

Short Memo Ultrapão – Kijani

O presente documento apresenta uma visão inicial sobre a oportunidade de investimento na Ultrapão, apresentado pela Kijani. A transação é um cash-in de R\$ 50m a 8x EBITDA e apresenta um retorno líquido de 6,4x / 46%, considerando pagamento de 1 com 10 acima de IPCA+8%.

Fundada em 2016 em Pouso Alegre (MG), a Ultrapão atua no setor de panificação industrial atendendo o mercado B2C e B2B através de marcas próprias. Tem fábrica / frota própria (internalizou a logística para evitar problemas de descongelamento) e faturou R\$ 103m em 2024 (CAGR 22-24: 46%) com 10% de margem EBITDA e 0,8x de alavancagem.

Mercado

O mercado de panificação no Brasil tem um TAM de R\$ 153bi e cresceu a um CAGR de 14% entre '20-'24. Pão Francês é responsável por 52% do mercado, seguido por demais panificados (38%) e pães não frescos (10%).

Pensando no segmento de pão francês, 36% da produção nacional já é congelada, pensando nos demais panificados a penetração é de apenas 7% - a tendência global é de ganho de representatividade de congelado nos dois segmentos – precisamos aprofundar esse ponto com experts de mercado. Considerando apenas pão francês congelado, o TAM é de R\$ 28bi e a Ultrapão tem um market share irrisório.

Empresa

Em 2016 a companhia começou na vertical B2B de serviços de panificação, onde com a produção congelada, atendia a demanda por pães de mercados e afins. Em 2020 lançou a marca Homebake, com venda de pães pré-assados/congelados diretamente na gôndola para o consumidor final.

Em 2025 lançou a marca Leviassa, com um produto semelhante à Homebake, mas que não necessita congelamento – um pão fresco, pré-assado com 120 dias de shelf life em gôndolas não refrigeradas. A empresa vinha desenvolvendo esse produto há 2-3 anos, investiu por volta de R\$ 3m na tecnologia que hoje é tratada como segredo de indústria – recebeu prêmios da FI Innovation South America em produto mais inovador e mais inovador em saudabilidade.

Foi fundada por Rafael Mendes e Túlio Rezende que se conheceram durante a faculdade de engenharia na UNIFEI. Conhecemos a dupla e ficamos muito bem impressionados: tem uma cabeça de operação com foco em rentabilidade, levantaram apenas R\$ 25m até hoje; tem muito skin in the game (72% da cia), criaram essa companhia com o intuito principal de vender, não tiram dividendos e nem querem secundária no momento; tem um conhecimento profundo do

mercado e operação da companhia. A Allievo é investidora na companhia e devemos fazer reference check com eles.

Financials e Projeções

O centro da tese é que há muita demanda não atendida e toda nova capacidade produtiva é convertida em venda. Os fundadores compartilharam que nunca tiveram capacidade ociosa e o ramp-up de investimentos sempre foi muito rápido.

A seguir, os financials da companhia.

R\$ m	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Receita Líquida	22	48	78	103	127	192	277	401	532	655
%YoY		115%	62%	32%	23%	51%	44%	45%	33%	23%
Lucro Bruto	7	16	32	47	60	97	146	221	296	365
<i>Margem Bruta</i>	33%	34%	41%	45%	47%	50%	53%	55%	56%	56%
EBITDA	1	3	8	10	17	31	57	97	137	172
<i>Margem Bruta</i>	5%	6%	11%	10%	13%	16%	21%	24%	26%	26%
Dívida Líquida	4	8	14	17	(12)	19	30	(3)	(22)	(16)
<i>Margem Bruta</i>	3,5x	2,8x	1,7x	1,6x	-0,7x	0,6x	0,5x	0,0x	-0,2x	-0,1x
Investimentos Mapeados					25	30	20	-	26	-
Capacidade produtiva (kton / ano)					17	49	70	74	76	83

O use of proceeds da presente transação será para fazer os investimentos a partir de 2027, pois a necessidade de capital de curto prazo já está funded e precisamos aprofundar no source dos recursos. Além disso, com a ampliação da capacidade instalada e implementação de linha produtiva de primeira linha, ganha-se margem bruta.

Parte relevante dos investimentos é para a Leviassa, assim a representatividade de food service sai de 93% da cia em 2024 para 66% em 2030, ao passo que o B2C sai de 4% para 31% no mesmo período.

A estratégia de GTM consiste na expansão do time comercial, que foi bem desenhada pelos fundadores, e expansão do market share ao redor das fábricas em regiões de MG, SP, RJ e ES.

Como sabemos, a Kijani não é especialista no setor e o embasamento das projeções vem da própria companhia. O conforto nos números virá da criação de confiança nos fundadores, enquanto imaginamos a gestora agregando pouco valor no dia-a-dia da empresa.

Transação e retornos

As premissas trazidas até então são do cenário base da Kijani, que saindo a 8x EBITDA em 2030 apresenta um retorno líquido de 6,4x / 46%.

Criamos um cenário mais conservador onde a companhia não realiza capex de expansão a partir de 2028. Os investimentos feitos em '26 e '27 são praticamente suficientes para atender o BP até 2030, exceto pela linha de pão francês, então no cenário de redução de investimentos a receita em 2030 fica cerca de 4% menor. O

principal intuito dos investimentos entre '28 e '30 é para tornar a empresa mais atrativa a um eventual comprador que busque growth.

Sob essas premissas, o deal apresenta um retorno equivalente, pois se distribui mais dividendos intermediários.

Pontos de aprofundamento

- Tendência de mercado de ganho de relevância de congelados.
- Múltiplos praticados no mercado nacional e casos de aquisições para internacionalização.
 - Axxon realizou a aquisição da Doces D'ocê a um valuation de R\$ 180m ou 5x EBITDA.
- Use of proceeds da rodada e aprofundamento do funding de cada etapa de capex.
- Necessidade de capital e viabilidade de M&As, pensando em criar tamanho atrativo para um estratégico internacional.
- Maneiras alternativas de estruturar a transação, como pagamento parcelado ou earn-out, visando reduzir o múltiplo de aquisição.
- Aprofundamento no capex e retornos da transação no cenário conservador.