

EDUARDO MAGALHÃES SIQUEIRA

**ANÁLISE DE GANHO DE EFICIÊNCIA DE COMPANHIAS PRIVATIZADAS: UM
ESTUDO DE CASO DA DISTRIBUIDORA VIBRA**

**Tese apresentada ao Curso de Economia, Setor
de Mercado Financeiro, Universidade de São
Paulo.**

Orientador: Prof. Dr. Manuel Enriquez Garcia

SÃO PAULO

2022

FICHA CATALOGRÁFICA

Siqueira, Eduardo

Análise de ganho de eficiência de companhias privatizadas: Um estudo de caso da distribuidora Vibra – São Paulo, 2022.

Nº de páginas: 32

Área de concentração: Mercado Financeiro

Orientador: Prof. Dr. Manuel Enríquez Garcia

1.Privatizações; 2. Governança; 3. Eficiência Operacional

Dedico

Aos meus amigos e familiares do Rio de Janeiro e de São Paulo pelo tempo que
deixamos de estar juntos...

Aos meus pais, Marcio e Márcia, por todo o apoio recebido.

O AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço aos meus pais todo o apoio recebido.

Em segundo lugar, agradeço aos meus colegas de turma Victor Campos, Gabriel Mendes, Matheus Loureiro, João Pedro Camargo, Allan Aoki, Breno Ferreira, Rodrigo Megale, Nícollas Peixoto, Hugo Pires, Sergio Alves, Rodrigo Vecchia e Victor Gaspar pelas risadas, bons momentos e aprendizados.

Ademais, agradeço imensamente o Prof. Dr. Manuel Enriquez pela orientação, disponibilidade, aprendizados e compartilhamentos.

Por fim, agradeço todos aqueles que se fizeram de alguma forma presentes nessa jornada, seja no âmbito profissional, acadêmico ou pessoal. Nesse sentido, agradeço a Isabel Chiquetto o suporte dado durante esses anos e vivências compartilhadas para que a entrega deste trabalho hoje fosse possível.

SUMÁRIO

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| LISTA DE ILUSTRAÇÕES | 5 |
| RESUMO..... | 6 |
| ABSTRACT..... | 7 |
| 1 INTRODUÇÃO | 9 |
| 1.1 INTRODUÇÃO | 9 |
| 1.2 OBJETIVO..... | 11 |
| 2 REVISÃO DE LITERATURA | 13 |
| 2.1 PRIVATIZAÇÕES..... | 13 |
| 3 MATERIAL E MÉTODO..... | 16 |
| 3.1 METODOLOGIA..... | 16 |
| 3.2 DADOS..... | 16 |
| 4 RESULTADOS..... | 19 |
| 5 CONCLUSÕES | 29 |
| REFERÊNCIAS..... | 31 |

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

| | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| GRÁFICO 1 - RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA (EM R\$) POR METRO CÚBICO VENDIDO | 19 |
| GRÁFICO 2 - MARGEM OPERACIONAL..... | 20 |
| TABELA 1 – CAGR MARGEM BRUTA..... | 21 |
| GRÁFICO 3 - EBITDA POR METRO CÚBICO VENDIDO..... | 22 |
| TABELA 2 – CAGR DE EBITDA POR METRO CÚBICO VENDIDO..... | 22 |
| GRÁFICO 4 - DESPESAS COM VENDAS, GERAIS E ADMINISTRATIVAS..... | 23 |
| TABELA 3 – CAGR DAS DESPESAS COM VENDAS, GERAIS E ADMINISTRATIVAS..... | 23 |
| GRÁFICO 5 - ÍNDICE DE EFICIÊNCIA (DESPESAS DE VENDAS, GERAIS E ADMINISTRATIVAS SOBRE RECEITA LÍQUIDA) | 24 |
| GRÁFICO 6 - CAIXA LÍQUIDO GERADO (OU UTILIZADO) PELAS ATIVIDADES OPERACIONAIS..... | 25 |
| GRÁFICO 7 - RELAÇÃO ENTRE VALOR DA EMPRESA (EV) E EBITDA ESPERADO PARA OS PRÓXIMOS 12 MESES..... | 26 |
| GRÁFICO 8 - EXCESSO DE RETORNO DO IBOVESPA..... | 26 |
| GRÁFICO 9 - VOLUME VENDIDO (EM MILHÕES DE METROS CÚBICOS)..... | 27 |
| TABELA 4 - CAGR VOLUME VENDIDO (EM MILHÕES DE METROS CÚBICOS) | |

RESUMO

ANÁLISE DE GANHO DE EFICIÊNCIA DE COMPANHIAS PRIVATIZADAS: UM ESTUDO DE CASO DA DISTRIBUIDORA VIBRA

Objetivo: Identificar melhorias na performance da Vibra após a saída da Petrobras de seu controle. **Material e Método:** Análise de indicadores financeiros confrontando com pares setoriais, junto a observação dos múltiplos de mercado. **Resultados:** Após a análise dos dados e confrontamento com a estratégia adotada pela companhia, foi visto que no estudo de caso da Vibra os principais ganhos já observáveis se traduzem na eficiência do corte de despesas da companhia, capazes de aumentar margens e geração de caixa da empresa ao longo dos últimos anos.

Descritores: Privatizações, Governança, Eficiência Operacional

JEL: G30, H42, H82

ABSTRACT

ANALYSIS OF EFFICIENCY IMPROVE IN PRIVATIZED COMPANIES: A CASE STUDY OF VIBRA DISTRIBUTOR

Purpose: Identify improves in Vibra's performance after Petrobras leaved control.

Material and Method: Analysis of finance indicators and negotiation multiples crossing with sectorial peers. **Results:** After data analysis and confrontation with company's strategy, it is observed that in case study of Vibra the main gains that could be identified yet are resumed in good execution of company's expenses reduction, that provided margins increase and cash generation throug last years.

