria brasileira de distribuição de combustíveis

A Ipiranga e a Petrobrás (BR) são as líderes do mercado de distribuição de combustíveis

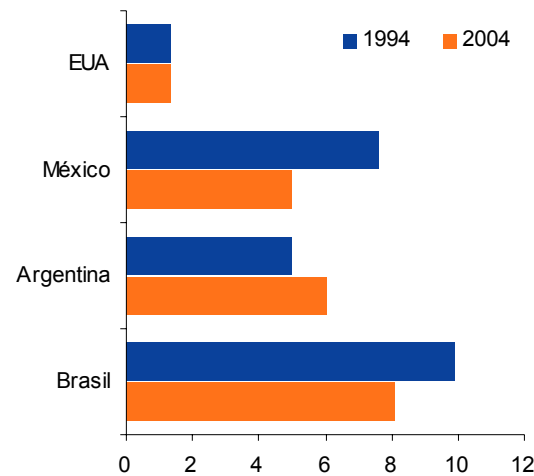
Participação de mercado



Fonte: ANP and CVM em Julho de 2006

O número de postos de serviços independentes aumentou em função de mudanças na legislação

Pessoas por carro

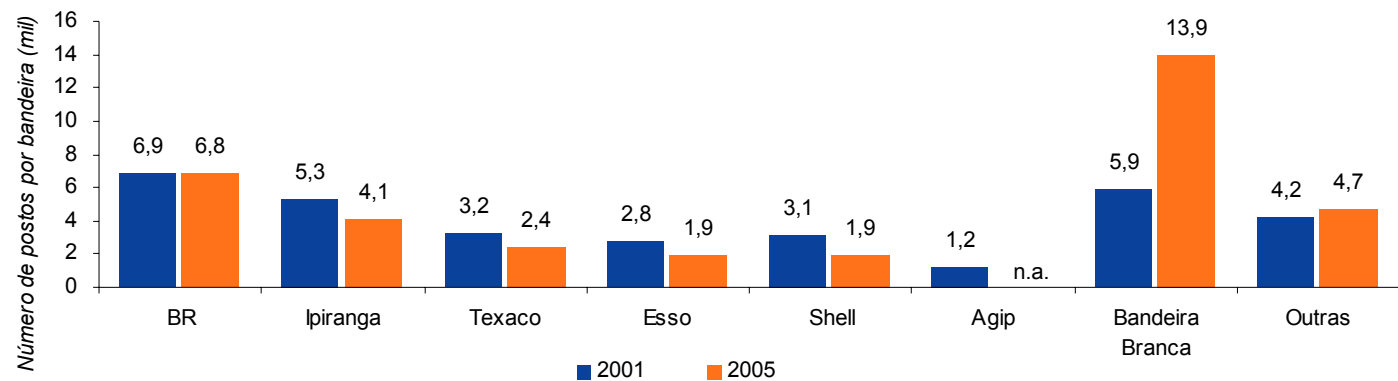


Fonte: Sindipeças

Destaques

- De acordo com a ANP, o consumo total de combustíveis, incluindo diesel, gasolina e álcool, chegou a 67 milhões de m³ em 2006
 - O consumo de combustíveis apresentou um crescimento médio anual de 1,4% nos últimos 5 anos, sendo 0,9% diesel, 1,2% gasolina e 6,7% álcool
- O consumo dos três principais combustíveis aumenta com o crescimento do número de carros em trânsito, mas o consumo de álcool hidratado tende a crescer mais rapidamente especialmente em função do grande número de veículos de combustível flexível (flex-fuel) entrando no mercado
- A indústria de distribuição de combustíveis no Brasil apresenta amplo potencial em função da expectativa de crescimento acelerado da economia, e do relativo alto índice de habitantes por veículo observado no Brasil comparado com outras nações
- Empresas estrangeiras ainda mantêm políticas de investimentos conservadoras, e algumas outras já saíram do país. A Ipiranga e a BR, por outro lado, continuam comprometidas em ampliar sua participação de mercado e ampliar sua presença nacional

Número de pontos de venda por bandeira

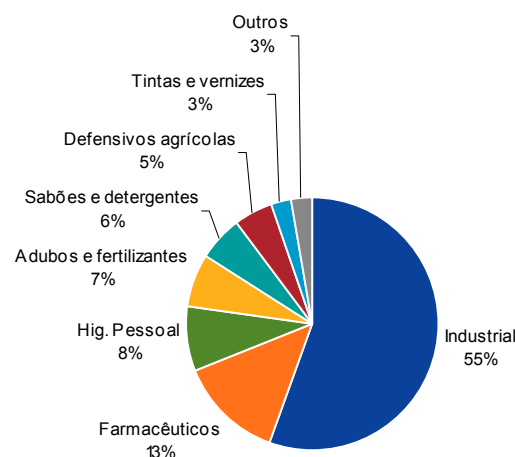


Fonte: ANP

Indústria petroquímica brasileira

De acordo com a ABIQUIM, as vendas do setor químico e petroquímico no mercado brasileiro cresceram 17% de 2000 a 2006, ou 2,7% ao ano

Receitas líquidas por segmento – 2006



Fonte: Abiquim (Associação Brasileira da Indústria Química), Relatório Anual do SDI - 2006

Mercado brasileiro – 2006

(mil toneladas)	Produção total	Importação	Exportação	Total consumido
Olefinas	5.298	3	171	5.130
Aromáticos	1.531	91	410	1.211
Poliolefinas	3.570	402	1.022	2.949
PVC	676	127	51	752
PET	307	173	31	449
Caprolactama	45	7	18	34

Nota: Total consumido em 2006 estimado com base em dados preliminares.

