

Distribuição de Combustíveis

Com o setor melhorando, Vibra segue nossa *pole position*

Diante de um mercado que iniciou o ano sobreofertado para capturar o aumento tributário gradual ocorrido no 1T24 e que se viu diante de uma demanda de diesel que esquentou em abril, seguimos enxergando o nível de rentabilidade de Vibra e Ipiranga acima do que estimávamos. Para a frente, vemos condições das empresas melhorarem os níveis atuais de margens tanto em função da atual política de preços da Petrobras, que promoveu recentemente aumento nos preços da gasolina, como dos ganhos de eficiência oriundos de processos internos. Vendo maior espaço para recuperação em Vibra e uma precificação mais próxima à potencial para Ultrapar, seguiremos com compra para VBBR3 e neutros em UGPA3.

Demanda

Após um início de ano que consideramos forte, porém abaixo do esperado pelo mercado dado o período de safra ter escorregado para o 2º trimestre, já observamos sinais positivos para o consumo a partir de abril e acreditamos que os números melhorarão ao longo do ano.

Share

Mesmo em meio a perda de *share*, distribuidoras mantém boa rentabilidade. Acreditamos que a disputa se concentrará cada vez mais na rede bandeirada e diante do pior resultado ao longo dos últimos anos, vemos maior necessidade da Vibra avançar neste sentido.

Oferta

A Petrobras não reajustava seus preços desde out/24 para a gasolina e dez/24 para o diesel. No entanto, promoveu aumento para a gasolina em julho. Acreditamos que este cenário, um tanto benigno para as distribuidoras e menos favorável aos “bandeiras brancas”, continuará assim, com a Petrobras promovendo poucas mudanças e apenas para pontuar que existe um limite em sua política atual de preços. A maior incógnita em termos de suprimento seguirá por conta da importação, mas acreditamos que os volumes seguirão mais moderados que os observados, por exemplo, em dez/23.

Diesel

Após o adiamento do início da safra, anteriormente esperada para março, o consumo de diesel melhorou e já podemos ver isto quando olhamos o *mix* das empresas.

Gasolina & Etanol

Seguimos vendo, em média, o etanol mais vantajoso que a gasolina e dado o aumento de preços recente da gasolina, acreditamos que seguiremos observando este panorama.

Fluxo & Frota

Com relação ao fluxo, vemos tanto os dados de automóveis como da frota diesel próximos à média móvel trimestral. Na frota, vemos uma desaceleração do crescimento da frota diesel (ônibus+caminhão).

Como nos posicionamos ?

Continuaremos com compra para VBBR3 e neutros em UGPA3. Acreditamos que Vibra tem um amplo espaço perdido a recuperar, sobretudo na rede bandeirada. Em Ultrapar, também vemos possibilidade de avanços, mas acreditamos que seu potencial já esteja mais bem precificado.

Empresa	Recomendação		
VBBR3	Compra		
UGPA3	Neutro		

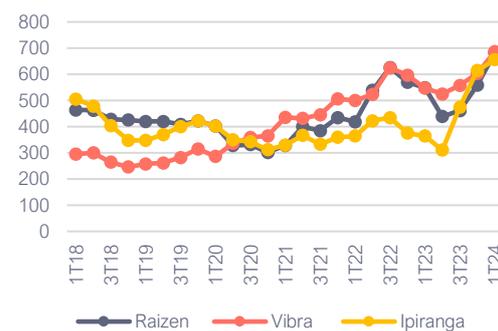
Empresa	Cotação	Preço-Alvo	Potencial
VBBR3	R\$ 23,28	R\$ 29,00	24,6%
UGPA3	R\$ 23,08	R\$ 26,00	12,7%

Oscilação	30d	12m	2024
VBBR3	13,80%	47,20%	7,30%
UGPA3	6,90%	24,30%	-11,70%
IBOV	5,40%	6,40%	-4,70%

Histórico (base 100 = 24 meses)



Ebitda/m³ - Anualizado



Research

research@ativainvestimentos.com.br

Ilan Arbetman, CFA

ilan.arbetman@ativainvestimentos.com.br

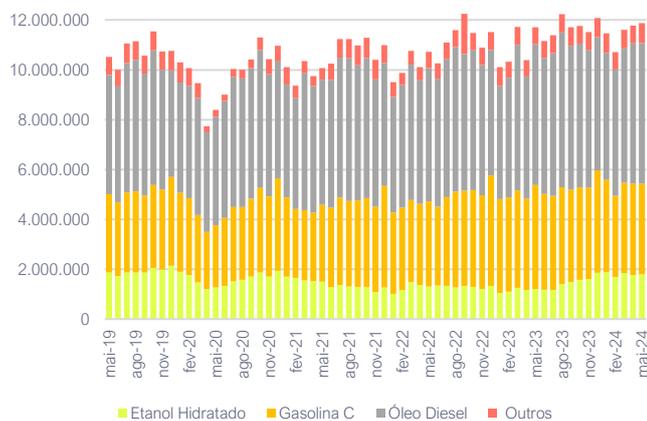
Demanda

Expectativas positivas para o restante do ano

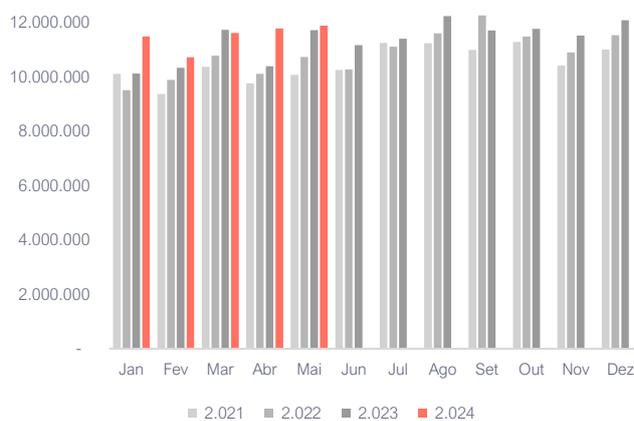
- Ano começa abaixo do esperado, mas mesmo assim forte e esperamos que demanda ainda possa melhorar

Após um 4T23 e um início de ano marcado por frustração nas vendas de diesel, forte entrada de diesel importado e a recomposição tributária ocorrida com o retorno de PIS/COFINS em janeiro, de ICMS em fevereiro e da adição de biodiesel em março, vemos a demanda por derivados firme e dando sinais de melhora já no início do segundo trimestre. Normalmente, o consumo de derivados inicia o ano mais fraco, vai ganhando tração ao longo do demais trimestres e assim esperamos que ocorra neste ano, com o diferencial que o consumo entre janeiro e maio em 2024 já foi o maior da nossa série desde 2000. Ao longo dos últimos anos, percebemos um aumento no consumo de derivados no país e acreditamos que 2024 também será um ano de crescimento para o setor. Com relação ao diesel, a importação segue respondendo por cerca de ~20% das vendas do derivado e desde dezembro/23, não são registrados grandes volumes importados.