Key words: Privatizations, Governance, Operational Efficiency

JEL: G30, H42, H82

1 INTRODUÇÃO

1 INTRODUÇÃO

1.1 INTRODUÇÃO

As discussões sobre privatizações sempre foram um dos assuntos mais citados e discutidos em planos de governo, sendo também um dos principais pontos de divergência entre os candidatos representantes das mais diversas correntes ideológicas para o campo da economia. No entanto, dentro do mundo de finanças corporativas, avaliando sob a ótica de gestão e ganho de eficiência, tem-se a crença, quase que geral, de que o governo não é um bom controlador. Dentre os principais argumentos que sustentam essa tese estão a falta validação técnica dos membros estatais escalados para a gestão das companhias, o conflito entre interesses políticos e empresariais dos demais acionistas da companhia, imprevisibilidade de determinadas decisões, volatilidade com alterações partidárias no comando político, entre outros.¹

Como exemplo recente, vimos a maior empresa estatal do país listada em bolsa, a Petrobras, sendo palco de interferências do governo federal atual por motivações políticas. A alta rotatividade no cargo de presidência gera receio aos demais acionistas sobre qual a política de preços a companhia deverá seguir. Por um lado, o interesse do governo federal parece ser de retenção dos preços, permitindo defasagem no preço da gasolina federal e não acompanhamento da paridade internacional. Por outro lado, os acionistas esperam o acompanhamento dos preços internacionais, aumentando a competitividade da companhia e prezando pela eficiência operacional.

Dito isso, a monografia pretende se aprofundar nas questões relativas ao controle estatal através do estudo de um caso mais recente de privatização, a distribuidora

¹ Disponível em: < <https://economia.uol.com.br/noticias/reuters/2022/06/17/petrobras-desaba-em-meio-a-temor-sobre-interferencia-politica-na-empresa-apos-reajuste-de-precos.htm>>. Acesso em: 29 de jul. de 2022

Vibra (antiga BR Distribuidora). Em resumo, a BR Distribuidora era uma empresa que operava no setor de distribuição de combustíveis que possuía a Petrobras, empresa estatal de extração e refino de petróleo, como sua controladora.

No ano de 2017, a BR Distribuidora fez uma oferta pública inicial, Initial Public Offering (IPO), na bolsa de valores, operação que reduziu a fatia de participação da Petrobras no controle da empresa de 100% para 71,25%. A operação, que girou em torno de 5 bilhões de reais², levantou recursos para a petroleira seguir com o pagamento de suas dívidas e melhorar sua estrutura de alavancagem. A magnitude da operação fez com que a oferta pública inicial fosse a maior desde 2013.

Dois anos após este fato, a Petrobras voltou a reduzir sua posição de forma significativa na distribuidora. Em 2019, guiada pela decisão de seguir com a estratégia de desinvestimentos, em que a petroleira optou por focar nos segmentos em que possuía mais expertise, exploração de petróleo (foco no pré-sal), a companhia vendeu mais uma representativa quantidade de sua participação na distribuidora, ficando com uma fatia de 37,5% do capital social, ou seja, deixou de ser a controladora com isso. O processo em questão marcou a desestatização da companhia.

Após isto, a companhia realizou uma série de lotes de venda de suas ações até o dia 30 de junho de 2021, em que divulgou através de comunicação ao mercado a sua saída completa da empresa, zerando sua participação no capital social da BR Distribuidora. O dia em questão marcou o fim de um processo de redução acionária da Petrobras na distribuidora que durou aproximadamente 4 anos e rendeu a companhia um total de 11,36 bilhões de reais.

² Disponível em: < <https://g1.globo.com/economia/noticia/petrobras-obtem-r-5-bilhoes-com-ipo-da-br-distribuidora.ghtml>>. Acesso em: 29 de jul. de 2022

1.2 OBJETIVO

De forma sintética, o objetivo da monografia será analisar se já foi possível aferir melhoras na performance da distribuidora atribuídas a uma melhor gestão após a saída da Petrobras de seu controle.

Vale ressaltar que a companhia apresentou algumas mudanças nos cargos de gestão com a saída da Petrobras, assim como mudou um pouco seu campo de atuação, entrando em setores mais diversificados, apostando na transição da matriz energética para fontes renováveis e energia limpa.

No entanto, nas operações que já existiam, o intuito é avaliar melhorias, ou pioras, provenientes de uma melhor governança e nas que entraram, caso seja possível estabelecer uma correlação direta a nova gestão, como estão impactando na estrutura financeira e performance de mercado da empresa.

Para isso, este trabalho irá:

1. Analisar a evolução dos indicadores de eficiência financeira da companhia vendo se foi possível notar melhorias ou deteriorações significativas em relação aos pares setoriais após o período da saída da Petrobras do controle.
2. Identificar se houve ganho ou perda de volume vendido pela companhia de forma significativa após o período da saída da Petrobras do controle.
3. Analisar os indicadores de mercado da empresa (múltiplos financeiros e valor de mercado) e comparar com a evolução das demais companhias que compõem o Ibovespa para tentar identificar mudanças relevantes no período posterior a privatização.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 PRIVATIZAÇÕES

A literatura acadêmica acerca do tema de privatizações é considerável, porém grande parte dos estudos se aprofundam na parte constitucional e política dos movimentos de desestatização. Os artigos envolvendo o tema se propuseram muitas vezes a dedicar seus esforços para análises historiográficas, políticas ou sociais. No entanto, um artigo em específico se destaca no contexto do que o presente trabalho se predispõe a analisar.

O artigo de Anuatti-Neto (2005) junto com demais pesquisadores buscou identificar os efeitos da privatização sobre o desempenho econômico e financeiro das empresas privatizadas. Em resumo, os autores utilizaram uma amostra com diversas empresas brasileiras que tiveram seus controles transferidos da gestão pública para a privada ao longo da década iniciada em 1990 e tentaram inferir se foi possível observar ganhos/perdas em diversos parâmetros operacionais. Estes foram segregados em sete grandes blocos: lucratividade, eficiência operacional, investimento, produção, dividendos, financeiro e impostos.

A partir disso, foram utilizados testes de média, mediana e análise econométrica na amostra e no grupo controle, grupo de empresas listadas na bolsa, aferindo a variação dos parâmetros supracitados no período de 2 anos antes das privatizações e 2 anos após as privatizações. A utilização do grupo controle serviu para tangibilizar possíveis efeitos macroeconômicos que poderiam contribuir para eventuais distorções nos indicadores, atribuindo efeitos fora privatização aos mesmos. Ademais, foram utilizadas dummies de Regulação, Reestruturação, Minoritário, Listada e Tradable para tornar a comparação mais fidedigna. Por fim, foram rodados os testes de (1) média e mediana e a (2) a análise econométrica, esta utilizando os recursos de maior complexidade citados anteriormente.

Assim sendo, os resultados obtidos pela análise econométrica apresentaram maior robustez, uma vez que levaram diversos fatores em consideração capazes de interferir em uma análise mais simplista como os testes puros de média e mediana. A afirmação foi respaldada pela significância em 1% do parâmetro de efeito

macroeconômico no teste econométrico, efeito gerado pela observação de desempenho no mesmo indicador pelo grupo controle.

