

Vibra Energia: Revisão de preço

12 de novembro de 2021

Por **Daniel Cobucci, CNPI**





Atualização de preço: calibrando as expectativas

Revisamos nossas estimativas para a **Vibra** (ex BR Distribuidora), introduzindo o novo **preço alvo** para 2022 de **R\$ 32,00**, mantendo a recomendação de **compra**. A **Vibra** tem promovido uma série de alterações em sua estratégia de longo prazo, incluindo investimentos que vão além do segmento de distribuição de combustíveis. A aposta é capturar ganhos e estar presente em setores que devem apresentar forte crescimento no contexto de transição energética. Por isso, a entrada mais direta no mercado energético, com a aquisição de participação na **Comerc**, no Biogás, além das parceria recentes com a **Coopersucar** para comercialização de etanol e com a **ZEG** para o desenvolvimento do mercado de bioetanol, podem trazer ganhos significativos no longo prazo. Porém, até que os negócios estejam operacionais ou que tenhamos informações mais concretas sobre as premissas dos modelos de negócios, não iremos incorporar esses ativos em nosso preço-alvo, logo, trata-se de potencial *upside* para a tese.

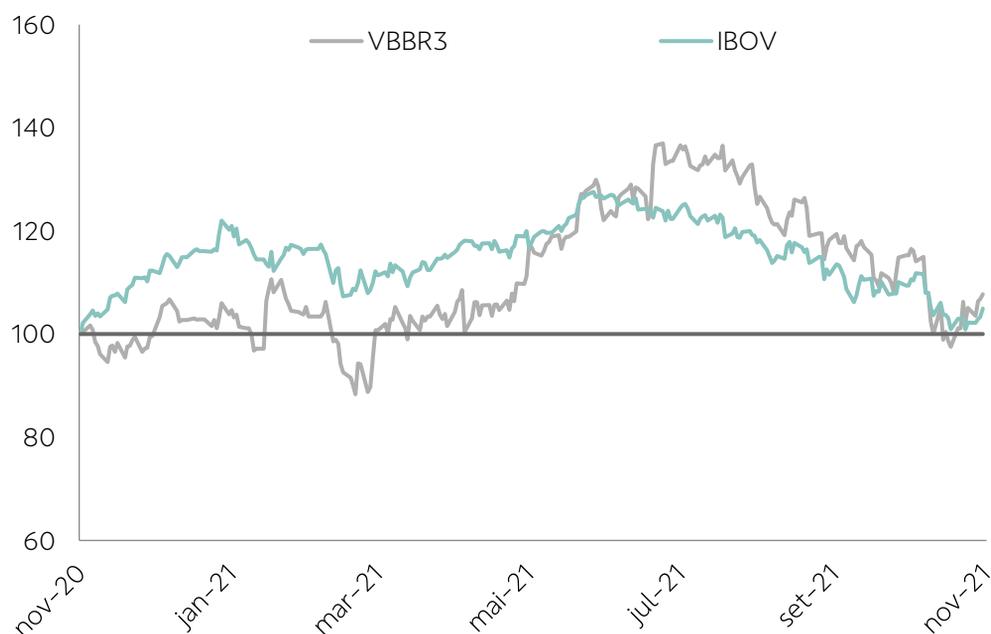
A empresa segue em uma trajetória de **redução das despesas**. Até 2019, havia uma distância expressiva na eficiência, quando comparada com seus pares. Em 2020, já houve uma redução anual das despesas na ordem de R\$ 200 milhões e, para 2021/22, a empresa apontou a possibilidade de reduzir outros R\$ 250 milhões. Esse processo envolve mudanças em logística, em recursos humanos, na área de compras, marketing e diversos outros segmentos. Além disso, a Vibra reforçou a atuação em segmentos anteriormente subutilizados, e que hoje fazem parte de uma estratégia mais ativa de composição das receitas, como a importação de combustíveis, por exemplo.

Ticker	VBBR3	Recomendação	Compra
Variação 30 dias	-6,5%	Preço em 11-nov-2021	23,18
Variação em 2021	6,1%	Preço-alvo 31-dez-2022	R\$ 32,00
Variação 12 meses	7,8%	Potencial de Valorização	38,1%
Mínimo 12 meses	18,20	Valor de mercado (R\$ bilhões)	27,4
Máximo 12 meses	29,93		

Fonte: Vibra, Bloomberg e BB Investimentos



VBBR3 vs IBOV



Novos caminhos a serem trilhados: A Vibra já iniciou o fortalecimento de sua área de *trading*, tanto de etanol quanto de derivados. Para isso, firmou a parceria com a Coopersucar, criando a maior **comercializadora de etanol** do país, o que deve permitir a captura de arbitragens e maior rentabilidade na aquisição de etanol.

