

# Equity Research ECORODOVIAS

Recomendação: COMPRA

Preço-alvo: R\$ 12,00 (para final de 2018)

Terça-feira, 29 de maio de 2018

## QUANDO O RETORNO SUPERA O RISCO

**Ainda que a greve dos caminhoneiros impacte negativamente o fluxo das concessões rodoviárias, o nível de atividade econômica é superior ao observado nos últimos dois anos, enquanto o atual preço das ações está no mesmo patamar de início de 2017. Os riscos decorrentes da citação da empresa na Lava-Jato são pontuais e pouco devem pesar, em um cenário extremo, no valor da Ecorodovias.**

Abaixo, os principais tópicos da nossa recomendação:

**Estratégia de foco no core business.** A ampla portfólio de concessões de rodovias e descontinua operações de logística com a venda da Elog em 2017 e potencial venda da Ecopátio Cubatão, devendo refletir em maior sinergias e ganhos de margens.

**Aquisição de três novas concessões em 2018:** duas em leilão (Rodoanel Norte e BR-135) e uma no mercado secundário (BR-050 MGO). Esta última já está em operação e ingressará no portfólio da Ecorodovias a partir do segundo semestre de 2018 – a rodovia MGO gerou, em 2017, R\$ 110 milhões de EBITDA.

**Elevação do prazo médio de duração de 13 anos para 17,3 anos.** O aditivo de extensão da Ecovia dos Imigrantes para mais 8 meses foi importante para a empresa, uma vez que esta concessão representa cerca de 40% do faturamento total das concessões rodoviárias do grupo.

**Cenário de menor concorrência.** Recentes leilões apresentaram poucos participantes, com menor presença de empresas externas.

**Ambiente macroeconômico em recuperação.** Além da retomada do tráfego de veículos pesados em função da leve melhora industrial, a necessidade federal por investimentos em infraestrutura não partirá do orçamento da União, uma vez que os gastos públicos não possuem espaço para expansão, favorecendo a oferta de concessões.

**Risco Lava-Jato pode ser de, no máximo, R\$ 220 milhões.** A citação das empresas Ecovia Caminho do Mar e Ecocataratas em supostas transferências de valores a companhias de consultoria sem comprovação de entregas, reflete em riscos de multa para as concessões. Segundo nossas estimativas dos últimos acordos de leniência da Operação Lava-Jato, as multas giram em torno de 6,5% da receita líquida da companhia.

**Ecorodovias tem ganhado valor de mercado em relação ao Grupo CCR.** Múltiplo EV/EBITDA das empresas sofreram recentemente, mas a partir do final de 2017 a Ecorodovias tem revertido uma tendência de mais de 5 anos e começa a ganhar valor frente ao seu peer de mercado.

**Grupo Gavio pode aumentar participação na Ecorodovias.** Empresa italiana de infraestrutura já anunciou que interesse em elevar sua fatia na Primav.

Álvaro Frasson, CNPI

Analista emissor do relatório

Glauco Legat, CFA

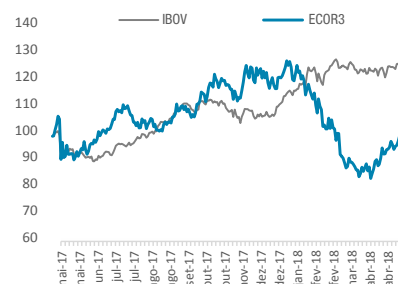
Analista-Chefe

Ecorodovias (ECOR3)		Compra
Preço Alvo	2018e	R\$12,00
Preço Atual	28/05/2018	R\$7,56
% Upside		59%
Volatilidade 12 meses		38,9%
Free Float		33,0%
Volume Médio	R\$ mm	32,9

Valuation		2018e
Enterprise Value	R\$ mm	11.008,70
Dívida Líquida	R\$ mm	4.296,90
Market Cap	R\$ mm	6.711,80
WACC		8,4%
Beta		0,86

Indicadores	2018e	2019e
LPA	R\$ 0,9	R\$ 1,0
P/E	10,3x	9,3x
P/B	5,5x	4,3x
EV/EBITDA	6,1x	5,4x

Retorno Ativo x Ibov (base 100)



## VISÃO GERAL

A Ecorodovias atua no setor de infraestrutura no país por meio de concessões rodoviárias. Iniciou suas atividades em 1997 com o controle da Ecovia Caminho do Mar a partir da atuação conjunta com a empresa Primav Construções e Comércio Ltda, ligada a Gavio e ao Grupo CR Almeida, este com 50 anos de experiência no setor de infraestrutura e construção pesada. O Grupo Gavio, que entrou em 2015 na Ecorodovias, é uma das maiores empresas europeias de infraestrutura e foi a responsável pela reorientação estratégica, descontinuando operações fora do core business de concessão rodoviária.