Dentre os resultados observados, foi possível notar um aumento de lucratividade e eficiência operacional nas companhias após a sua privatização. Já a estrutura de capital das mesmas foi modificada apontando uma redução do endividamento de longo prazo e aumento da liquidez corrente. Os demais parâmetros não apresentaram significância estatística relevante para concluir qualquer impacto.

Dito isso, o trabalho trouxe uma contribuição muito grande para a época, por ser o mais extensivo em quantidade amostral, período observado e sofisticação no tratamento dos dados através da observação em painel. Dessa forma, será de suma importância para o desenvolvimento do artigo no enfoque aos parâmetros validados para o estudo de caso da Vibra, mesmo que o estudo não se limite apenas a esta seleção.

Outro trabalho que explora o tema da privatização, porém de um viés mais descritivo e focado no caso das empresas de saneamento do estado de São Paulo é o artigo de Sanchez (2001). Nele, o autor explora as questões políticas que envolveram o debate acerca das privatizações dos sistemas de saneamento dos municípios de São Paulo, trazendo os entraves jurídicos e técnicos do assunto.

3 MATERIAL E MÉTODO

3 MATERIAL E MÉTODO

3.1 METODOLOGIA

Neste trabalho, iremos trazer alguns dos indicadores mais relevantes para a análise financeira das empresas do setor de distribuição e confrontaremos o desempenho da companhia Vibra com as suas concorrentes setoriais Raízen (joint venture entre Cosan e Shell) e Ultrapar (dona da marca Ipiranga). Com isso, tentaremos ver se houve desvio de tendência relevante entre os anos que antecederam a privatização da companhia com os anos que sucederam a privatização da companhia, relativizando sempre pelas empresas pares.

Ademais, iremos focar no estudo de caso dos indicadores em que o artigo de Anuatti-Neto (2005) reconheceu significância estatística, lucratividade e eficiência operacional. Para isso, veremos se já foi possível identificar melhorias de performance após a saída da Petrobras em parâmetros financeiros relacionados a estes tópicos.

Por fim, vale ressaltar que para completar as informações de 2022, tendo em vista que os resultados do quarto trimestre fiscal das companhias ainda não foram divulgados, foi feita a anualização do quarto trimestre a partir dos resultados divulgados nos três primeiros, respeitando a sazonalidade histórica fornecida por cada companhia em cada métrica. Por exemplo, historicamente o volume de combustível vendido nas três companhias no quarto trimestre gira em torno de 26%, com isso utilizamos o realizado nos nove primeiros meses de 2022 como valor referente a 74% do total do ano. Nas outras métricas, os valores utilizados respeitam os coeficientes históricos apontado por cada sazonalidade. Os resultados foram bem similares entre as três companhias.

3.2 DADOS

Em relação a fonte das informações, utilizaremos os dados fornecidos pelas companhias nos próprios sites de Relações com Investidores (RI), em que estas disponibilizam seus balanços trimestrais com informações auditadas e não auditadas. Para dados de negociação e múltiplos financeiros, utilizaremos o agregador de dados do Refinitiv que compõe informações das mais diversas origens, dentre elas

áreas de pesquisas de instituições financeiras e dados da B3, bolsa brasileira em que as ações das companhias supracitadas são negociadas.

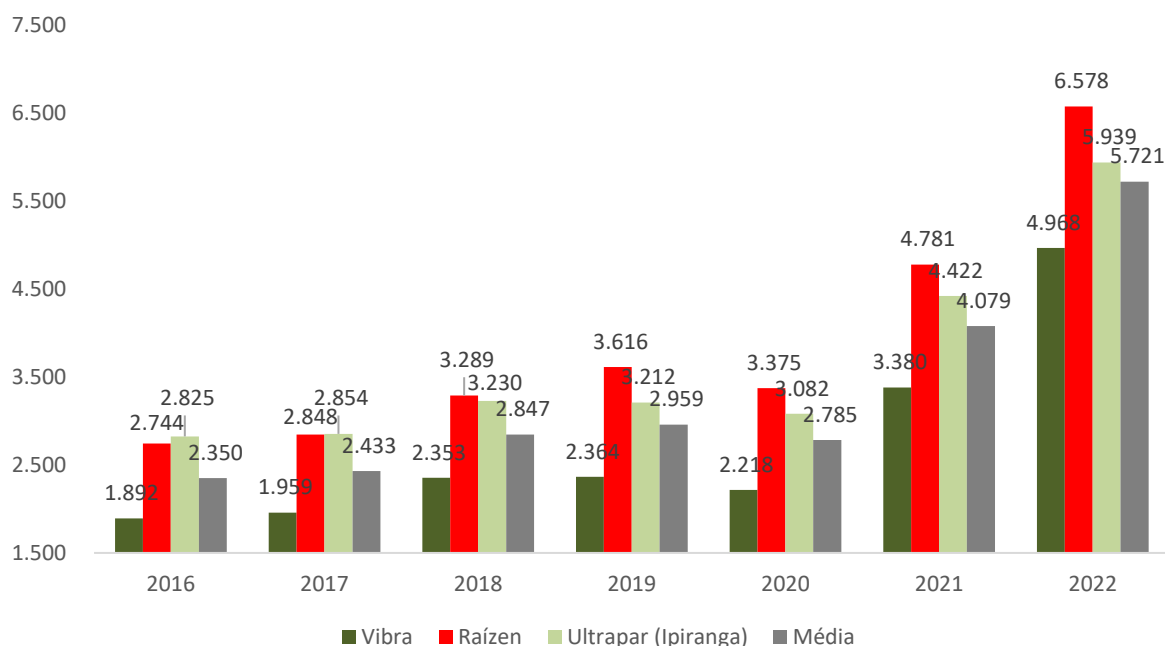
4 RESULTADOS

4 RESULTADOS

O setor de distribuição tem algumas métricas específicas de análise que estão diretamente relacionadas ao perfil da atividade, comercialização de combustíveis. Dessa forma, grande parte das métricas financeiras é relativizada pelo volume de metros cúbicos transacionados no período, considerando os diferentes insumos (diesel, gasolina, lubrificantes, combustível de aviação, entre outros), tornando mais simplificada a análise de crescimento horizontal, por volume, ou vertical, por preço médio.

Dito isso, o gráfico 1 disposto abaixo mostra a evolução de receita por metro cúbico comercializado das três companhias analisadas pelo estudo, assim como a média entre elas. No entanto, vale ressaltar que o gráfico tem maior poder ilustrativo, para entendermos o posicionamento de cada companhia quanto ao preço médio do combustível vendido, do que conclusivo, uma vez que um aumento de receita por si só pode ser reflexo de uma alteração de mix para produtos de maior preço médio ou até mesmo estar ocorrendo acompanhado de um crescimento de maior nível de custos e despesas, corroendo margens.