A empresa também pretende dar mais ênfase ao **cenário de transição energética**, se preparando para as mudanças que devem ocorrer no ambiente de negócios. Para tanto, contratou uma consultoria internacional, visando uma **revisão estratégica do portfólio** para atuação em transição energética.

A empresa segue com um patamar de **alavancagem** confortável, com a relação dívida líquida/EBITDA UDM em 1,4x, mesmo após o anúncio de **pagamento de dividendos** no montante de R\$ 1,1 bilhão. Considerando que a Vibra aprovou a distribuição antecipada de JCP referente ao exercício de 2021, no total de R\$ 554 milhões, e já havia pago R\$ 498,3 milhões em JCP já pagos em janeiro, a **remuneração total ao acionista** da companhia é de aproximadamente **R\$ 2,85 bilhões**, o que representa um **yield de 8,6%**.

Fonte: Vibra e BB Investimentos



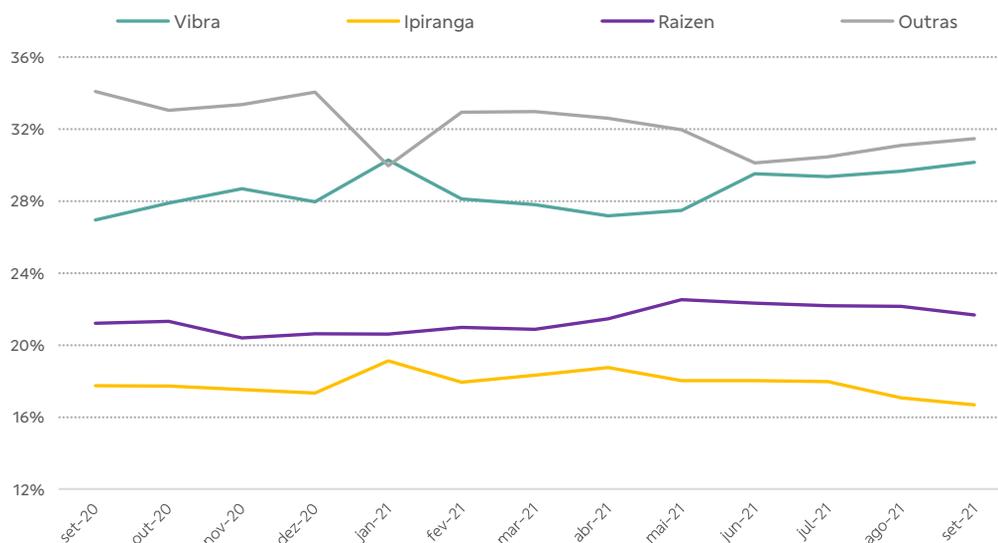
Vibra | ESG



O *market share* consolidado da Vibra ficou em 30,2% no mês de setembro, o que representa um avanço de 3,2% ante set/2020, o maior incremento de *market share* do setor (a Ipiranga teve um decréscimo de 1,1%, Raízen um ganho de 0,5% e as outras bandeiras uma queda de 2,6% no mesmo período). Em nosso entendimento, além da **recuperação na demanda do segmento de aviação**, no qual a Vibra possui maior relevância, houve também uma **boa estratégia de precificação**, indicando que a estratégia anunciada no “Vibra day”, de centralização de preços e uso de *machine learning* (tecnologia onde os computadores tem a capacidade de aprender de acordo com as respostas) trouxe um melhor equilíbrio entre volumes e preços em cada região, permitindo um avanço em *market share* sem perdas expressivas de margens de comercialização, pelo menos até o último resultado divulgado (e esperamos, na próxima semana, confirmar esse tendência quando da divulgação do resultado do 3T21).

De modo geral, nossa percepção é de que o cenário atual, de **menores restrições de mobilidade** relacionados à pandemia, ainda **não propiciou um retorno completo das atividades presenciais**, dado que muitas empresas mantiveram regimes híbridos de trabalho e, de acordo com pesquisa recentemente divulgada pela farmacêutica Pfizer, 86% dos brasileiros ainda tem **receios de uma nova onda de contágios**, o que provavelmente ainda **influencia hábitos de deslocamento**. Adicionalmente, temos os preços de **derivados nacionais em máximas históricas**, em um contexto de queda na renda média da população e elevado desemprego, uma situação que não favorece a venda de combustíveis líquidos, mantendo a tendência de **elevada concorrência no setor** e dificultando o repasse de aumentos para o consumidor.