Fonte: Braskem 20-F

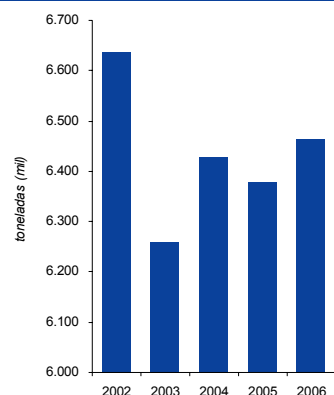
Destaques

- A indústria petroquímica brasileira é organizada em empresas de primeira, segunda e terceira gerações com base no processo produtivo
 - 1ª geração convertem nafta em petroquímicos básicos
 - 2ª geração processam petroquímicos básicos em produtos intermediários
 - 3ª geração transformam produtos intermediários em produtos finais
- A indústria petroquímica brasileira é a maior da América Latina, mas ainda sofre com a falta de integração entre as empresas e é altamente dependente da importação de algumas matérias primas como a nafta
- A Petrobrás e seus parceiros visam diminuir a dependência brasileira na importações de petroquímicos através de projetos relevantes de investimentos em petróleo, gás e nafta
- Os principais centros petroquímicos estão localizados em Camaçari, Triunfo e Cubatão. Os dois principais projetos de investimentos estão localizados no Rio de Janeiro (Comperj) e em Pernambuco (Abreu e Lima) cuja entrada em operação é esperada para 2012
- As principais empresas em operação no Brasil incluem: Braskem, Copesul, Petroquímica União, Rui Polímeros, Ultrapar, Politen e Dow Química, segundo a BMI

Fonte: Braskem 20-F, Business Monitor International – BMI

Indústria brasileira de distribuição de GLP

Vendas de GLP



Fonte: Sindigás

Destaques

- Em 2006, as vendas de GLP chegaram a 6,5 milhões de toneladas, das quais 87% foi produzido no Brasil e o restante importado
- O GLP é utilizado para:
 - Engarrafado: cocção (historicamente aproximadamente 70% das vendas)
 - Granel: cocção e aquecimento em shoppings, hotéis, residências, hospitais e indústrias
- A Petrobrás é responsável por toda produção de GLP (87% consumo nacional) o qual é transportado por dutos e caminhões para os distribuidores de GLP, que os revende ao mercado consumidor
- O mercado de GLP é considerado maduro e com potencial de crescimento moderada, bastante dependente do desempenho econômico (que se favorável suporta a substituição de lenha por GLP)
- A competição pelo mercado já estabelecido se concentra no posicionamento da marca, confiança e serviços ao consumidor, e também na eficiência da logística de distribuição

Fonte: Ultrapar 20-F

Principais distribuidores

	2006	2005	2004
Ultragas	23,9%	24,0%	24,1%
SHV Gas	23,3%	23,4%	20,5%
Liquigás	21,7%	21,8%	21,8%
Butano	18,5%	18,3%	18,7%
Outros	12,6%	12,5%	14,9%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

Descrição

- **Ultragas:** Líder de mercado em distribuição de GLP no Brasil com mais de 1.5 milhões de toneladas distribuídas em 2006
- **SHV Gas:** Controlada pela multinacional SHV Energy, opera as marcas “Minasgás” e “Supergasbrás”
- **Liquigás:** Controlada pela Petrobrás que a comprou do Grupo ENI em junho de 2004, opera no mercado brasileiro há 40 anos
- **Butano:** de controle nacional, opera há mais de 45 no mercado brasileiro de GLP

Fonte: Ultrapar 20-F

Apêndice IV

Memórias de cálculo

Memória de cálculo do TEV de empresas selecionadas

RIPI Operacional

Descrição		Obs.
Ebitda (R\$ milhões)	1,42	Em 2006
R\$/US\$ médio	2,19	média de 2006
Ebitda (US\$ milhões)	0,6	Em 2006
Múltiplo de valor	6,5x	Vide pg. 76
TEV (US\$ milhões)	4	
R\$/US\$ laudo	2,1385	31/12/2006
TEV (R\$ milhões)	9	TEV RIPI Operacional

DPPI Com. Oper.

Descrição		Obs.
TEV (R\$ milhões)	566	TEV DPPI (fluxo pg. 46)
R\$/US\$ laudo	2.1385	31/12/2006
TEV (US\$ milhões)	265	(1) TEV DPPI em US\$
Ebitda (R\$ milhões)	66	EBITDA DPPI
R\$/US\$ médio	2.19	média de 2006
Ebitda (US\$ milhões)	30.1	(2) EBITDA DPPI em US\$
TEV/2006 EBITDA	8.8x	(3) = (2) / (1)
Ebitda (R\$ milhões)	16.3	EBITDA Isa-Sul 2006
R\$/US\$ médio	2.19	média de 2006
Ebitda (US\$ milhões)	7.4	Em 2006
Múltiplo de valor	8.8x	(3) acima
TEV (US\$ milhões)	65	
R\$/US\$ laudo	2.1385	31/12/2006
TEV (R\$ milhões)	140	TEV Isa-Sul
TEV (US\$ milhões)	566	TEV DPPI (ex ISA-Sul)
TEV (R\$ milhões)	706	TEV DPPI Com. Oper.

IPQ S.A.