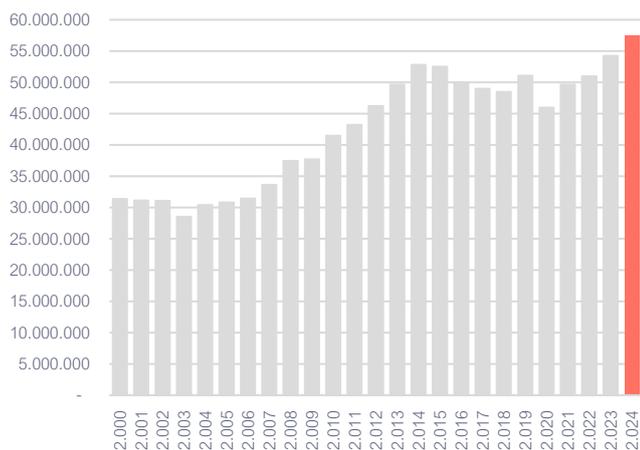
Vendas (m3)



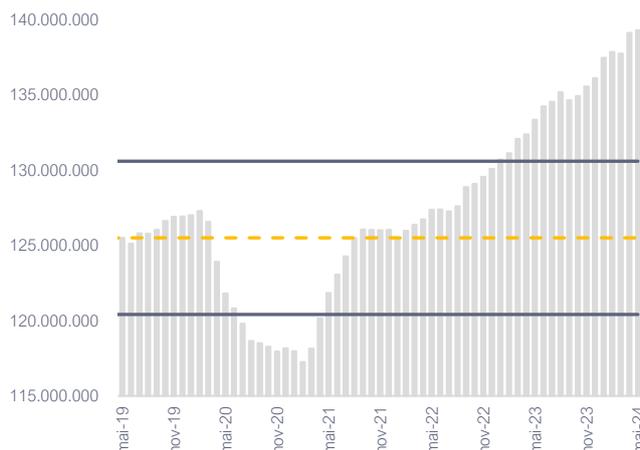
Vendas Ex-GLP



Vendas entre Jan-Mai



Vendas ex-GLP Σ12 Meses



Share

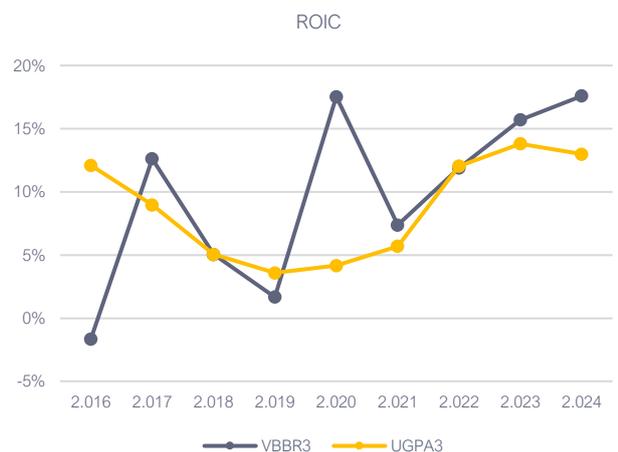
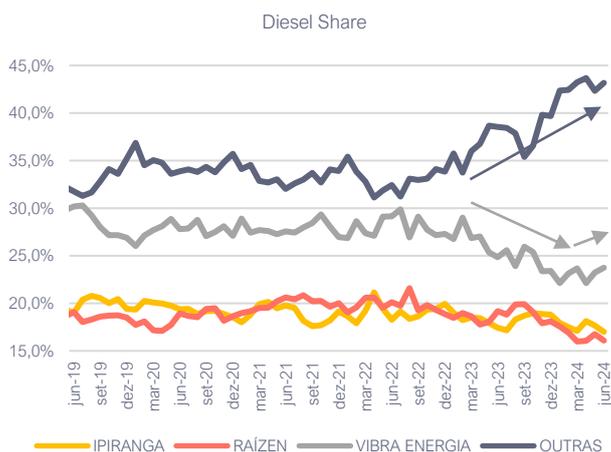
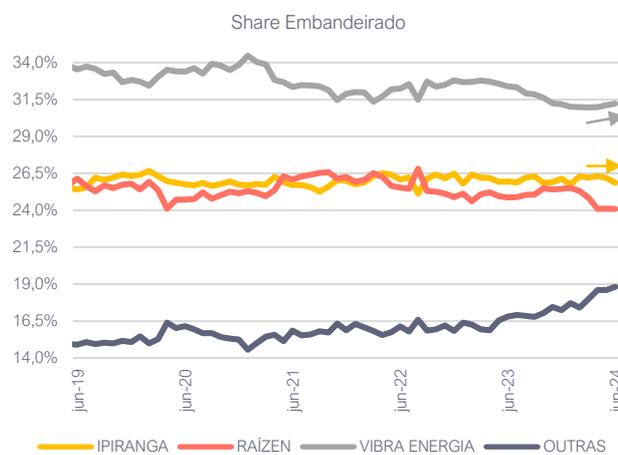
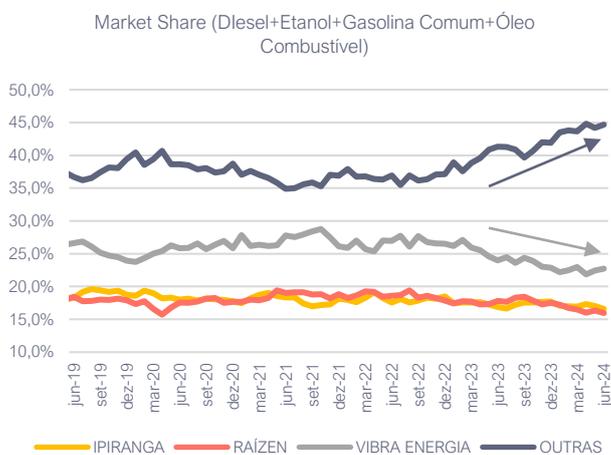
Mesmo em meio a perda de *share*, distribuidoras mantêm boa rentabilidade

- Ultrapar vêm defendendo o seu *share* enquanto Vibra vêm conquistando uma parcela de mercado maior

No que tange a mercado, vemos Vibra e Raizen ainda com dificuldades para combater os bandeiras brancas no tocante à *market share* tanto no óleo diesel quanto no Ciclo Otto. Considerando ainda óleo combustível e etanol, Vibra está com 22,7% de *share*, enquanto Raizen com 16% e os bandeiras brancas 44,7%. Quanto à Ipiranga, esta segue com 16,6% de participação de mercado.

Vemos tanto Vibra como Ultrapar comentando sobre o interesse em retomar/alcançar maiores níveis de *share*, mas nos parece que o crescimento será cada vez mais direcionado para a rede bandeirada, até porque ambas são vocais quando exprimem que não abrirão mão da rentabilidade das suas operações. Vimos isto com o movimento de Ultrapar ao adquirir 49 postos do Pão de Açúcar no Estado de SP: o movimento não foi grande (0,5% de *market cap* e 0,8% de sua rede de postos), mas extremamente direcionado. Acreditamos ainda que, após finalizar seu processo de depuração de postos no ano passado, Ipiranga está mais à frente no processo de reformatação da sua rede de postos. Em Vibra, ainda esperamos uma depuração líquida de postos ao longo dos próximos trimestres. Olhando para as margens recentes, entendemos que mesmo com as dificuldades encontradas, Ultrapar e Vibra ainda se mostram resilientes rodando à uma Margem Ebitda/m3 acima da que estimamos como justa para o longo prazo (R\$ 130/m3).

Com relação à Vibra, cujo ROIC se mostra crescente desde 2022, enxergamos que há capacidade da empresa recuperar espaço dentre os postos bandeirados após anos em que vêm cedendo terreno. Tal performance negativa dialoga tanto com a sua antiga estrutura acionária como com um mal desempenho até o início de 2024, baseado sobretudo no não-aproveitamento integral do potencial da sua rede de postos. Agora, neste 2T24, já vimos a empresa performando melhor que os pares em mercados relevantes, como o de diesel e o embandeirado, com reflexos diretos em um melhor *share* geral. Acreditamos que este movimento possa continuar e que Vibra possa fazer melhor uso de sua capilaridade, marca e proposta de valor para retomar o espaço perdido. Quanto à Ipiranga, acreditamos que a empresa seguirá mantendo seu *share* com eficiência, tal como vêm fazendo nos últimos anos.