Participação de mercado (*market share*)



Fonte: ANP, IBP e BB Investimentos



Valuation

Atualizamos nossas estimativas e preço alvo para a VBBR3. O novo preço alvo para 2022 é de **R\$ 32,00** (antes em R\$ 30,00), mantendo a recomendação de **compra**. Nossa avaliação deriva de um método de Fluxo de Caixa Descontada (DCF) de dez anos, assumindo um WACC em 10,1% e um crescimento na perpetuidade de 3,5%.

Nossa **tese de investimento** é baseada em: (i) retomada no volume de vendas de combustíveis líquidos, o que pode produzir um efeito de diluição de custos fixos; (ii) redução de custos e despesas com as medidas de reestruturação anunciadas este ano; (iii) benefícios relacionados à possível venda das refinarias da Petrobras, dado o elevado volume de compras, que deve favorecer a companhia na realização de contratos de longo prazo; (iv) ganhos adicionais com a entrada nos segmentos de energia renovável e *trading* de etanol.

A Vibra está sendo negociada a **7,3x EV/EBITDA**, ante 6,6x da **Ultrapar**, o que entendemos como justificado, dadas as **melhores margens** e **liderança em market share**. Nosso modelo projeta um lucro por ação de R\$ 1,96 para 2021 e de R\$ 2,13 para 2022 (contra R\$ 1,63 e R\$ 1,89, respectivamente, pelo consenso de mercado/Bloomberg). Considerando que é uma empresa que ainda deve crescer e reinvestir, a elevação no pagamento dividendos adiciona uma vantagem relevante para a tese de investimentos da Vibra.

Entendemos que a queda mais recente (-6,5% nos últimos 30 dias) pode estar associada ao contexto de mais lenta retomada nos volumes do setor, como comentamos anteriormente. Além disso, a Vibra está se direcionando para uma mudança em seu portfólio, com a entrada mais expressiva em segmentos de energia renovável. Porém, ainda não está claro como as parcerias e aquisições irão influenciar no crescimento de longo prazo da companhia, que afirmou esperar que ao menos 30% do seu EBITDA passe a vir dessas atuações que vão além da distribuição de combustíveis. Assim, se por um lado entendemos que as perspectivas são boas, por outro nos parece que os investidores não estão dispostos a pagar por esse crescimento antecipadamente.

Os riscos de nossa tese de investimento incluem, entre outros: (i) novas **restrições de mobilidade** para contenção d eventual nova onda de contágios de COVID-19; (ii) menor ritmo de **crescimento da frota de automóveis**, agravada pela **crise de suprimentos** na indústria; (iii) riscos de execução e/ou crescimento menor do que o esperado nas novas linhas de negócio e (iv) **concorrência mais intensa** na distribuição de combustível no varejo, o que pode afetar as margens da empresa e/ou a capacidade de embandeirar novos postos de combustível.

Empresa faz parte da Seleção BB ESG

	ESG	Amb.	Soc.	Gov.
Nota	A-	B	A-	A-



Vibra

Valuation

Estimativas

Valor para a Firma (R\$ milhões)	37.880
Dívida Líquida	277
Valor para o acionista	37.603
Ações (# mil)	1.165
Preço alvo VBBR3 (dez/22)	32,00

Premissas para o valuation

Beta	1,23
D/(D+E)	50%
WACC	10,1%
Taxa livre de risco	4,9%
Prêmio de risco	4,6%
Crescimento na perpetuidade	3,5%

Fonte: Vibra e BB Investimentos



Vibra

Destaques Financeiros

R\$ milhões	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Receita Líquida	94.985	81.501	114.124	123.395	130.049
EBIT	1.311	4.557	3.248	3.621	3.831
EBITDA	2.373	5.625	4.448	4.916	5.205
Dívida Bruta	5.957	3.785	4.137	4.707	5.290
Divida Líquida	3.595	427	958	277	-574
Margem Bruta	6,3%	5,5%	5,8%	5,9%	5,9%
Margem EBITDA	1,9%	6,2%	3,3%	3,4%	3,4%
Margem Líquida	2,3%	4,8%	2,0%	2,0%	2,0%
ROE (%)	24,0%	37,2%	17,8%	17,7%	16,6%
EV/EBITDA	10,9x	6,7x	8,5x	7,7x	7,3x

DRE Sintético

R\$ milhões	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Receita Líquida	94.985	81.501	114.124	123.395	130.049
Custos e Despesas	-89.027	-77.044	-107.481	-116.126	-122.388
Lucro Bruto	5.958	4.457	6.643	7.269	7.661
Despesas operacionais	-4.647	100	-3.395	-3.648	-3.830
EBIT	1.311	4.557	3.248	3.621	3.831
(+/-) Resultado Financeiro	1.990	264	-207	-308	-425
EBT	3.303	4.830	3.041	3.313	3.406
Lucro Líquido	2.211	3.905	2.281	2.485	2.555