Gráfico 1 - Receita Operacional Líquida (em R\$) por Metro Cúbico Vendido



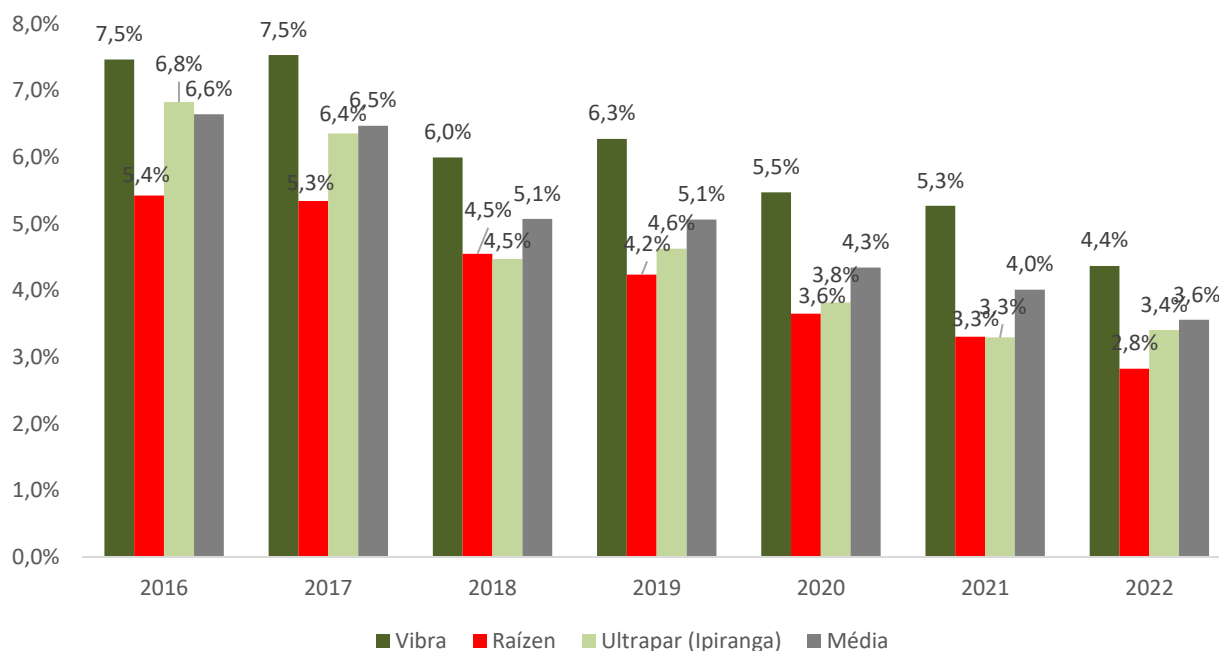
Fonte: Site de RI das Companhias | Elaboração Própria

Posicionadas as empresas, vemos que a Vibra desde o começo da série em 2016 tem a menor receita operacional líquida por metro cúbico comercializado. Dentre outros fatores, a companhia tem maior representatividade no mix de produtos com menor preço médio. Vale ressaltar que todas as companhias apresentaram crescimento acima do IPCA acumulado do período (42,61% entre 01/2016 e 10/2022), reflexo da alta dos derivados do petróleo acompanhando os preços da *commodity* insumo.

Abaixo, no Gráfico 2, vemos o primeiro gráfico de lucratividade. Como explorado por Anuatti-Neto (2005), a margem operacional, receita líquida descontados os custos dos produtos vendidos sobre receita líquida, foi um dos indicadores que apresentaram significância após os testes econométricos.

Como é possível observar, houve uma deterioração geral da margem bruta do setor, atingindo as três companhias. Já na tabela 1, vemos a taxa de crescimento anual composta (CAGR) da margem bruta, isto é, o percentual de variação médio anual da margem bruta que composto ao longo do período daria a queda entre o último ano e o início de cada período. Nela, vemos que após o ano de privatização, 2019, a Vibra não apresentou destaque no indicador.

Gráfico 2 - Margem Operacional



Fonte: Site de RI das Companhias | Elaboração Própria

Tabela 1 – CAGR Margem Bruta

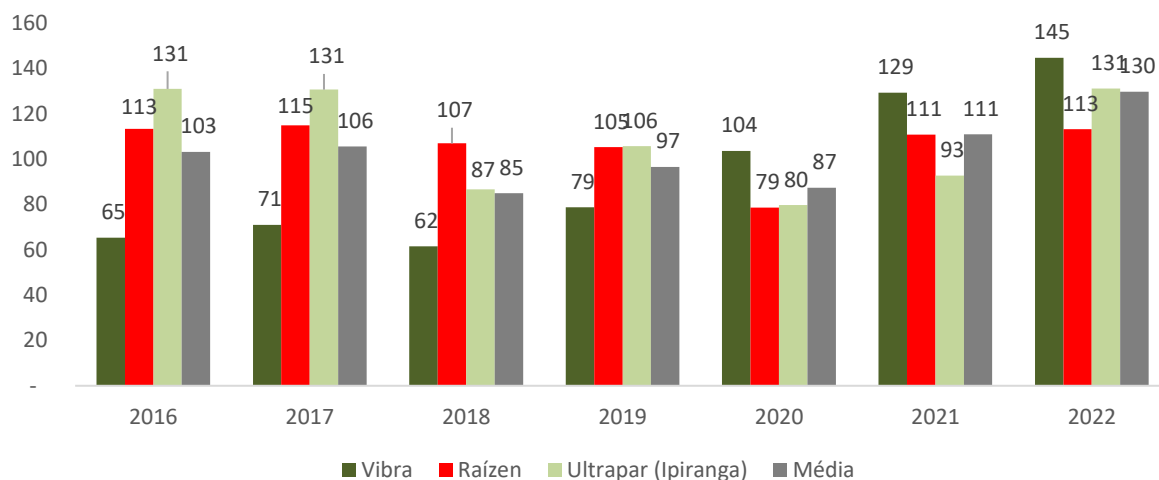
| Taxa de Crescimento Composta Anualizada | De 2016 até 2019 | De 2019 até 2022 |
|------------------------------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Vibra | -5,6% | -11,4% |
| Raízen | -7,9% | -12,6% |
| Ultrapar (Ipiranga) | -12,1% | -9,7% |
| Média | -8,7% | -11,1% |

Fonte: Site de RI das Companhias | Elaboração Própria

No entanto, quando olhamos os indicadores operacionais de EBITDA (sigla em inglês para *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* ou lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização) vemos sinais de reversão de tendência mais expressivos. Vale ressaltar que o indicador é um dos indicadores mais relevantes para se analisar o desempenho da companhia no seu negócio foco, uma vez que retira impactos secundários a atividade principal ou não controlados, como receitas e despesas financeiras, variações que não impactam caixa (amortização e depreciação) e impostos.