Descrição		Obs.
Copesul (R\$ milhões)	5,635	100% Copesul (pg. 51)
Copesul (R\$ milhões)	1,660	(1) 29.46% Copesul
IPQ Op. (R\$ milhões)	1,452	(2) 100% IPQ Op. (pg. 56)
TEV (R\$ milhões)	3,112	TEV IPQ SA (3)=(1)+(2)

IQ Operacional

Descrição		Obs.
Ebitda (R\$ milhões)	20.8	Em 2006
R\$/US\$ médio	2,19	média de 2006
Ebitda (US\$ milhões)	9,5	Em 2006
Múltiplo de valor	8,6x	Vide pg. 76
TEV (US\$ milhões)	82	
R\$/US\$ laudo	2,1385	31/12/2006
TEV (R\$ milhões)	176	TEV IQ Operacional

CBPI Operacional

Descrição	EMCA	IASA	AM/PM	Obs.
Ebitda (R\$ milhões)	3	13,4	32,2	Em 2006
R\$/US\$ médio	2,19	2,19	2,19	média de 2006
Ebitda (US\$ milhões)	1,4	6,1	14,7	Em 2006
Múltiplo de valor	6,3x	6,8x	7,5x	Vide pgs. 75, 77 e 76
TEV (US\$ milhões)	9	42	110	
R\$/US\$ laudo	2,1385	2,1385	2,1385	31/12/2006
TEV (R\$ milhões)	18	89	236	TEV

Descrição		
TEV (R\$ milhões)	2.421	TEV CBPI (fluxo pg. 40)
TEV (R\$ milhões)	18	TEV EMCA
TEV (R\$ milhões)	89	TEV IASA
TEV (R\$ milhões)	236	TEV AM/PM
TEV (R\$ milhões)	2.764	TEV CBPI Operacional



Cálculo da dívida líquida

Copesul	
Dívida financeira	358,71
Fundos de pensão	8,85
Dividendos a pagar/ (a receber)	201,75
Contingências	34,46
Partes relacionadas	4,53
Caixa e equivalentes	(303,86)
Dívida líquida/(Caixa líquido)	304,44

Nota: valores em milhões de Reais

Fonte: Demonstrações financeiras da Copesul de 31 de dezembro de 2006

IQ	
Dívida financeira	7,79
Fundos de pensão	2,18
Dividendos a pagar/ (a receber)	(70,59)
Contingências	0,87
Partes relacionadas	123,59
Caixa e equivalentes	(4,00)
(+) 92.39% dív. líq. da IPQ	886,83
Dívida líquida/(Caixa líquido)	946,67

Nota: valores em milhões de Reais

Fonte: Demonstrações financeiras da IQ de 31 de dezembro de 2006

IPQ	
Dívida financeira	865,56
Fundos de pensão	6,82
Dividendos a pagar/ (a receber)	17,15
Contingências	9,44
Partes relacionadas	(7,52)
Caixa e equivalentes	(21,22)
(+) 29.46% dív. líq. da Copesul	89,69
Dívida líquida/(Caixa líquido)	959,92

Nota: valores em milhões de Reais

Fonte: Demonstrações financeiras da IPQ de 31 de dezembro de 2006

CBPI	
Dívida financeira	677,83
Fundos de pensão	53,47
Dividendos a pagar/ (a receber)	0
Contingências	91,37
Partes relacionadas	(36,31)
Caixa e equivalentes	(157,64)
(+) 41.47% dív. líq. da IQ	392,61
Dívida líquida/(Caixa líquido)	1.021,33

Nota: valores em milhões de Reais

Fonte: Demonstrações financeiras da CBPI de 31 de dezembro de 2006

Cálculo da dívida líquida (continuação)

DPPI		RIPI	
Dívida financeira	60,61	Dívida financeira	0
Fundos de pensão	31,18	Fundos de pensão	39,75
Dividendos a pagar/ (a receber)	0	Dividendos a pagar/ (a receber)	17,89
Contingências	3,04	Contingências	1,37
Partes relacionadas	(40,80)	Partes relacionadas	27,87
Caixa e equivalentes	(101,14)	Caixa e equivalentes	(5,70)
(+) 21.01% dív. líq. da CBPI	214,62	(+) 58.53% dív. líq. da IQ	554,05
		(+) 11.42% dív. líq. da CBPI	116,63
		(+) 7.65% dív. líq. da DPPI	12,81
Dívida líquida/(Caixa líquido)	167,52	Dívida líquida/(Caixa líquido)	764,67
Nota: valores em milhões de Reais		Nota: valores em milhões de Reais	
Fonte: Demonstrações financeiras da DPPI de 31 de dezembro de 2006		Fonte: Demonstrações financeiras da RIPI de 31 de dezembro de 2006	
Ultrapar			
Caixa e equivalentes	(1.070,08)		
Investimentos de longo prazo	(547,98)		
Dívida financeira – CP	102,76		
Dívida financeira – LP	1.081,85		
Debêntures	312,79		
Dividendos a pagar/ (a receber)	101,38		
Fundos de pensão	0		
Dívida líquida/(Caixa líquido)	(19,28)		
Nota: valores em milhões de Reais			
Fonte: Demonstrações financeiras da Ultrapar de 31 de dezembro de 2006			

Alíquotas de IR/CS

Quando aplicável, como nos casos da Copesul, CBPI e DPPI, utilizou-se a média dos últimos 3 anos conforme tabela a seguir, os quais foram validados pela administração das empresas em “due diligence” confirmatória realizada pelo Deutsche Bank.

Para a IPQ, além do histórico da companhia, utilizamos nosso entendimento do setor. A premissa de 25% para os próximos anos foi considerada adequada pela administração da IPQ em “due diligence” confirmatória.