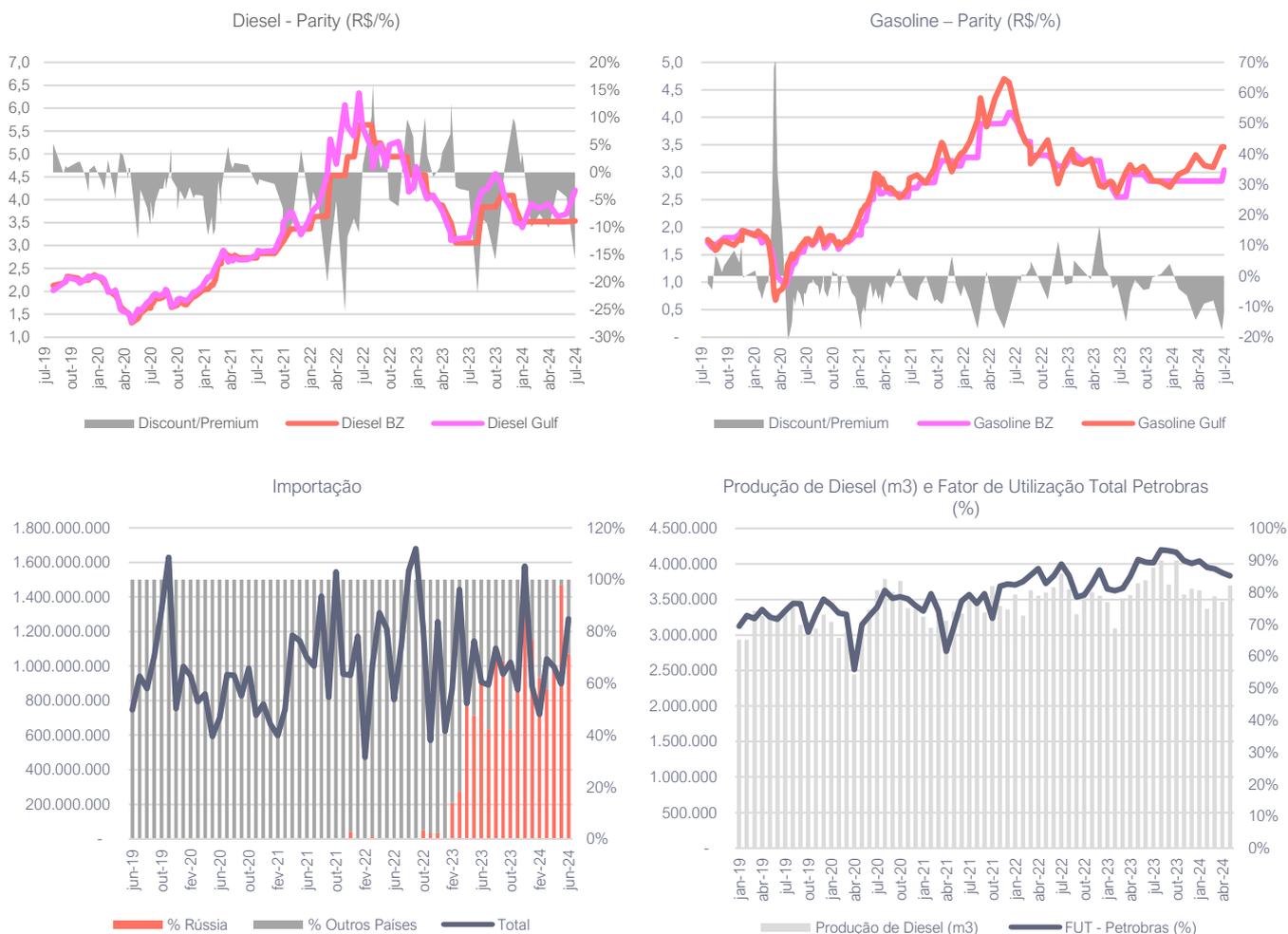


Oferta

Petrobras deve continuar mantendo preços abaixo da paridade com o Golfo

- Como Vibra e Ipiranga obtém grande parte do suprimento com a empresa, isto pode ser benéfico para manutenção da rentabilidade

Acreditamos que as distribuidoras continuarão atingindo bons níveis de rentabilidade enquanto a Petrobras mantiver a política de preços atual, que não oferecia reajustes de preços à gasolina desde outubro/23 e de diesel desde dezembro/23 e, após o último reajuste em julho/24 na gasolina, possivelmente deverá se manter cautelosa em promover nossos aumentos. Destacamos ainda que o novo aumento permitirá um ganho de inventários no 3T24. Ademais, a nova política é mais opaca que a anterior (que pregava a prática de preços relacionados à paridade de preços de importação) e, ao manter um preço entre o valor marginal para a Petrobras e o custo de aquisição do cliente (que em alguns casos, pode ser entendido como o preço de paridade de importação), confere benefícios à quem adquire maior parte de seu suprimento da Petrobras, como Vibra e Ultrapar, que obtém cerca de ~90% do seu produto para revenda diretamente da petrolífera. Em suma, ainda que a volatilidade imposta pela parcela importada do suprimento e em especial, face a entrada de diesel russo no país, não seja negligenciável, a estabilidade na ponta Petrobras permite que as empresas mantenham boas margens ainda que, em algumas praças, às custas de um maior *share*. A defasagem atual está próxima à 15% para o diesel e 10% para a gasolina. Ou seja, o último movimento atenuou, porém não eliminou a defasagem na gasolina. A importação de diesel segue relativamente elevada e com origem preponderantemente russa. Ainda que o fator de utilização das refinarias da Petrobras tenha sido menor nos últimos meses, vemos um nível de produção de diesel estável e assim, acreditamos não haver motivos para observarmos um descolamento do nível atual de importação frente ao atual.





Fluxo & Frota

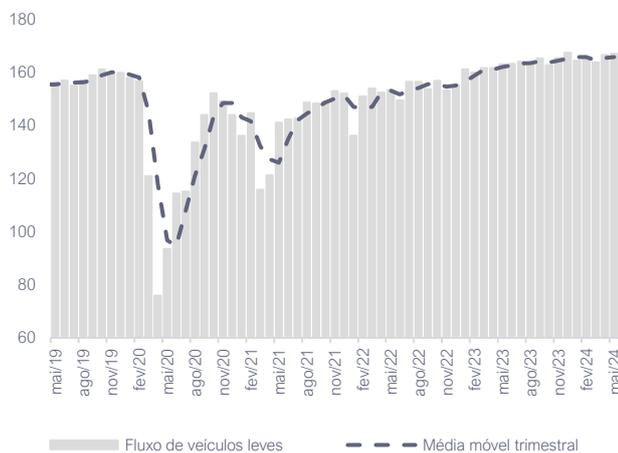
Estamos mais confortáveis com o fluxo que com crescimento da frota

- Fluxo de automóveis leves e pesados está estável, porém frota diesel segue crescendo pouco.

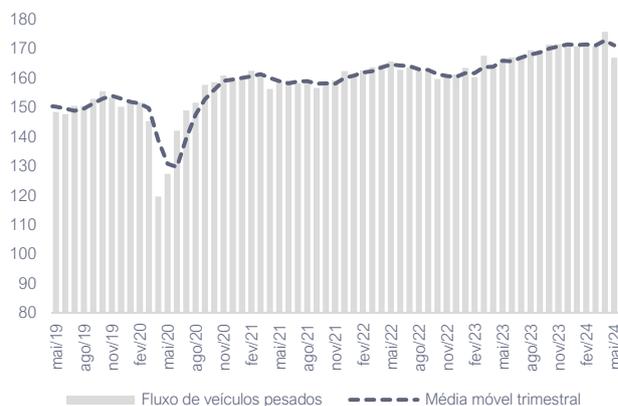
Com relação ao fluxo em estradas, este vêm se mostrando próximo à média móvel trimestral tanto com relação à automóveis de passeio como à frota diesel.

Seguimos vendo um crescimento gradual da frota de veículos no país à um CAGR de 3,4% desde 5/2014. No entanto, na frota diesel (ônibus + caminhões), esta taxa é de apenas 2,0%.