Fonte: Vibra e BB Investimentos



Vibra

Múltiplos

R\$ milhões	2019	2020	2021e	2022e	2023e
EV / EBITDA	10,9	6,7	8,5	7,7	7,3
LPA (R\$)	1,90	3,35	1,96	2,13	2,19
P/L	11,6	6,6	11,3	10,3	10,1
P/VPA	2,9	2,1	1,9	1,7	1,6

Análise de sensibilidade

	Preço-alvo 22E				
	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%	11,1%
2,5%	34,0	32,0	30,0	28,0	26,0
3,0%	36,0	33,0	31,0	29,0	27,0
3,5%	38,0	35,0	32,0	30,0	28,0
4,0%	40,0	37,0	34,0	31,0	29,0
4,5%	44,0	39,0	36,0	33,0	31,0

	EV/EBITDA 22E				
	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%	11,1%
2,5%	8,1x	7,6x	7,1x	6,6x	6,3x
3,0%	8,5x	7,9x	7,4x	6,9x	6,5x
3,5%	9,0x	8,3x	7,7x	7,2x	6,7x
4,0%	9,6x	8,8x	8,1x	7,5x	7,0x
4,5%	10,4x	9,4x	8,6x	7,9x	7,3x

Fonte: Vibra e BB Investimentos



Disclaimer

Informações Relevantes

Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas"), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de cálculo e/ou ajustes.

Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da Resolução CVM 20/2021, o BB-Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A ("Grupo") pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 - O Banco do Brasil S.A. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, de participação acionária no capital da Cielo S.A, companhia brasileira listada na bolsa de valores e que pode deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB-Banco de Investimento S.A.



Disclaimer

Informações Relevantes: **analistas de valores mobiliários.**

Declarações dos Analistas

O(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que:

1 – As recomendações contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

O(s) analista(s) declara(m), ainda, em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório:

Analistas	Itens					
	1	2	3	4	5	6
Daniel Cobucci	X	X	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-

3 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

4 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

5 – O(s) analista(s) tem vínculo com pessoa natural que trabalha para a(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

6 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.



Disclaimer

Mercado de Capitais | Equipe Research

Diretor

Francisco Augusto Lassalvia

lassalvia@bb.com.br

Gerente Executivo

Alfredo Savarego

alfredosavarego@bb.com.br

Gerentes da Equipe de Pesquisa

Wesley Bernabé, CFA

wesley.bernabe@bb.com.br

Victor Penna

victor.penna@bb.com.br

Estratégia de Renda Variável e Renda Fixa

Especialista: Leonardo Nitta

leonardo.nitta@bb.com.br

Catherine Kiselar

ckiselar@bb.com.br

Hamilton Moreira Alves

hmoreira@bb.com.br

José Roberto dos Anjos

robertodosanjos@bb.com.br

Renato Odo

renato.odo@bb.com.br

Fundos Imobiliários

Richardi Ferreira

richardi@bb.com.br

Renda Variável

Agronegócios, Alimentos e Bebidas

Mary Silva

mary.silva@bb.com.br

Melina Constantino

mconstantino@bb.com.br

Luciana Carvalho

luciana_cvl@bb.com.br

Bancos e Serv. Financeiros

Henrique Tomaz, CFA

htomaz@bb.com.br

Rafael Reis

rafael.reis@bb.com.br

Educação e Saúde

Melina Constantino

mconstantino@bb.com.br

Imobiliário

Kamila Oliveira

kamila@bb.com.br

Óleo e Gás

Daniel Cobucci

cobucci@bb.com.br

Sid. e Min, Papel e Celulose

Mary Silva

mary.silva@bb.com.br

Transporte e Logística

Renato Hallgren

renatoh@bb.com.br

Utilities

Rafael Dias

rafaeldias@bb.com.br

Varejo

Georgia Jorge

georgiadaj@bb.com.br

Equipe de Vendas

Contatos

bb.distribuicao@bb.com.br

acoes@bb.com.br

Gerente – Henrique Reis

henrique.reis@bb.com.br

Denise Rédua de Oliveira

Eliza Mitiko Abe

Fábio Caponi Bertoluci

Marcela Andressa Pereira

Pedro Gonçalves

Sandra Regina Saran

BB Securities - London

Managing Director –
Juliano Marcatto de Abreu

Henrique Catarino

Bruno Fantasia

Gianpaolo Rivas

Daniel Bridges

**Banco do Brasil Securities
LLC - New York**

Managing Director –
Andre Haui

Marco Aurélio de Sá

Leonardo Jafet