Copesul				CBPI				DPPI			
	2004A	2005A	2006A		2004A	2005A	2006A		2004A	2005A	2006A
Resultado antes do IR/CS ⁽¹⁾	722	722	822	Resultado antes do IR/CS ⁽¹⁾	231,0	294,3	239,3	Resultado antes do IR/CS ⁽¹⁾	86,1	123,3	92,8
IR/CS	(242)	(231)	(270)	IR/CS	(58,7)	(79,0)	(58,9)	IR/CS	(21,5)	(29,8)	(18,0)
Aliquota efetiva	33,5%	31,9%	32,8%	Aliquota efetiva	25,4%	26,9%	24,6%	Aliquota efetiva	25,0%	24,2%	19,3%
média	32,8%			média	25,6%			média	22,8%		

(1) Exclui resultado de equivalência patrimonial
Valores em milhões de Reais

Para a Ultrapar, utilizou-se uma alíquota superior à média dos últimos 3 anos (22%), conforme projeção da administração da Ultrapar que reflete uma visão conservadora a respeito da evolução dos incentivos fiscais dos investimentos localizados em área de influência da ADENE (antiga SUDENE).

Ultrapar			
	2004A	2005A	2006A
Resultado antes do IR/CS ⁽¹⁾	502,9	329,2	342,5
IR/CS	(81,5)	(49,3)	(61,4)
Aliquota efetiva	16,2%	15,0%	17,9%
média	16,4%		

(1) Exclui resultado de equivalência patrimonial
Valores em milhões de Reais

Estrutura de capital

Utilizou-se as empresas que melhor representavam cada setor, excluindo-se as empresas da amostra que estavam, no nosso ponto de vista, sub-alavancadas ou super-alavancadas

Petroquímico

Estrutura ótima de capital estimada em 50% dívida, 50% equity

Empresas	Capitaliz. Mercado ¹	Dívida Líquida ²	$\frac{D}{(D+E)}$
Braskem	4.966	4.512	48%
Suzano Petroquímica	970	1.541	61%
Petroquímica União	1.137	417	27%
		Média	45%
		Mediana	48%

Notas:

- Valores em milhões de Reais.

- (1) Dados de mercado de 28 de fevereiro de 2007.

- (2) Dívida de balanço de dezembro de 2006 inclui participação de acionistas não controladores.

Source: Bloomberg, FactSet e a companhias.

Distribuição

Estrutura ótima de capital estimada em 40% dívida, 60% equity

Empresas	Capitaliz. Mercado ¹	Dívida Líquida ²	$\frac{D}{(D+E)}$
Pantry	1.075	750	41%
		Média	41%
		Mediana	41%

Notas:

- Valores em milhões de Dólares.

- (1) Dados de mercado de 28 de fevereiro de 2007.

- (2) Dívida de balanço de dezembro de 2006 inclui participação de acionistas não controladores.

Source: Bloomberg, FactSet e Pantry.

Ultrapar

Adotou-se uma estrutura de capital sub-ótima de 35% dívida, 65% equity, baseada na estrutura de capital observada em uma amostra de empresas* que inclui empresas com estrutura sub-ótima de capital, em linha com a prática recente da Ultrapar de manter baixa alavancagem financeira.

Notas:

(*) Por exemplo: petroquímicas (Braskem, Suzano Petroquímica, Petroquímica União) e distribuidoras de gás (Amerigas Partners LP, Ferellgas Partners LP, Buckeye Partners LP, Enbridge Energy Partners LP, Enterprise Product Partners LP, Kinder Morgan Energy Partners LP, Magellan Midstream Partners LP, Plains All American Pipeline LP, Crosstex Energy Inc., Crosstex Energy LP, Copano Energy LLC).

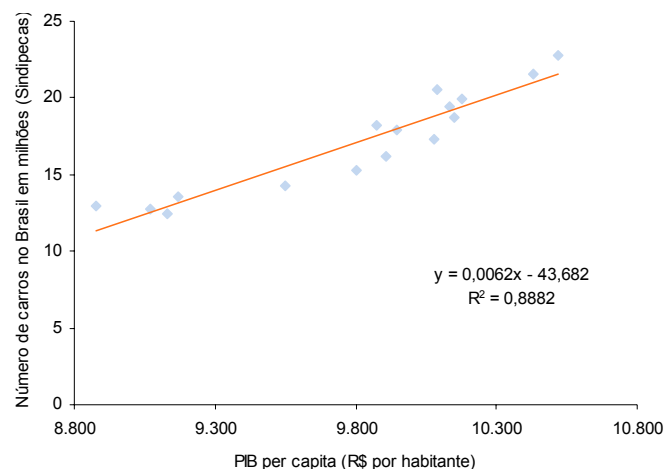
- Distribuição de combustíveis: utilizamos a mesma amostra utilizada para o beta, o que resultou em um WACC de 12.7% para a CBPI e de 12.7% para a DPPI. Refinamos a amostra, excluindo as empresas Caseys e Alimentation Couche, em virtude de possuírem estrutura sub-ótima de capital (abaixo de 20% de dívida), e o WACC resultante foi 12,2% para a CBPI e 12,3% para a DPPI
- Petroquímico: utilizamos a mesma amostra utilizada para o beta, obtendo WACC de 11.7% para a Copesul e 12.0% para a IPQ. Refinamos a amostra, excluindo as empresas Copesul, BASF e Nova Chemicals, por possuírem estrutura sub-ótima de capital (abaixo de 20% de dívida ou acima de 70% de dívida), e o WACC resultante foi 11,2% para a Copesul e 11,8% para a IPQ
- Para a Ultrapar observamos a razão dívida/capital de empresas atuantes nas suas principais linhas de negócios⁸, como por exemplo: petroquímicas (Braskem, Suzano Petroquímica, Petroquímica União) e distribuidoras de gás (Amerigas Partners LP, Ferellgas Partners LP, Buckeye Partners LP, Enbridge Energy Partners LP, Enterprise Product Partners LP, Kinder Morgan Energy Partners LP, Magellan Midstream Partners LP, Plains All American Pipeline LP, Crosstex Energy Inc., Crosstex Energy LP, Copano Energy LLC). Não foram excluídas da amostra as empresas com estrutura sub-ótima de capital, em linha com a prática recente da Ultrapar de manter baixa alavancagem financeira