Dito isso, temos no gráfico 3 o EBITDA ajustado das companhias, forma divulgada pelas empresas em que são retirados impactos pontuais e não recorrentes que podem inflar ou deflacionar o indicador interferindo numa análise assertiva, sobre o metro cúbico vendido. Dessa forma, vemos tanto no gráfico como na Tabela 2, em que há o CAGR deste indicador, que houve melhora significativa entre o período até 2019 com o período seguinte.

Em linhas gerais, a companhia já apresenta tendência reversa as suas concorrentes setoriais no primeiro período. Enquanto ambas caem o indicador de EBITDA por metro cúbico, a Vibra já esboçava aumento. No entanto, a velocidade deste aumento foi intensificada para um patamar muito acima do que estava sendo visto antes e até mesmo com as demais companhias no mesmo período. Assim sendo, a companhia passou da pior margem por volume para a líder do setor.

Gráfico 3 - EBITDA por Metro Cúbico Vendido

Fonte: Site de RI das Companhias | Elaboração Própria

Tabela 2 – CAGR de EBITDA por Metro Cúbico Vendido

| Taxa de Crescimento Composta Anualizada | De 2016 até 2019 | De 2019 até 2022 |
|-----------------------------------------|------------------|------------------|
| Vibra | 6,4% | 22,5% |
| Raízen | -2,4% | 2,4% |
| Ultrapar (Ipiranga) | -6,9% | 7,4% |
| Média | -2,2% | 10,3% |

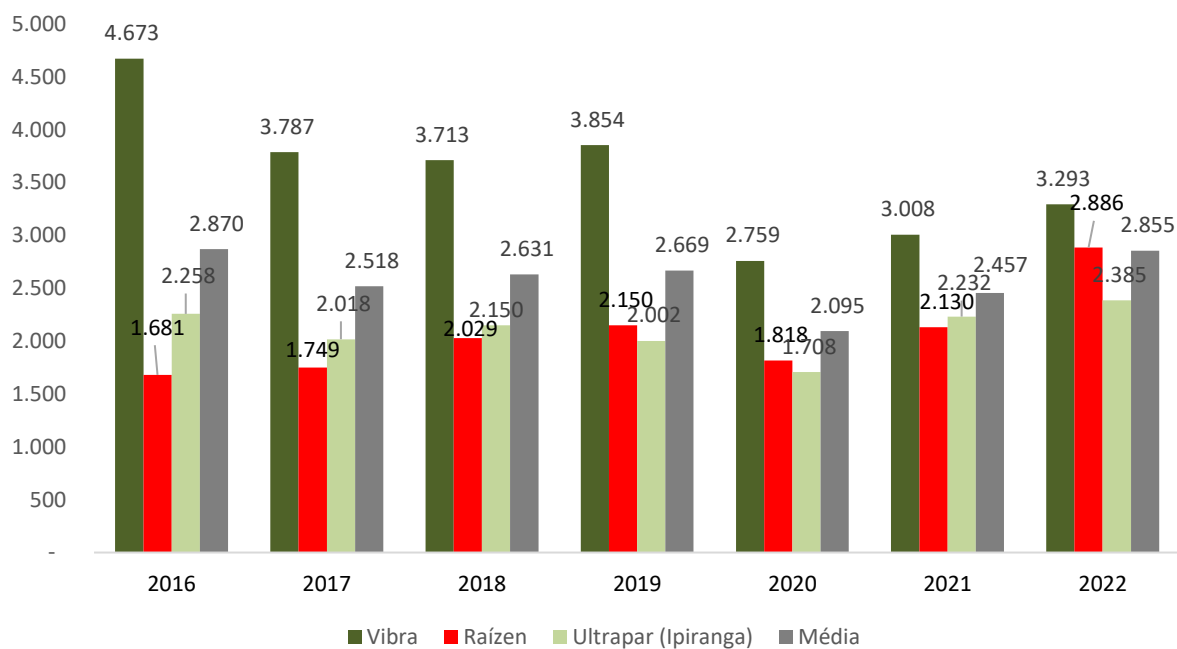
Fonte: Site de RI das Companhias | Elaboração Própria

Exposto os números acima, torna-se mais nítido de que a melhora veio direto da parte de despesas, uma vez que a relação entre receita e custo do produto vendido não vou uma alavanca considerável de melhoria.

Dessa forma, no gráfico 4 separamos as despesas com vendas, gerais e administrativas, que basicamente são as despesas principais da companhia para apoiar a sua atividade principal. Nele, vemos que a Vibra não segue a tendência das demais companhias e consegue diminuir despesas mesmo com a incidência natural da inflação sobre este grupamento. Para auxiliar, a tabela 3 facilita essa interpretação, enquanto no período após 2019 as empresas veem expansão de despesas, a Vibra consegue continuar sua tendência de diminuição.

No gráfico 5, trazemos uma visão similar, mas agora relativizando pela receita total, trazendo o indicador de eficiência. Em resumo, ele fala o quanto de despesa deste grupo corresponde a sua receita, ou seja, quão menor for o indicador, maior a sua eficiência de despesa na geração de receita.