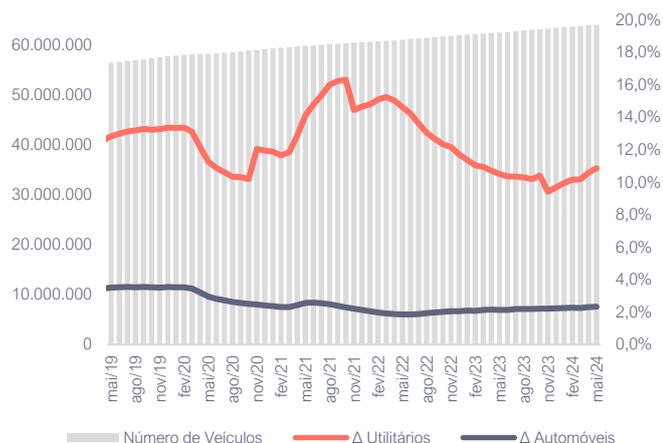
Brasil - Fluxo de veículos leves



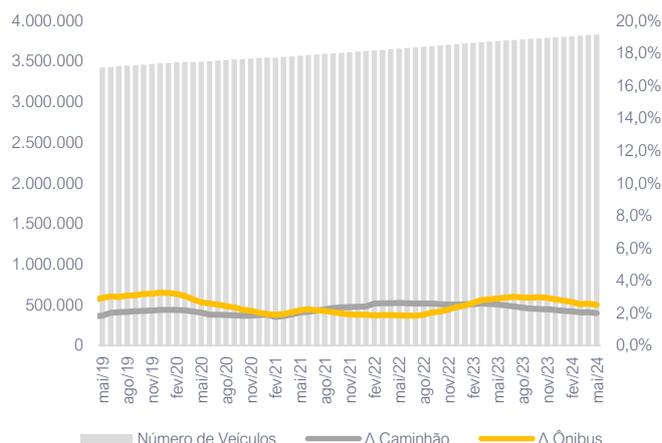
Brasil - Fluxo de veículos pesados



Frota de Veículos e Utilitários



Frota de Ônibus e Caminhões



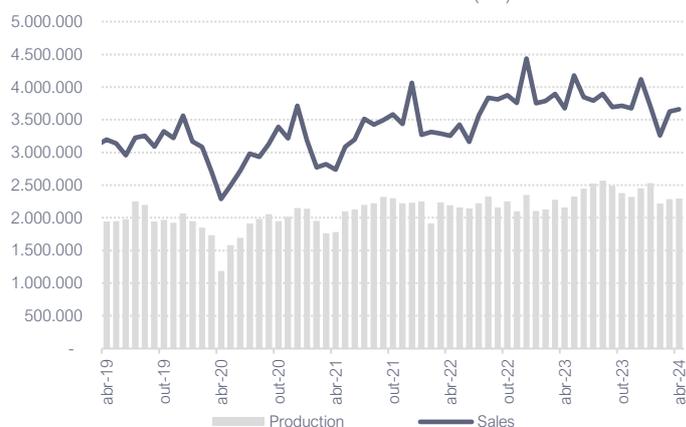
Gasolina e Etanol

Etanol mais vantajoso em algumas praças ajuda a explicar moderação no consumo de gasolina

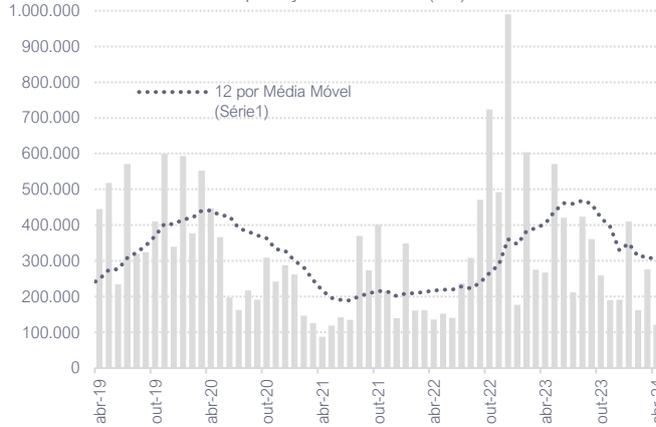
- Para a frente, aumento nos preços da gasolina deve manter *mix* mais alcooleiro

Tanto o nível de produção e vendas de gasolina seguem conforme esperávamos. Na produção, vemos alguns efeitos das paradas de produção efetuadas pela Petrobras no começo do ano. Nas vendas, notamos que o fato do etanol estar mais vantajoso que a gasolina em algumas cidades também pode ter contribuído para uma maior moderação nos volumes vendidos de gasolina. Quanto à esta dinâmica, apesar de termos visto o preço do etanol subir nos últimos dias, estes ainda estão, em média, mais vantajosos que os preços da gasolina. Na importação, não esperamos grande distorções frente ao panorama atual.

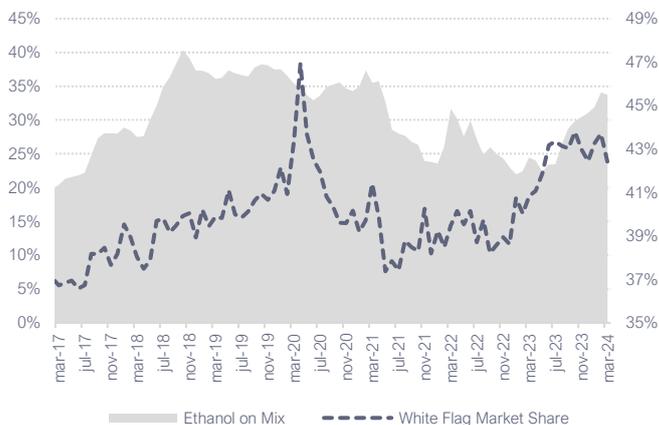
Gasoline A Production x Gasoline C Sales (m3) - ANP



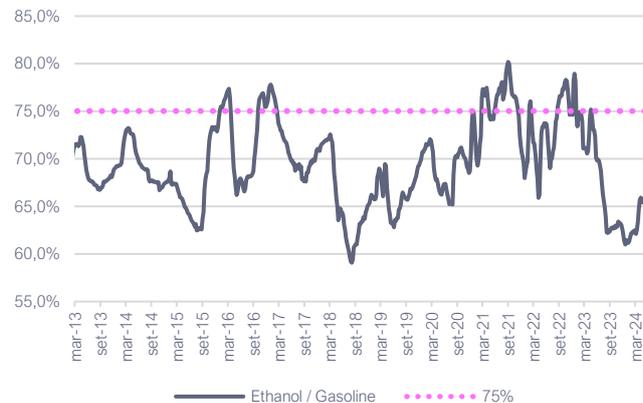
Importação de Gasolina (m3)



Ciclo Otto - Mix vs. Share Bandeira Branca



Ethanol / Gasoline



ANP - Ethanol Anhydrous and Hydrus Production x Sales



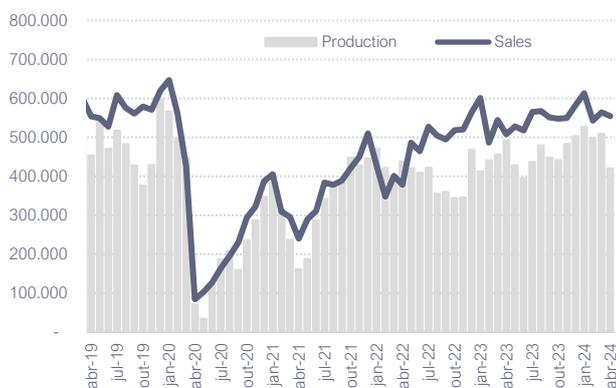
QAV | Lubrificantes

Demanda por QAV ainda patina, Vibra mira lubrificantes

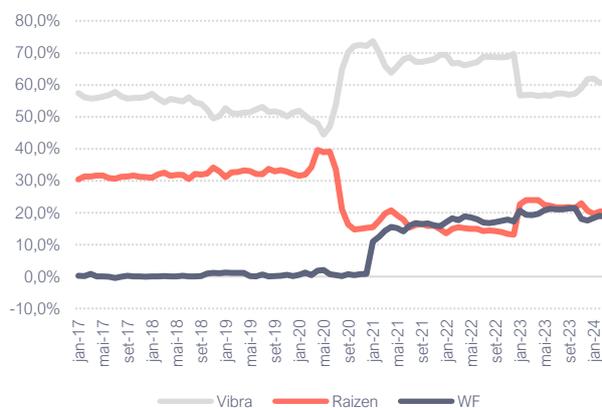
- **Demanda por QAV no país ainda não superou o período pré-pandemia**

Registrando altos e baixos, a demanda por QAV no país segue apenas próxima ao nível praticado até março de 2020. Acreditamos que a entrada em recuperação judicial da Gol contribua para uma maior racionalidade na oferta e assim, resulte numa diminuição do consumo. Um eventual movimento de fusão envolvendo a empresa e a Azul também deverá limitar a demanda deste produto. Quando olhamos o *share*, vemos Vibra avançando nos últimos meses em um mercado que vinha permanecendo estável após o acordo de principalidade envolvendo Azul e Raizen.