⁸ A título de ilustração, a média dos betas das referidas empresas é 0,53, inferior ao beta desalavancado da Ultrapar implícito nas premissas utilizadas de 0,64 (pg. 24). Consideramos que o beta observado da Ultrapar é mais apropriado do que a média das empresas comparáveis às empresas que compõem suas linhas de negócios. Os betas desalavancados de cada uma das empresas são: Braskem (0,76), Suzano Petroquímica (0,36), Petroquímica União(0,42), Amerigas Partners LP (0,24), Ferellgas Partners LP (0,11), Buckeye Partners LP (0,42), Enbridge Energy Partners LP (0,32), Enterprise Product Partners LP (0,54), Kinder Morgan Energy Partners LP (0,34), Magellan Midstream Partners LP (0,51), Plains All American Pipeline LP (0,47), Crosstex Energy Inc. (0,69), Crosstex Energy LP (0,42), Copano Energy LLC (0,44). (source: Bloomberg)

Mercado de combustíveis brasileiro

O volume de combustíveis (álcool e gasolina exclusivamente) foi calculado pela multiplicação do número de veículos no Brasil (baseado na sua regressão em relação ao PIB per capita) pelo consumo médio estimado de combustível por tipo de veículo

Número de veículos – Brasil



Fonte: IBGE, Sindipeças, Sr. Jose Manuel Magro

O consumo médio foi estimado como sendo cerca de 1,23 m³/ano para os veículos que utilizam gasolina, e cerca de 1,75 m³/ano para os veículos que consomem álcool, tendo em vista a diferença de conteúdo energético entre o álcool e a gasolina.

Investimentos – fluxo de caixa CBPI

<i>(em milhões de Reais se não indicado)</i>	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	
a) Total de investimentos feito pela companhia	304,2	288,9	357,9	429,3	498,2	449,4	486,7	554,3	611,8	626,0	
a.1) Imobilizado (50%)	152,1	144,5	178,9	214,6	249,1	224,7	243,3	277,1	305,9	313,0	Gráfico pg. 44
a.2) Financiados aos clientes ¹ (50%)	152,1	144,5	178,9	214,6	249,1	224,7	243,3	277,1	305,9	313,0	
b) Repagamento do financiamento aos clientes ²	144,9	147,3	147,2	158,5	179,3	214,2	229,5	239,0	248,4	275,5	
(a) - (b) = c) Investimentos CBPI (R\$ million)	159,3	141,6	210,7	270,8	318,8	235,1	257,2	315,2	363,4	350,6	
c) Investimentos CBPI (US\$ million)	73,7	63,2	91,3	115,7	134,2	97,6	105,2	127,0	144,3	137,2	DCF pg. 40

Notas: (1) Assume que a CBPI financia os investimentos dos clientes em média em 3 anos

(2) Repagamento do principal devido apenas pois os juros estão incluídos em outras receitas operacionais (incluído no EBIT)

Ressaltamos que o Fluxo de Caixa Descontado constante na página 40 do Laudo apresenta os valores em dólares americanos enquanto o gráfico de investimento na página 44 está em Reais.

Em geral, os investimentos na rede de distribuição são igualmente compartilhados entre a CBPI e o operador do ponto de venda ("Cliente"). A CBPI, portanto, paga 50% (cinquenta por cento) dos investimentos, os quais são capitalizados no balanço da companhia. Os outros 50% (cinquenta por cento) dos investimentos são pagos pelos Clientes principalmente com financiamento da própria CBPI, a ser amortizado em 3 anos.

O desembolso de caixa feito pela CBPI demonstrado no Fluxo de Caixa Descontado corresponde, portanto, a 100% (cem por cento) dos investimentos em determinado ano (item a) acima abatidos os repagamentos de financiamentos a Clientes relativos aos anos anteriores (item b) acima.

Investimentos – fluxo de caixa DPPI

<i>(em milhões de Reais se não indicado)</i>	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	
a) Total de investimentos feito pela companhia	49,0	42,8	45,7	47,6	42,8	53,6	53,4	55,5	57,0	51,3	
a.1) Imobilizado (50%)	24,5	21,4	22,9	23,8	21,4	26,8	26,7	27,7	28,5	25,7	Gráfico pg. 49
a.2) Devido pelos clientes ¹ (50%)	24,5	21,4	22,9	23,8	21,4	26,8	26,7	27,7	28,5	25,7	
b) Repagamento do financiamento aos clientes ²	17,6	25,8	32,9	22,9	22,7	22,7	24,0	25,0	27,1	27,6	
(a) - (b) = c) Investimentos DPPI (R\$ million)	31,4	17,0	12,8	24,6	20,1	30,9	29,4	30,5	29,9	23,7	
c) Investimentos DPPI (US\$ million)	14,5	7,6	5,6	10,5	8,5	12,8	12,0	12,3	11,9	9,3	DCF pg. 46

Notas:

(1) Assume que a DPPI financia os investimentos dos clientes em média em 3 anos

(2) Repagamento do principal devido apenas pois os juros estão incluídos em outras receitas operacionais (incluído no EBIT)

Explicamos que o Fluxo de Caixa Descontado constante do Laudo (pg. 46) apresenta os valores em dólares americanos enquanto o gráfico de investimento (pg. 49) está em Reais.