Gráfico 4 - Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas



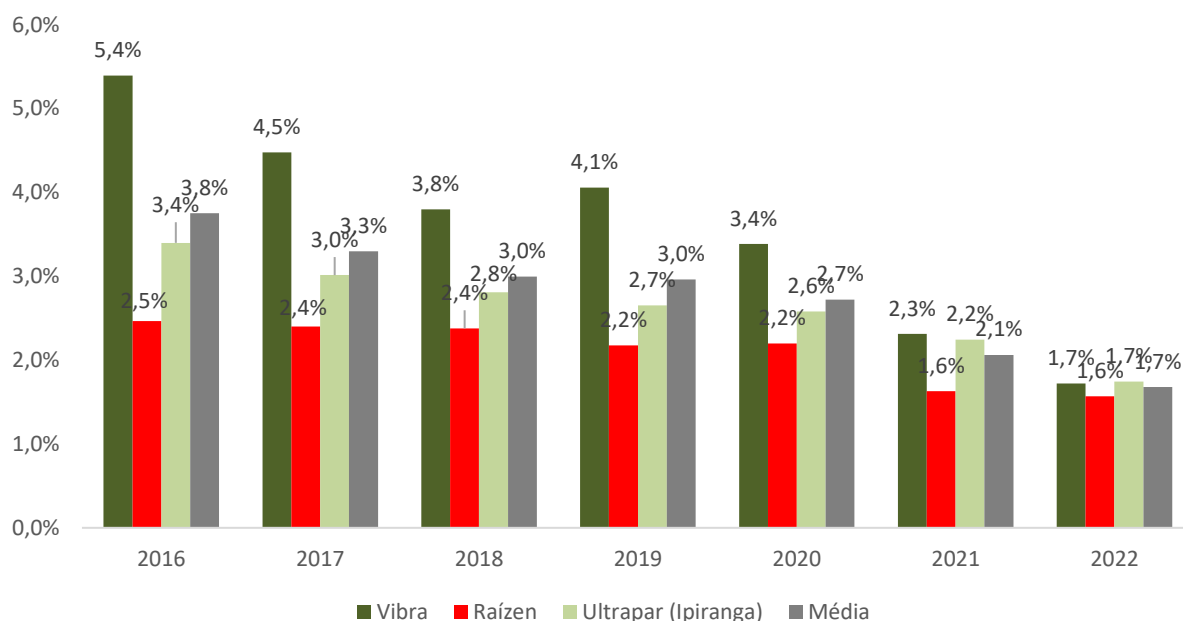
Fonte: Site de RI das Companhias | Elaboração Própria

Tabela 3 – CAGR das Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas

| Taxa de Crescimento Composta Anualizada | De 2016 até 2019 | De 2019 até 2022 |
|-----------------------------------------|------------------|------------------|
| Vibra | -6,2% | -5,1% |
| Raízen | 8,6% | 10,3% |
| Ultrapar (Ipiranga) | -3,9% | 6,0% |
| Média | -2,4% | 2,3% |

Fonte: Site de RI das Companhias | Elaboração Própria

Gráfico 5 - Índice de Eficiência (Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas sobre Receita Líquida)

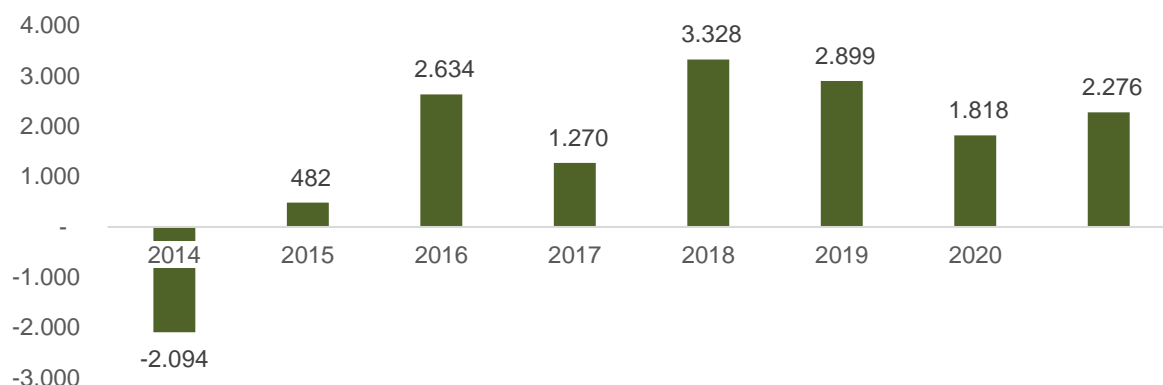


Fonte: Site de RI das Companhias | Elaboração Própria

Como podemos ver no gráfico 6, o caixa líquido gerado pelas atividades operacionais, isto é, o quanto o as atividades principais da empresa de fato geraram de incremento para seu caixa, manteve-se praticamente estável. Dessa forma, podemos ver que os esforços da companhia em readequar o quadro de funcionários, otimizar seus contratos logísticos, além de outras tarefas capitaneadas pela gestão para conter despesas, foram essenciais para que a empresa não perdesse a saúde de seu caixa ou comprometesse investimentos em infraestrutura e manutenção.³

³ Vibra controla custos e tem margem histórica em 2021. **Brazil Journal**, São Paulo, 23 de mar. de 2022. Disponível em: < <https://braziljournal.com/vibra-controla-custos-e-tem-margem-historica-em-2021/>>. Acesso em: 25 de nov. de 2022.

Gráfico 6 - Caixa líquido gerado (ou utilizado) pelas atividades operacionais



Fonte: Site de RI da Vibra | Elaboração Própria

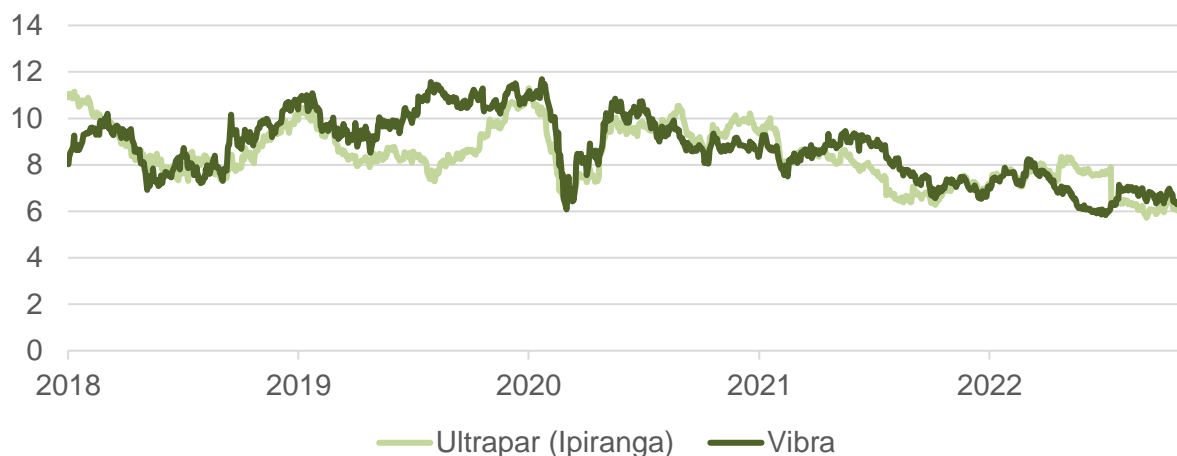
No gráfico 7, vemos um indicador financeiro muito utilizado que é o múltiplo conhecido em inglês como *Enterprise Value to Ebitda* (EV/EBITDA). Em resumo, o múltiplo calcula a razão entre o valor de mercado da empresa mais sua dívida líquida, dívida bruta menos caixa da companhia, sobre o EBITDA, supracitado, esperado para os próximos 12 meses. Os dados foram retirados da plataforma Refinitv e definem a média das projeções de um grupo de analistas que acompanham as companhias no seu dia de trabalho.