ANP - Jet Kerosene Production x Sales



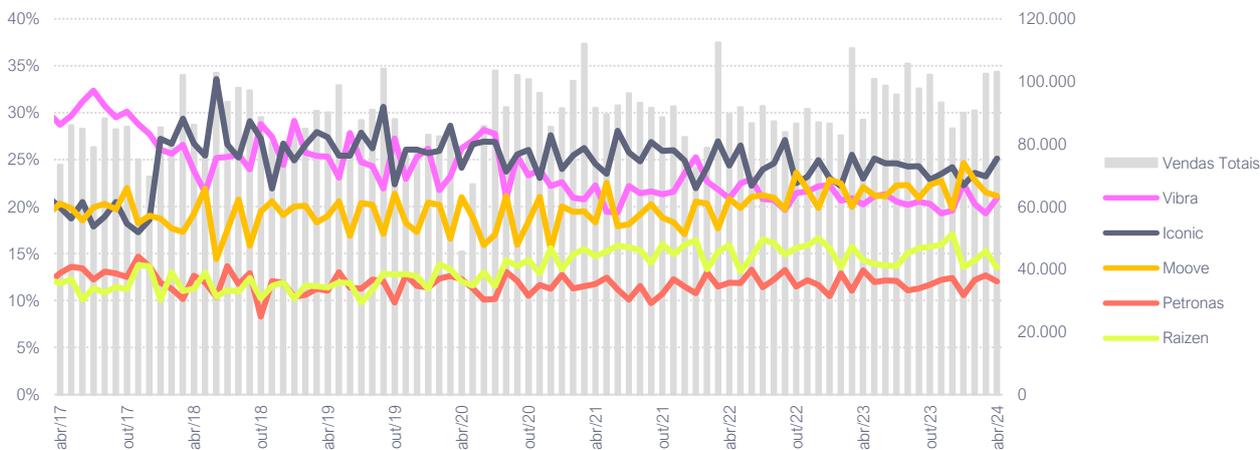
Market Share - QAV



- **Em lubrificantes, Vibra também visa recuperar o terreno perdido**

Gostamos do momento deste mercado, onde continuamos a ver a Iconic (Ipiranga + Chevron) na frente, seguida pela Moove (que pretende abrir capital em NY) e pela Vibra, que desde 02/22, segue longe da ponta. Destacamos que Vibra vêm tomando medidas para elevar a sua performance no setor, como elevar a capacidade de produção, lançar produtos voltados ao agronegócio, bem como incrementar as suas possibilidades de exportação, sobretudo na América Latina.

Share em Lubrificantes



Energia

Demanda por veículos elétricos no país cresce. Enquanto isso, mercado de energia surge como nova fonte de receitas para empresas.

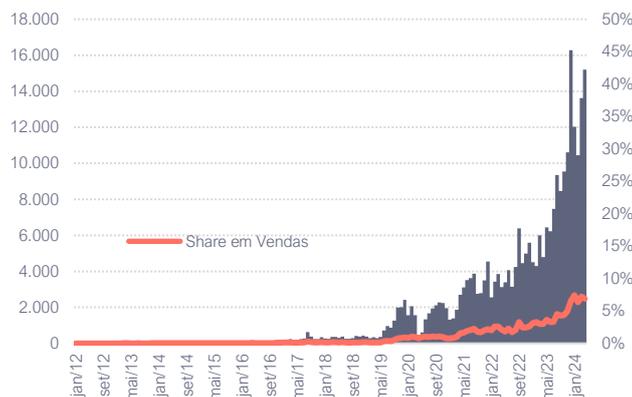
O crescimento do mercado de veículos elétricos no país é uma ameaça ?

Sim. É inegável o crescimento da venda de veículos elétricos no país, sobretudo a partir de 2023, e a necessidade das distribuidoras de combustíveis levarem em consideração esta tendência ao formularem suas estratégias futuras, mesmo com a existência de desafios significativos para sua escalabilidade, como:

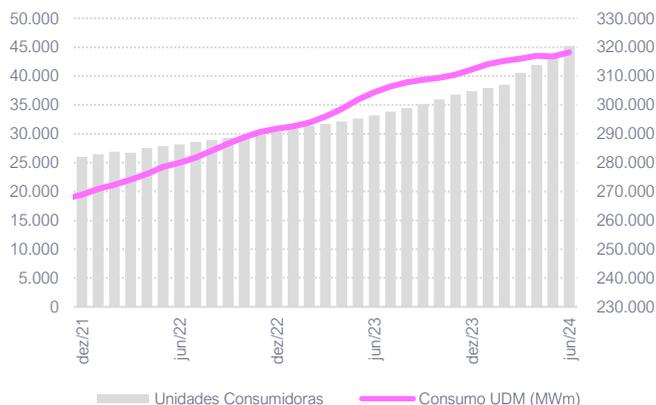
- **Preço médio** – ainda elevados, no entanto, importação chinesa cada vez mais competitiva;
- **Depreciação do veículo a longo prazo** – muitos consumidores ainda relutam em adotar a “novidade” em virtude de uma depreciação acentuada, em comparação aos veículos à gasolina, na revenda;
- **Disponibilidade e tarifas de pontos de recarga** – no Brasil, ainda há escassez de pontos de recargas, especialmente em logradouros menos densos; os preços do abastecimento fora de casa também podem ser consideravelmente maiores.
- **Infraestrutura do grid elétrico** – O risco de danos à baterias causados por episódios de sobrecarga ou apagões preocupam os consumidores.
- **Tempo de carregamento** - em alguns casos, este ainda pode ser longo.

Por enquanto, as medidas até então tomadas, como a instalação de tomadas em 15 postos Vibra para veículos *plug-ins* e a firmação de parcerias, como no caso da Vibra, com a EZVolt, são, a nosso ver, experimentalmente pequenas e por ora, as empresas devem continuar tentando compensar as perdas de receita originárias da evolução da frota de elétricos pegando carona em oportunidades do setor elétrico que oferecem sinergias com as suas respectivas carteiras de clientes B2B, como a abertura do mercado livre e o crescimento da geração distribuída.

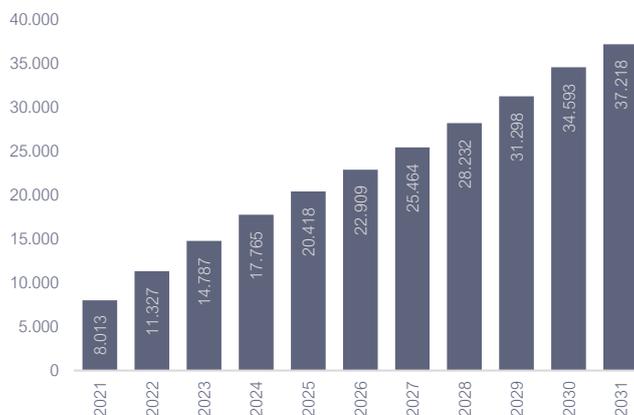
Vendas de Veículos Elétricos no Brasil - ABVE



Crescimento do Mercado Livre de Energia - Abraceel



Capacidade Instalada de MGD em MW - ANEEL





Vibra Energia | VBBR3

Compra

Indicação

Após um trimestre onde apesar de uma dinâmica ainda desafiadora, Vibra novamente extrai uma margem Ebitda/m3 normalizada mais forte que seus pares e acima das nossas expectativas, seguimos recomendando a compra de seus papéis, vendo estes sendo negociados com EV/Ebitda ainda descontado frente à sua média dos últimos três anos. Acreditamos ainda que, após as perdas de *share* registradas nos últimos anos, a companhia tem condições de recuperar, ao menos parcialmente, a fatia perdida, sobretudo no segmento bandeirado.