Em geral, os investimentos na rede de distribuição são igualmente compartilhados entre a DPPI e o operador do ponto de venda (“Cliente”). A DPPI portanto paga 50% (cinquenta por cento) dos investimentos, os quais são capitalizados no balanço da companhia. Os outros 50% (cinquenta por cento) dos investimentos são pagos pelos Clientes principalmente com financiamento da própria DPPI, a ser amortizado em 3 anos.

O desembolso de caixa feito pela DPPI demonstrado no Fluxo de Caixa Descontado corresponde, portanto, a 100% (cem por cento) dos investimentos em determinado ano (item a) acima) abatidos os repagamentos de financiamentos a Clientes relativos aos anos anteriores (item b) acima).

Apêndice V

Outras informações relevantes

Sr. José Manuel Magro – consultor externo

O Sr. José Magro foi contratado para servir como consultor externo em relação a questões sobre o mercado de distribuição de combustíveis brasileiro e os negócios de distribuição de combustíveis da DPPI e CBPI

- O Sr. José Manuel Magro é graduado em administração pela Fundação Getulio Vargas, tem pós-graduação em marketing internacional por INSEAD (França) e possui MBA em marketing pela ESPM (Brasil) / University of California Riverside (EUA).
- O Sr. José Manuel Magro trabalhou durante 18 anos no Grupo Shell onde iniciou sua carreira no Brasil em 1981 no setor de Planejamento de Lubrificantes. Ocupou cargos nas áreas de Operações, Aviação e Marketing.
- Em 1989, o Sr. José Manuel Magro foi transferido para a Shell em Portugal como Diretor de Planejamento Corporativo e em 1991 tornou-se Diretor de Combustíveis Automotivos e Marketing, sendo responsável pela estratégia de entrada da companhia no setor automotivo na Espanha.
- Em 1994, o Sr. José Manuel Magro foi para Londres, Inglaterra, como Coordenador de Marketing Internacional, possuindo responsabilidades perante os acionistas no que tange aos investimentos e desenvolvimentos de negócios no sul da Europa e América Latina, especialmente Itália, Espanha, Portugal, Brasil, Chile e Argentina. O Sr. José Manuel Magro coordenou o lançamento internacional da política internacional de preços da Shell, a estratégia de relacionamento com clientes através do programa de fidelidade “SMART”, e a rede de conveniência “SELECT”.
- Em 1997, o Sr. José Manuel Magro retornou ao Brasil como Diretor de Marketing de Combustíveis Automotivos, sendo responsável pelo desenvolvimento, marketing e gerenciamento da rede de postos de atendimento que, na época, totalizava 3.200 pontos de vendas e mais de 300 lojas de conveniência.
- No final de 1999, o Sr. José Manuel Magro deixou a Shell para ocupar o cargo de Vice-Presidente de Marketing da TAM, onde lançou o programa de fidelidade “FIDELIDADE” em parceria com a American Airlines e Air France.
- Em 2002, o Sr. José Manuel Magro foi para o grupo de comunicação global britânico WPP, onde foi responsável por atender as empresas do setor de petróleo. Foi membro da equipe global de desenvolvimento de marca e propaganda da British Petroleum - BP, e Presidente da agência de propaganda e comunicação Red Cell Brasil/141 Worldwide.
- Em 2006, ainda na WPP, tornou-se Vice-presidente da maior agência de propaganda brasileira - Young & Rubicam - cuja carteira de clientes inclui empresas como: TAM, Casas Bahia, VIVO, Danone, Bradesco e Chevron/Texaco.

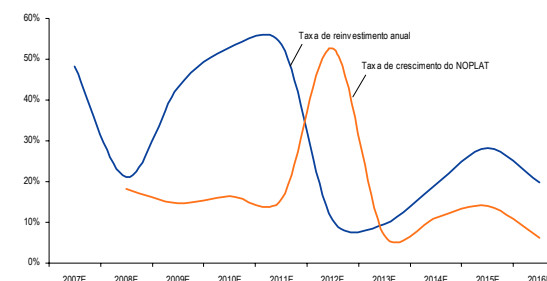
Fundamentação dos investimentos – CBPI

O investimento na perpetuidade adiciona valor a companhia dado que o ROC é superior ao WACC