Dessa forma, o indicador serve para entendermos o “prêmio” que se dá para uma companhia em razão da outra, ou seja, caso todas as condições fossem constantes, custo da dívida, expectativa de crescimento, informações públicas, entre outros, companhias do mesmo setor deveriam negociar a múltiplos praticamente idênticos. Afinal, a expectativa de retorno deveria ser a mesma.

No entanto, expectativas em relação ao futuro da companhia podem influenciar esse múltiplo, atribuindo determinado prêmio quando comparada a sua concorrente. Esse prêmio pode ser originado por várias formas, dentre elas uma maior taxa esperada de crescimento, uma melhor governança da companhia, a mitigação de um risco inerente ao setor, entre outros.

Dito isso, o gráfico mostra uma aderência interessante entre ambas as companhias ao longo da série, Raízen foi listada posteriormente, por isso foi retirada da análise. Em 2019, há um nítido descasamento logo após o anúncio da desestatização da companhia que se destaca. No entanto, vemos os múltiplos convergirem para um patamar similar na sequência, ou seja, o prêmio não se sustentou ao longo da série.

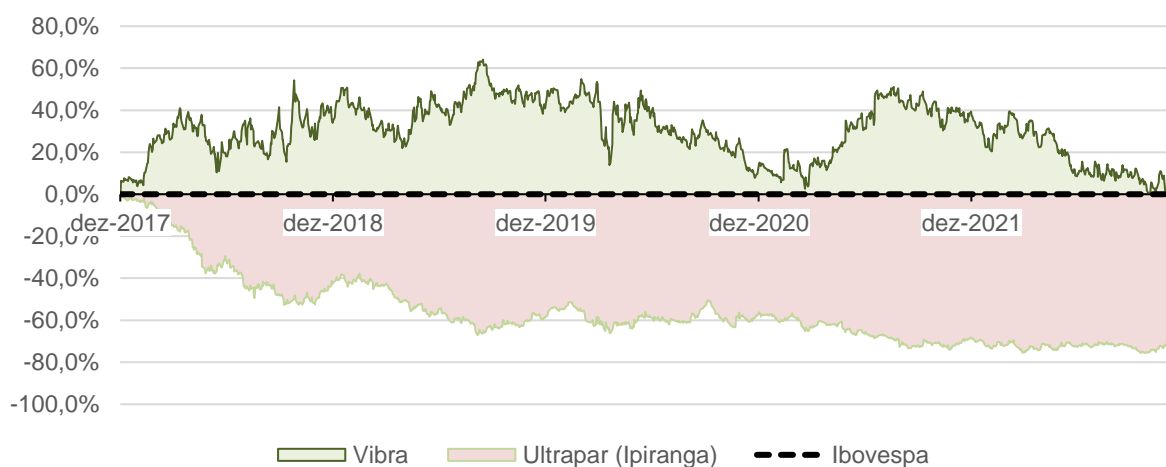
Gráfico 7 - Relação entre Valor da Empresa (EV) e EBITDA esperado para os próximos 12 meses



Fonte: Refinitiv | Elaboração Própria

No gráfico 8, conseguimos ver o excesso de retorno em relação ao Ibovespa, índice mais popular que reúne as empresas mais negociadas listadas na B3. Como vemos, desde o início, a Vibra tem um desempenho muito similar ao índice, entregando um excesso de retorno quase nulo. No entanto, confrontando com seu par setorial, vemos que a melhoria de performance fez com que a companhia conseguisse preservar seu valor de mercado mesmo com a deterioração do setor. Vale lembrar novamente que a Raízen foi listada posteriormente, o que inviabiliza a comparação base 0.

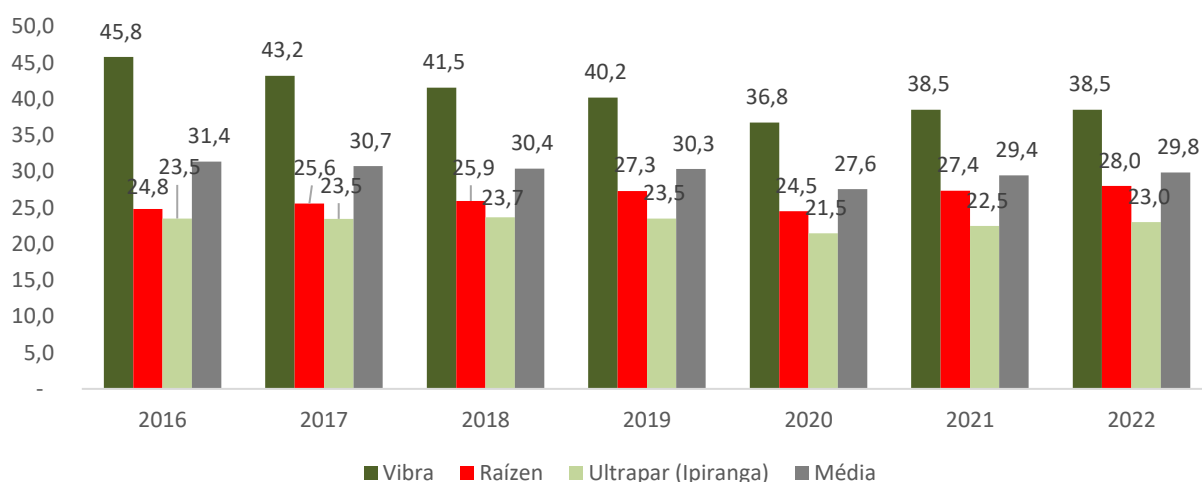
Gráfico 8 - Excesso de retorno do Ibovespa



Fonte: Quantum | Elaboração Própria

Por fim, no gráfico 9 é possível ver a evolução do volume vendido pelas três companhias. Como é reafirmado pela tabela 4, a Vibra destoa um pouco do restante das suas pares setoriais e perde volume ao longo da série. Ao olharmos a quebra por produto vendido, os principais detrator é o etanol. Vale lembrar que a Raízen possui um diferencial competitivo nessa frente, uma vez que tem a produção de cana-de-açúcar verticalizada na companhia.