Tese de Investimentos

Mais rentável, Vibra pode ter maior fôlego para recuperar o terreno perdido

No 1T24, apesar das dificuldades encontradas no mercado de distribuição de combustíveis no país, Vibra conseguiu registrar uma Margem Ebitda de R\$ 157/m3, que assim, se mostrou maior que as nossas expectativas e que a de Ipiranga (R\$ 140/m3). Apesar da grande perda de *share* ocorrida na última década, lembramos que Vibra trabalhava com uma Margem Ebitda próxima à R\$ 71/m3 e um *opex* ajustado/m3 próximo à R\$ 100/m3 em 2017 e agora, dispõe da Margem Ebitda supracitada e de um *opex*/m3 próximo à R\$75/m3. Sustentavelmente mais rentável, acreditamos que Vibra deve focar em sua rede bandeirada para tentar retomar o *share* perdido.

A estratégia continua ser forte o bastante para agregar valor independente do cenário

O aumento de preços recente na gasolina jogará a favor das margens da empresa no 3T24. Mesmo não enxergando a Petrobras promovendo novos movimentos de preços no curto prazo, enxergamos Vibra pronta para seguir exibindo bons resultados.

Vibra segue com créditos tributários à reconhecer

Acreditamos que Vibra registrará R\$ 1,7 bi em créditos tributários da L.C 192 até o 3T25. Quanto à LC 194, não assumimos nenhum valor em nossa modelagem, mas acreditamos que Vibra também pode reconhecer créditos oriundos desta fonte.

Mais adequações devem ocorrer na rede de postos

Acreditamos que a rede de postos é o segmento onde a companhia deverá focar para crescer mais e melhor. No 1T24, Vibra depurou 136 postos e pode continuar fechando postos para readequar a sua rede. Apesar da depuração líquida de postos, não sentimos grandes perdas nos volumes vendidos e assim acreditamos que a depuração de postos continuará sendo executada de forma pontual, não retirando força de seu *topline* e fundamentalmente, melhorando a relação Ebitda/posto da empresa.

Estratégia passa por fortalecer o core e continuar remunerando o acionista

O fortalecimento do *core business* passa pela estratégia de embandeiramento com qualidade, pela continuidade da prática de obtenção de melhores margens e pela busca gradual de recuperação de *market share* perdido ao longo dos últimos anos, com destaque para a rede de postos. Ademais, acreditamos que existe espaço para Vibra avançar em lubrificantes após a concretização do aumento de 66% da sua capacidade. Unindo forte geração de caixa com uma alavancagem reduzida, acreditamos que Vibra conseguirá remunerar adequadamente os seus acionistas mesmo se optar por não distribuir proventos extraordinários e manter a sua política em 40% de *payout*.

Riscos: Brent, Câmbio, Política de Preços da Petrobras, Competividade na Importação de Combustíveis, Mudanças de Regulação, PIB Brasil, Inflação, Baixa Demanda por derivados, Disputa pela Marca Petrobras, Possibilidade de Recompra de Papéis por parte da Petrobras, Baixos preços de Energia para a Comerc, Ocorrência de M&As.

VBBR3

Valor de mercado (R\$mi.)	R\$	26.050,3	
Últ. preço	R\$	23,28	
Preço-alvo	R\$	29,00	
Potencial		24,6%	
Múltiplos	12m	24m	Média
P/L	8,9x	9,3x	9,2x
Ev/Ebitda	6,4x	6,2x	6,7x
P/VPA	1,6x	1,5x	1,5x
Oscilação	30d	12m	2024
VBBR3	13,8%	47,2%	7,3%
Ibov	5,4%	6,4%	-4,7%
Comps	2023	2024	2025
ROE	30,3%	16,3%	8,5%
Alavancagem	1,1x	0,7x	1,7x

GxWACC	9,5%	9,3%	9,0%	8,8%	8,5%
5,8%	R\$ 31,00	R\$ 33,00	R\$ 36,00	R\$ 39,00	R\$ 43,00
5,3%	R\$ 28,00	R\$ 30,00	R\$ 32,00	R\$ 34,00	R\$ 37,00
4,8%	R\$ 25,00	R\$ 27,00	R\$ 29,00	R\$ 31,00	R\$ 33,00
4,3%	R\$ 23,00	R\$ 25,00	R\$ 26,00	R\$ 28,00	R\$ 29,00
3,8%	R\$ 22,00	R\$ 23,00	R\$ 24,00	R\$ 25,00	R\$ 27,00

Indicador	Premissas
Levered β	1,27x
% Debt Target	60%
WACC	9,0%
Risk Free (R\$)	7,3%
Risk Premium	4,4%
<i>g</i>	4,8%

Vibra – Forward EV/Ebitda vs. Mean 5 yrs



Balço Patrimonial e DRE

R\$ milhões

Balço Patrimonial	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2023	2024	2025
Ativo Total	40.229,0	39.590,0	40.978,0	43.481,0	43.158,0	43.481,0	40.740,1	47.900,0
Caixa & Aplicações	5.816,0	5.662,0	6.436,0	6.666,0	5.476,0	6.666,0	13.024,1	19.261,1
Estoques	5.571,0	5.731,0	6.327,0	5.954,0	7.108,0	5.954,0	5.831,0	6.008,2
Contas à Receber	6.142,0	5.027,0	6.265,0	6.135,0	6.043,0	6.135,0	5.992,7	6.183,0
Outros Ativos CP	21.543,0	20.373,0	22.271,0	23.599,0	23.079,0	23.599,0	26.030,7	32.672,7
Outros Ativos LP	18.686,0	19.217,0	18.707,0	19.882,0	20.079,0	19.882,0	14.709,4	15.227,3
Ativo Fixo	12.851,0	13.141,0	12.660,0	12.555,0	12.756,0	12.555,0	12.920,1	13.381,2
Passivo & PL	40.229,0	39.590,0	40.978,0	43.481,0	43.158,0	43.481,0	40.740,1	47.900,0
Fornecedores	4.196,0	3.338,0	4.107,0	4.496,0	4.354,0	4.496,0	4.403,1	4.536,9
Dívida (Curto Prazo)	1.394,0	1.482,0	1.608,0	1.470,0	2.951,0	1.470,0	1.626,1	2.151,5
Outros Passivos CP	2.789,0	2.885,0	3.913,0	4.030,0	3.185,0	4.030,0	1.101,2	1.133,5
Dívida (Longo Prazo)	15.874,0	15.416,0	14.395,0	14.048,0	12.696,0	14.048,0	15.539,3	20.561,2
Outros Passivos LP	3.281,0	3.651,0	3.400,0	3.706,0	3.416,0	3.706,0	905,0	933,7
Patrimônio Líquido	12.695,0	12.818,0	13.555,0	15.731,0	16.556,0	15.731,0	17.165,4	18.583,1