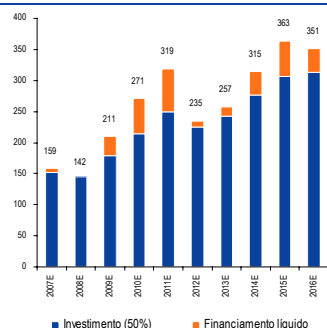
Comentários

- Os investimentos na perpetuidade agregam valor para a CBPI
 - O fluxo normalizado da CBPI na perpetuidade resulta em um fluxo de caixa livre para a firma 11.5% maior do que no último ano de projeção ainda que investimentos sejam maiores que a depreciação
 - A taxa de reinvestimento na perpetuidade é 45% inferior à média da taxa de reinvestimento no período de projeção
 - A Rentabilidade sobre o capital (“ROC”) na perpetuidade de 29.6% é bastante superior ao custo de capital
 - $ROC = \text{Taxa de crescimento} / \text{Taxa de reinvestimento}$
- O fluxo de caixa da CBPI na perpetuidade foi normalizado⁹ para fins de cálculo do valor residual pois a CBPI ainda não atingiu a maturidade de suas operações no último ano de projeção
 - O NOPLAT cresce a taxas que variam ano a ano, não tendo ainda atingido uma estabilidade no período de projeção. Da mesma maneira, a porcentagem do fluxo de caixa que é investido também varia ano a ano
 - Crescimento de 3% no volume vendido para manutenção do market share
 - Investimentos foram estimados com base na quantidade de postos de combustível necessários para suprir o volume de vendas projetado, implicando em:
 - abertura de 164 novos postos para atender o volume adicional anual
 - renovação de aproximadamente 850 postos (equivalente a 20% da base de postos em serviço no último ano de projeção)
 - A quitação pelos clientes do financiamento de investimentos passado é utilizada para financiar novos investimentos dos clientes
- Na perpetuidade os investimentos superam a depreciação
 - Crescimento na perpetuidade requer investimentos substanciais
 - Depreciação contábil não é reajustada pela inflação como os investimentos
 - O horizonte de projeção não é longo suficiente para refletir a maturação das atividades no ano terminal
- Há precedentes na literatura e no mercado brasileiro
 - Copeland afirma que a estimativa do fluxo na perpetuidade deve refletir as expectativas da evolução da empresa e da indústria¹⁰
 - Esta suposição é validada por Damodaran¹¹
 - No Laudo de Avaliação da Ferronorte, Ferroban e ALL, aplica-se o Modelo de Crescimento de Gordon no último ano da projeção, no qual os investimentos são superiores à depreciação contábil
- Parte dos investimentos da CBPI não compõe a base da depreciação pois são relativos a financiamentos de investimentos dos clientes (vide pg. 89 e 94)

Crescimento do NOPLAT vs. Taxa de reinvestimento



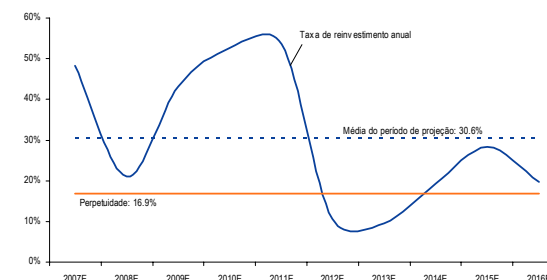
Investimento vs. Financiamento



Nota: valores em milhões de Reais

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga

Taxa de reinvestimento CBPI



Nota: Taxa de reinvestimento definida por: $(\text{Investimentos} - \text{Depreciação} + \text{Variação do capital de giro não-caixa}) / (\text{EBIT} \times (1 - \text{aliquota de imposto}))$
 Assume que a variação do capital de giro não-caixa é zero
 Fonte: "Damodaran on Valuation" - Aswath Damodaran et. al., Wiley, 2a edição

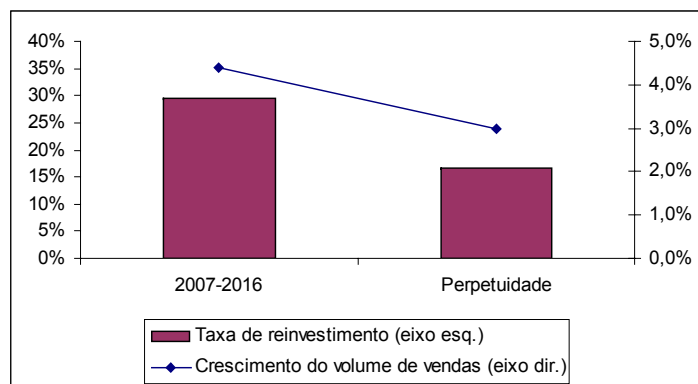
⁹ Não julgamos apropriado perpetuar o último ano de projeção visto que a CBPI ainda não haveria atingido a maturidade neste ponto.

¹⁰ "Estimating the continuing value parameters should be an integral part of the forecasting process. The continuing value parameters should reflect a coherent forecast for the long term economic situation of the company and its industry" em Valuation: measuring and managing the value of companies. Copeland, Tom. Koller, Tim. Murrin, Jack (McKinsey and Company). John Wiley and Sons, USA, 3rd edition, pg 277.

¹¹ The dark side of valuation: valuing old tech, new tech, and new economy companies, de Aswath Damodaran, pgs. 199 e 207.

Fundamentação dos investimentos – CBPI (continuação)

Taxa de reinvestimento versus Crescimento do volume de vendas



Nota: O crescimento do volume de vendas não deve ser confundido ou comparado com o "g" da fórmula de Gordon, o qual diz respeito ao crescimento do fluxo de caixa livre para a firma.

Investimento versus Depreciação

Ano	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Inflação	0,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Capex	100,0	104,0	108,2	112,5	117,0	121,7	126,5	131,6	136,9	142,3	148,0
Depreciação	10,0	10,0 10,4	10,0 10,4 10,8	10,0 10,4 10,8 11,2	10,0 10,4 10,8 11,2 11,7	10,0 10,4 10,8 11,2 11,7 12,2	10,0 10,4 10,8 11,2 11,7 12,2 12,7	10,0 10,4 10,8 11,2 11,7 12,2 12,7 13,2	10,0 10,4 10,8 11,2 11,7 12,2 12,7 13,2 13,7	10,0 10,4 10,8 11,2 11,7 12,2 12,7 13,2 13,7 14,2	- 10,4 10,8 11,2 11,7 12,2 12,7 13,2 13,7 14,2 14,8
Depreciação total										120,1	125,4
Capex x depreciação										22,3	22,6

- O exemplo hipotético acima demonstra que nos anos 10 e 11, quando a empresa está em equilíbrio e investindo exatamente o equivalente aos ativos depreciados, há um descasamento do investimento total e da depreciação total
- O descasamento é resultante do ajuste monetário dos investimentos face a depreciação linear dos ativos (que não é ajustada pela inflação)

Nota: Valores meramente ilustrativos em termos nominais.