Gráfico 9 - Volume Vendido (em Milhões de Metros Cúbicos)



Fonte: Site de RI das Companhias | Elaboração Própria

Tabela 4 – CAGR Volume Vendido (em Milhões de Metros Cúbicos)

| Taxa de Crescimento Composta Anualizada | De 2016 até 2019 | De 2019 até 2022 |
|------------------------------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Vibra | -4,3% | -1,4% |
| Raízen | 3,2% | 0,8% |
| Ultrapar (Ipiranga) | 0,0% | -0,7% |
| Média | -1,1% | -0,5% |

Fonte: Site de RI das Companhias | Elaboração Própria

5 CONCLUSÕES

5 CONCLUSÕES

Feitas as exposições, conseguimos concluir que o principal ponto de melhoria identificado na companhia após a exposição dos números e comparações foi a melhoria de margem EBITDA por metro cúbico vendido trazida pelo corte de despesas. Neste aspecto, a companhia passou por um processo de reformulação interno, que o ex-CEO, Wilson Ferreira Jr., hoje no comando da Eletrobras, afirmou ter sido concluído no começo do ano em entrevista ao Brazil Journal.

Como um parâmetro de lucratividade, indicador citado no trabalho de ANUATTI-NETO (2005) como significativo após mudanças de controle de empresas públicas para gestão privada, o estudo de caso da Vibra apontou ganhos nesse sentido. Além disso, por se tratar de um negócio altamente intensivo em volume, ou seja, os ganhos são feitos com pequenas margens operacionais e altos volumes de vendas, não foi possível aferir ganhos consideráveis em margem operacional. De forma geral, o setor como um todo sofreu com compressão das margens e a Vibra não conseguiu se destacar nesse aspecto, embora tivesse enxergado quedas de menor nível no período que antecedeu a sua privatização, mas sacrificando volume em maiores escalas.

Ademais, no que se refere a comparação dos múltiplos projetados por analistas, foi interessante perceber um choque inicial no descolamento comparativo com a companhia par Ipiranga, afinal a série é bem aderente neste indicador ao longo do período avaliado. No entanto, a convergência mostra que o prêmio não se sustentou no médio prazo.

Por fim, como aspecto de extrema relevância para a saúde financeira da empresa, vemos que a trajetória de contenção de despesas foi emergencial no que se refere a manutenção da saúde do caixa da companhia. Ao travarmos a trajetória inercial das despesas, conseguimos enxergar uma deterioração nítida da geração de caixa operacional da companhia, uma vez que mesmo com ampliação da margem EBITDA por volume vendido, tivemos uma geração de certo modo declinante.

Assim sendo, o presente trabalho avaliou e destrinchou em números e indicadores a performance das três principais empresas do setor de distribuição brasileiro, focando na performance da Vibra nos anos pré e pós privatização. Vale ressaltar que diversas questões envolvendo esse tema não foram foco deste estudo, como a

questão das externalidades sociais causadas pela privatização, avaliação de mercado que a Petrobras recebeu pela venda, perfil estratégico da distribuidora dentro do portfólio do governo brasileiro, dentre outros. Dessa forma, salienta-se a relevância de observação destes outros fatores em estudos envolvendo o tema das privatizações, mas reafirma-se que o recorte feito para abordagem foi de avaliação de performance dentro da própria companhia.

REFERÊNCIAS

- ANUATTI-NETO, Francisco et al. Os efeitos da privatização sobre o desempenho econômico e financeiro das empresas privatizadas. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, p. 151-175, 2005.
- SANCHEZ, Oscar Adolfo. A privatização do saneamento. **São Paulo em Perspectiva**, v. 15, p. 89-101, 2001.
- PINHEIRO, Armando Castelar. Impactos microeconômicos da privatização no Brasil. **Pesquisa e planejamento econômico**, v. 26, n. 3, p. 357-98, 1996.
- GIAMBIAGI, Fabio; PINHEIRO, Armando Castelar. Lucratividade, dividendos e investimentos das empresas estatais: uma contribuição para o debate sobre a privatização no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 51, n. 1, p. 93-132, 1997.
- SILVA, Clayton Robson Moreira da; CRISÓSTOMO, Vicente Lima. Gestão fiscal, eficiência da gestão pública e desenvolvimento socioeconômico dos municípios cearenses. **Revista de Administração Pública**, v. 53, p. 791-801, 2019.
- Além de mau gestor, Estado é um péssimo proprietário, diz Salim Mattar. **CNN Brasil**, São Paulo, 07 de mai. de 2020. Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/business/alem-de-mau-gestor-estado-e-um-pessimo-proprietario-diz-salim-mattar/>>. Acesso em: 29 de jul. de 2022.
- BR Distribuidora estreia na bolsa nesta sexta-feira após levantar R\$ 5 bi no maior IPO desde 2013. **G1 Globo**, São Paulo, 15 de dez. de 2017. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/br-distribuidora-estreia-na-bolsa-nesta-sexta-feira-apos-levantar-r-5-bi-no-maior-ipo-desde-2013.ghtml/>>. Acesso em: 29 de jul. de 2022.
- No setor público, “mais lesivo do que um corrupto é um mau gestor”. **Carta Capital**, São Paulo, 25 de jul. de 2018. Disponível em: <<https://www.cartacapital.com.br/politica/no-setor-publico-mais-lesivo-do-que-um-corrupto-e-um-mau-gestor/>>. Acesso em: 29 de jul. de 2022.
- Petrobras desaba em meio a temor sobre interferência política na empresa após reajuste de preços. **UOL**, São Paulo, 17 de jun. de 2022. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/reuters/2022/06/17/petrobras-desaba-em-meio-a-temor-sobre-interferencia-politica-na-empresa-apos-reajuste-de-precos.htm>>. Acesso em: 29 de jul. de 2022.
- Petrobras vende ações e zera participação na BR Distribuidora. **Nexo Jornal**, São Paulo, 01 de jul. de 2021. Disponível em: <<https://www.nexojornal.com.br/extra/2021/07/01/Petrobras->

vende-a%C3%A7%C3%B5es-e-zera-participa%C3%A7%C3%A3o-na-BR-Distribuidora>.

Acesso em: 29 de jul. de 2022.

Vibra controla custos e tem margem histórica em 2021. **Brazil Journal**, São Paulo, 23 de mar. de 2022. Disponível em: < <https://braziljournal.com/vibra-controla-custos-e-tem-margem-historica-em-2021/>>. Acesso em: 25 de nov. de 2022.