R\$ milhões

DRE	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2023	2024	2025
Receita Líquida	39.037,0	37.184,0	43.063,0	43.663,0	39.599,0	162.947,0	159.168,6	164.221,6
CMV	(37.679,0)	(35.648,0)	(40.001,0)	(41.258,0)	(37.488,0)	(154.586,0)	(151.392,9)	(155.992,3)
Lucro Bruto	1.358,0	1.536,0	3.062,0	2.405,0	2.111,0	8.361,0	7.775,6	8.229,3
Total de Despesas Op.	(929,0)	(986,0)	(930,0)	2.063,0	(482,0)	(782,0)	(2.100,1)	(3.058,0)
EBIT	429,0	550,0	2.132,0	4.468,0	1.629,0	7.579,0	5.675,6	5.171,2
Resultado Fin.	(280,0)	(341,0)	(413,0)	(50,0)	(334,0)	(1.084,0)	(1.374,3)	(838,8)
IR & CSLL	(66,0)	(50,0)	(45,0)	(1.162,0)	(435,0)	(1.693,0)	(1.469,3)	(1.460,7)
Lucro Líquido	81,0	133,0	1.255,0	3.297,0	789,0	4.766,0	2.796,8	2.835,4
EBITDA	567,0	686,0	2.271,0	4.609,0	1.772,0	8.133,0	6.216,7	5.729,6

Margens

Bruta	3,5%	4,1%	7,1%	5,5%	5,3%	5,1%	4,9%	5,0%
EBIT	1,1%	1,5%	5,0%	10,2%	4,1%	4,7%	3,6%	3,1%
EBITDA	1,5%	1,8%	5,3%	10,6%	4,5%	5,0%	3,9%	3,5%
Líquida	0,2%	0,4%	2,9%	7,6%	2,0%	2,9%	1,8%	1,7%

Crescimento Ano/Ano

Δ Receita Líq.		-21,1%	-15,3%	-3,1%	14%	-10,2%	-2,3%	3,2%
Δ EBITDA		-62,0%	489,9%	279,3%	212,5%	80,0%	-23,6%	-7,8%
Δ Lucro Líq.		-81,2%	-2157,4%	482,5%	874,1%	210,1%	-41,3%	1,4%

R\$ milhões

Fluxo de Caixa	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2023	2024	2025
NOPLAT	236,4	399,7	1.602,2	3.303,7	1.050,1	5.592,4	3.720,8	3.413,0
(-) IR & CSLL	(66,0)	(50,0)	(415,0)	(1.162,0)	(435,0)	(1.693,0)	(1.469,3)	(1.460,7)
(+) Depreciação & Amort.	138,0	136,0	139,0	141,0	143,0	554,0	541,2	558,3
(-) Δ Capital de Giro	1.535,0	254,0	673,0	(592,0)	(1.657,0)	1.870,0	904,6	(238,8)
(-) CAPEX	(117,0)	(157,0)	(136,0)	(332,0)	(155,0)	(742,0)	(1.350,7)	(1.478,0)
(=) FCFE	1.792,4	632,7	2.278,2	2.520,7	(618,9)	7.274,4	3.815,9	2.254,5



Ultrapar | UGPA3

Neutro

Indicação

Embora tenha performado menos que os pares no 1T24, gostamos da evolução operacional mostrada desde 2022, acreditamos que após o término do processo de depuração de postos no ano passado, a relação Ebitda/posto pode continuar subindo e que, num ambiente de preços defasados no refino, Ipiranga pode ter mais espaço para conseguir demonstrar o seu valor, sobretudo se as disparidades tributárias ocorridas até abril/24 não voltarem a ocorrer. Gostamos também dos recentes resultados de Ultracargo e Ultragaz, vemos possibilidade de crescimento nestas operações e, diante de uma alavancagem de 1,3x, vemos Ultrapar dispondendo de conforto para alocar seu capital de forma eficiente. Acreditamos, no entanto, que as ações de Ultrapar estão bem precificadas, oferecem uma mais limitada relação risco x retorno frente à Vibra e assim, seguiremos neutros.

Tese de Investimentos

Em Ipiranga, objetivo é aprimorar o *turnaround* realizado

Ipiranga vêm conseguindo manter *share* tanto em diesel como no Ciclo Otto neste início de 2024. No entanto, o *management* ressaltou que para dar o apoio necessário na ponta, teve que abrir mão de margem no 1T24. Como a situação de desequilíbrio tributário no Amapá ocorreu até o início de abril, acreditamos que podemos ver algum impacto deste movimento ainda no 2T24. No mais, sem mudanças de preços por parte da Petrobras no 2T24 e com a normalização nos estoques e consumo, não vemos motivos para que as margens se diferenciem em grande escala daquelas apresentadas no 1T24. Para o 3T24, o aumento de preços na gasolina será favorável. Após o término do processo de depuração de postos no ano passado, não esperamos grandes mudanças em sua rede de postos, sobretudo após a aquisição de 49 postos de Pão de Açúcar. Com estes, serão 5.930 postos de serviços e na AmPm, já são 1.532 lojas, o que equivale à uma penetração de ~26% na rede de postos (vs. 1.323 lojas e ~16% de penetração de Vibra/VEM).

Ultracargo rumo ao agro

Ultracargo verificou um crescimento superior à 10% em sua capacidade estática média e à 15% no metro cúbico faturado frente ao 1S23. Tal resultado é fruto do início das operações do terminal de Vila do Conde e das aquisições em Rondonópolis e de 50% da Opla (Paulínia). Para o ano, esperamos resultados crescentes e vemos com bons olhos a intenção da empresa em se aproveitar do crescimento da demanda oriunda do agronegócio.

Diante de ambiente mais apertado, vemos Ultragaz ao menos mantendo as suas margens

Diante de um ambiente mais competitivo, sobretudo no envasado, acreditamos que a Ultragaz deva, ao menos, manter a sua atual rentabilidade na operação. Na empresa, o objetivo continua sendo aliar a sua forte capilaridade com inovação e diversificação energética. Aliás, a Ultragaz é o veículo escolhido pela *holding* para comportar a sua operação de geração distribuída (Stella), que poderá ser oferecida tanto a base de clientes residenciais como aos ~60 mil clientes empresariais da empresa, e a NEOgás, que atua no transporte de gás natural comprimido.

Mesmo com baixa alavancagem, não vemos grandes movimentos no curto prazo

Vemos Ultrapar vocal sobre seu interesse em embarcar em outras oportunidades nos segmentos de energia, mobilidade e infraestrutura logística. No entanto, não acreditamos que nenhum grande passo será dado até a maturação do seu recente investimento na Hidrovias do Brasil, o qual ainda estudamos o seu potencial.

Riscos

Brent, Câmbio, Política de Preços da Petrobras, Competividade na Importação de Combustíveis, Mudanças de Regulação, PIB Brasil, Inflação, Baixa Demanda por derivados, Possibilidade de Ocorrência de M&As.

UGPA3

Valor de mercado (R\$mi.)	R\$	25.743,5
Últ. preço	R\$	23,08
Preço-alvo	R\$	26,00
Potencial		12,7%

Múltiplos	12m	24m	Média
P/L	12,1x	11,2x	13,6x
Ev/Ebitda	6,5x	6,2x	6,8x
P/VPA	1,7x	1,6x	1,4x

Oscilação	30d	12m	2024
UGPA3	6,9%	24,3%	-11,7%
Ibov	5,4%	6,4%	-4,7%

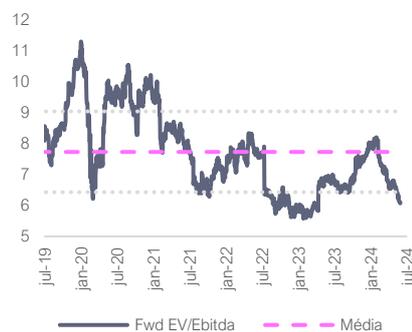
Cmps	2023	2024	2025
ROE	17,9%	11,2%	16,7%
Alavancagem	1,1x	1,4x	1,8x

	GxWACC				
	9,4%	9,1%	8,9%	8,6%	8,4%
5,9%	R\$ 28,00	R\$ 31,00	R\$ 34,00	R\$ 38,00	R\$ 42,00
5,4%	R\$ 25,00	R\$ 27,00	R\$ 29,00	R\$ 32,00	R\$ 35,00
4,9%	R\$ 22,00	R\$ 24,00	R\$ 26,00	R\$ 28,00	R\$ 31,00
4,4%	R\$ 20,00	R\$ 22,00	R\$ 23,00	R\$ 25,00	R\$ 27,00
3,9%	R\$ 19,00	R\$ 20,00	R\$ 21,00	R\$ 22,00	R\$ 24,00