Considerações sobre a avaliação da AM/PM

- Como é usual em trabalhos de avaliação, utilizamos o método do fluxo de caixa descontado para as empresas de maior relevância dentre as componentes do Grupo Ipiranga
 - Foram avaliadas por fluxo de caixa descontado a Copesul, IPQ, CBPI Operacional e DPPI Operacional, representando aproximadamente 90% do valor do Grupo Ipiranga
 - Para as demais¹² optou-se pela avaliação por múltiplos por entendermos que a elaboração de um fluxo de caixa detalhado estaria sujeita a um elevado grau de imprecisão e não agregaria qualidade ao resultado final
- Consideramos inapropriado avaliar a AM/PM por fluxo de caixa projetado descontado ao valor presente
 - O fluxo projetado estaria sujeito a um elevado grau de imprecisão, e não agregaria qualidade ao resultado final da análise
 - Uma avaliação por fluxo de caixa descontado implica na premissa de que a empresa tem capacidade de executar a estratégia que maximiza seu valor de forma independente, o que não é verdade no caso da AM/PM cuja estratégia operacional é diretamente dependente da estratégia de distribuição de combustíveis¹³
 - A elaboração das projeções da AM/PM implicaria em pressupostos arbitrários de difícil fundamentação, como por exemplo a estimativa de quantos dos revendedores da CBPI estariam interessados em abrir lojas de conveniência em seus postos de gasolina¹⁴ e de qual seria o impacto nas margens consolidadas da AM/PM. A avaliação por múltiplo da CBD evitou especulações a respeito do plano de negócios da AM/PM e é a melhor estimativa de valor para a AM/PM
- A qualidade da análise de valor baseada em múltiplos depende da aderência da amostra ao ativo sendo analisado, sem que a qualidade da conclusão dependa de se ter uma amostra estatisticamente grande. Desta forma, ao analisarmos o universo de empresas que poderiam compor a amostra¹⁵, selecionamos as empresas que julgamos ser parâmetros apropriados de valor para as atividades das empresas avaliadas
- A estimativa de valor da AM/PM foi baseada no múltiplo de valor da CBD por entendermos ser a CBD a empresa brasileira que melhor espelha o perfil de negócios da AM/PM. A CBD foi selecionada¹⁶ como melhor parâmetro de valor baseado nas características dos produtos vendidos, perfil de crescimento e margens
- As taxas de crescimento históricas refletem a estratégia da Ipiranga de iniciar a implantação da rede AM/PM pelos postos próprios e pelos pontos mais atrativos. Para o futuro, esperamos taxas mais moderadas de crescimento visto que a estratégia de crescimento e posicionamento de mercado da AM/PM está limitada à expansão da rede de postos de gasolina, à conveniência e viabilidade da abertura de lojas AM/PM nestes postos, e à comunhão de interesses do Grupo Ipiranga e dos seus revendedores

¹² Especificamente a AM/PM representa aproximadamente 6% do valor da CBPI.

¹³ A AM/PM não desenvolve uma estratégia de atuação independente de forma a maximizar vendas e rentabilidade mas, antes, é parte da estratégia da CBPI de maximizar a rentabilidade dos postos de combustíveis e, assim, aumentar a fidelidade dos revendedores à marca Ipiranga. A AM/PM não opera em um mercado cativo e está sujeita à competição pois os seus clientes têm a opção de adquirir os mesmos produtos em supermercados (como a CBD), em uma outra loja de conveniência (seja na própria rede AM/PM, seja em postos de gasolinas de outra bandeira) ou em outros tipos de comércio, como restaurantes, lanchonetes, bares, padarias e mercearias.

¹⁴ A decisão de expansão da rede AM/PM não é de exclusividade do Grupo Ipiranga, e portanto não segue a perspectiva empresarial e econômica do Grupo Ipiranga. A abertura de lojas AM/PM depende de uma comunhão de vontades entre a o Grupo Ipiranga e os donos dos postos que atuam sob a sua bandeira, os quais não são obrigados a abrir uma loja AM/PM mas podem optar pela abertura de outras lojas de conveniência. Além disso, nem todos os postos de gasolina são apropriados à implantação de lojas AM/PM por estarem sujeitas a restrições de espaço e conveniência de localização, entre outros.

¹⁵ Não consideramos apropriado comparar a AM/PM com empresas de vestuário como Lojas Renner, ou com empresas de vendas pela Internet, como Submarino, lojas de departamento ou ainda empresas cujas vendas são focadas na venda de brinquedos ou de artigos eletroeletrônicos.

¹⁶ Naturalmente, outras empresas foram consideradas para serem incorporadas na amostra, no entanto entendemos que a CBD era o melhor parâmetro de valor para a AM/PM. Adicionar empresas quaisquer com o único propósito de aumentar o tamanho da amostra não melhoraria a qualidade das conclusões. Pelo contrário, tal prática comprometeria as conclusões da análise.