Indicador Premissas

β	1,27x
% Debt	60%
WACC	8,9%
Risk Free (R\$)	7,3%
Risk Premium	4,4%
g	4,9%

Ultrapar – Forward EV/Ebitda vs. Mean 5yrs



Balço Patrimonial e DRE

R\$ milhões

Balço Patrimonial	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2023	2024	2025
Ativo Total	33.808,0	34.278,5	36.409,1	38.252,0	36.613,5	38.252,0	40.679,5	49.625,8
Caixa & Aplicações	4.620,1	5.715,5	6.246,3	6.218,6	4.057,0	6.218,6	6.349,2	12.321,6
Estoques	3.782,5	3.686,9	3.913,9	4.291,4	4.371,9	4.291,4	4.446,3	4.545,3
Contas à Receber	4.266,1	3.647,8	4.462,4	4.426,7	4.206,9	4.426,7	4.575,3	4.651,1
Outros Ativos CP	15.479,8	16.589,6	18.039,1	18.648,9	16.574,9	18.648,9	19.207,6	25.418,4
Outros Ativos LP	18.328,2	17.688,9	18.370,0	19.603,1	20.038,6	19.603,1	21.471,9	24.207,4
Ativo Fixo	9.972,0	9.953,6	10.423,9	10.971,4	10.354,5	10.971,4	12.550,3	15.138,1
Passivo & PL	33.808,0	34.278,5	36.409,1	38.252,0	36.613,5	38.252,0	40.679,5	49.625,8
Fornecedores	4.630,7	3.949,9	5.024,6	5.722,0	4.381,8	5.722,0	5.928,6	6.060,5
Dívida (Curto Prazo)	2.018,6	2.785,7	2.599,8	2.304,7	4.087,3	2.304,7	2.556,0	3.837,7
Outros Passivos CP	1.621,7	1.704,2	2.317,8	3.202,9	1.412,2	3.202,9	3.250,2	3.293,8
Dívida (Longo Prazo)	11.365,4	11.437,3	11.310,0	10.987,3	10.342,6	10.987,3	12.185,2	18.295,7
Outros Passivos LP	1.802,2	1.794,8	1.913,4	2.005,2	2.013,8	2.005,2	2.073,6	2.110,4
Patrimônio Líquido	12.369,5	12.606,7	13.243,4	14.029,8	14.375,8	14.029,8	14.685,9	16.027,6

R\$ milhões

DRE	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2023	2024	2025
Receita Líquida	30.551,8	29.592,5	32.483,5	33.420,9	30.395,9	126.048,7	130.281,1	132.439,8
CMV	(28.839,0)	(27.920,3)	(29.619,3)	(30.351,9)	(28.334,7)	(116.730,5)	(120.943,9)	(123.635,5)
Lucro Bruto	1.712,7	1.672,3	2.864,3	3.069,0	2.061,2	9.318,2	9.337,2	8.804,3
Total de Despesas Op.	(1.045,3)	(1.159,2)	(1.285,8)	(1.261,9)	(1.110,8)	(4.752,3)	(4.330,0)	(4.210,9)
EBIT	667,4	513,0	1.578,4	1.807,1	950,4	4.565,9	5.007,2	4.593,4
Resultado Fin.	(311,6)	(216,7)	(300,6)	(170,2)	(282,8)	(999,1)	(2.572,9)	(540,1)
IR & CSLL	(92,4)	(59,2)	(386,3)	(523,1)	(209,1)	(1.060,9)	(794,5)	(1.382,4)
Lucro Líquido	273,8	238,7	891,2	1.114,0	455,4	2.517,8	1.652,2	2.683,4
EBITDA	863,5	719,4	1.788,8	2.043,1	1.159,1	5.414,8	5.884,6	5.485,4

Margens

Bruta	5,6%	5,7%	8,8%	9,2%	6,8%	7,4%	7,2%	6,6%
EBIT	2,2%	1,7%	4,9%	5,4%	3,1%	3,6%	3,8%	3,5%
EBITDA	2,8%	2,4%	5,5%	6,1%	3,8%	4,3%	4,5%	4,1%
Líquida	0,9%	0,8%	2,7%	3,3%	1,5%	2,0%	1,3%	2,0%

Crescimento Ano/Ano

Δ Receita Líq.	-19,8%	-17,3%	-7,1%	-0,5%	-12,2%	3,4%	17%
Δ EBITDA	-25,1%	126,1%	28,6%	34,2%	33,1%	8,7%	-6,8%
Δ Lucro Líq.	-48,1%	979,4%	33,2%	66,3%	36,8%	-34,4%	62,4%

R\$ milhões

Fluxo de Caixa	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2023	2024	2025
NOPLAT	499,0	411,1	1.101,2	1.229,7	651,3	3.212,3	3.381,3	3.031,7
(-) IR & CSLL	(92,4)	(59,2)	(386,3)	(523,1)	(209,1)	(1.060,9)	(794,5)	(1.382,4)
(+) Depreciação & Amort.	196,1	206,4	210,4	236,0	208,7	848,9	877,4	891,9
(-) Δ Capital de Giro	(1.365,5)	(612,5)	769,7	945,0	(3.218,6)	(263,4)	(174,4)	(62,8)
(-) CAPEX	(221,0)	(235,5)	(572,3)	(317,2)	(326,2)	(1.346,0)	(1.639,0)	(2.648,8)
(=) FCFE	(891,4)	(230,6)	1.508,9	2.093,6	(2.684,7)	2.451,9	2.445,3	1.212,0



DISCLAIMER

Este relatório foi elaborado exclusivamente pela Ativa Investimentos e está sendo fornecido exclusivamente para fins informativos. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação prévia, exceto quando encerrar a cobertura do emissor dos títulos discutidos neste relatório.

Este relatório não é uma oferta ou solicitação de qualquer instrumento financeiro. Antes de tomar a decisão de aplicar em qualquer operação, os potenciais investidores devem considerar cuidadosamente sua própria situação financeira, seus objetivos de investimento, todas as informações disponíveis e, em particular, avaliar os fatores de risco aos quais o investimento está sujeito. Os investidores deverão procurar aconselhamento financeiro em relação aos produtos ou estratégias de investimentos discutidas neste relatório, quando necessário. Os investidores devem observar que os rendimentos de títulos ou outros investimentos, mencionados neste relatório, podem flutuar e o preço de tais títulos e investimentos pode aumentar ou diminuir. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro. A Ativa Investimentos não aceita responsabilidade por qualquer perda direta ou indireta decorrente do uso deste relatório.

Os traders e demais profissionais da Ativa Investimentos e das empresas do conglomerado podem realizar comentários ou estratégias de negociação que refletem opiniões contrárias à opinião expressa neste relatório. Esses comentários de mercado ou estratégias de negociação refletem os diferentes prazos, premissas, visões e métodos analíticos das pessoas que as elaboraram, e a Ativa Investimentos e seu conglomerado não possuem nenhuma obrigação de garantir que tais comentários de mercado ou estratégias de negociação sejam levados ao conhecimento de qualquer destinatário deste relatório. Este relatório é baseado em informações publicamente disponíveis e que a Ativa Investimentos considera confiável, porém não representa que é preciso e/ou completo, sendo assim, não deve ser considerado como tal.

Research

research@ativainvestimentos.com.br

Institucional

Ações | Renda Fixa | Mercados Futuros

Mesa RJ: (55 21) 3515-0290
Mesa SP: (55 11) 3339-7036
Sales: (55 21) 3515-0202

Pessoa Física

Mesa RJ: (55 21) 3515-0256/3958-0256
Mesa SP: (55 11) 3896-6994/6995/6996
Mesa GO: (55 41) 3270-4100
assessoriadigital@ativainvestimentos.com.br

Atendimento

0800 285 0147

Ouvidoria

0800 717 7720