A Ecorodovias participa do **Novo Mercado**, mais alto nível de governança corporativa da Bovespa, desde 2010 e compõe o índice IBrX-100 desde 2017, proporcionando maior liquidez para as ações da companhia via composição de fundos indexados.

### ESTRUTURA ACIONÁRIA



O modelo de negócio é baseado na administração de, atualmente, **10 concessões rodoviárias e 1 ativo portuário**. As concessões estão localizadas em 7 estados brasileiros, onde se concentra 2/3 do PIB brasileiro e metade de toda a carga importada e exportada pelo Brasil. Ou seja, a capacidade de geração de caixa decorre do aumento do fluxo de veículos, tanto por motivos de passeio (feriados prolongados e clima favorável) quanto pelo traslado comercial, refletindo o desempenho de todas as atividades econômicas, principalmente aquelas relacionadas a indústria, agronegócio e commodities.

Se a quantidade vem do fluxo, os preços dos contratos são ajustados pelos principais indicadores de inflação, podendo ocorrer reajustes superiores a fim de garantir uma TIR mínima nas concessões. Logo, **o crescimento do PIB brasileiro é uma proxy para o crescimento da Ecorodovias**.

Foi noticiada na imprensa um suposto da Ecorodovias pagamento à empresa GTech Engenharia e Planejamento, a fim de obter vantagens com agente públicos, de acordo com a 48ª fase da Operação Lava-Jato. As concessionárias Ecovia Caminhos do Mar e Ecocataratas teriam pago R\$ 7 milhões à GTech. A companhia tomou medidas internas, instaurou um comitê de gestão de crise e tem colaborado com as investigações.

**Creemos que o risco atual é limitado. É difícil prever se haverá novos desdobramentos, lembrando que nenhuma delas ainda foi julgada, além da conhecida morosidade da justiça brasileira. Não cogitamos o cancelamento das concessões e, em um cenário de stress, estimamos uma perda máxima de R\$ 220 milhões em possíveis multas.** Levamos em consideração os acordos de leniência realizados pelas companhias envolvidas em investigações (Andrade Gutierrez, Braskem, Camargo Corrêa, J&F e Odebrecht) que, somados, atingiram R\$ 19 bilhões de reais, representando 6,6%, em média, das receitas líquidas das empresas citadas. **No entanto, a Ecorodovias já perdeu R\$ 1,5 bilhão em valor de mercado em 2018, parte em decorrência do noticiário do suposto envolvimento** – neste ano, a ação chegou a cotação de R\$ 12,40 em 4 de janeiro e hoje negocia a 9,08. Desta forma, entendemos que a desvalorização recente precipitou em excesso os impactos da Lava-Jato, abrindo a oportunidade de valorização do papel ao longo do ano.

## ANÁLISE DOS ATIVOS

A fim de verificar a capacidade de geração de caixa de cada ativo, fizemos uma decomposição no faturamento, margem EBITDA, CAPEX e, conseqüentemente, uma estimativa da contribuição de cada concessão rodoviária para o total da empresa.

### PORTFÓLIO ECORODOVIAS



O mais importante ativo é a **Ecovia dos Imigrantes**, responsável por cerca de 30% do faturamento total da companhia e a maior geradora de caixa para o grupo. A concessão expira em junho de 2026. A “galinha dos ovos de ouro” possui a maior margem EBITDA das concessões (81,6%) e com baixa necessidade de investimentos para expansão e manutenção.

A Ecovia Caminho do Mar, que liga Curitiba ao litoral paranaense, está fortemente correlacionada com a atividade industrial, uma vez que 74% do fluxo é referente a veículos pesados. A concessão também possui boa rentabilidade e geração de caixa.

Vale destacar que as concessões ECO101 e Ecoponte, dado sua fase inicial ainda estão em fase de expansão, gerando necessidade de CAPEX por alguns anos acima da capacidade de geração de EBITDA até os anos 2020 e 2021 – até lá, as concessionárias recompõe seu caixa via financiamentos com o BNDES. No caso da Ecopistas, a partir de 2019 os investimentos devem cair para R\$ 40 milhões/ano, tornando a concessão uma geradora de caixa.

As concessões vencidas em 2018 estão em estágios diferentes, enquanto o Rodoanel Norte deve ter a assinatura de concessão no 2S18 e a MGO depende da aprovação da ANTT e de credores, a concessão BR-135, apesar de já estar operando, está em fase de estruturação do financiamento com o BNDES.

### CONCESSÕES DA ECORODOVIAS

R\$ milhões	Estado	Vencimentos	Receita Líquida	EBITDA	Mg. EBITDA	CAPEX	Caixa Bruto
Ecovias dos Imigrantes	SP	jun/26	966,8	789,3	81,6%	112,7	676,6
Ecopistas	SP	jun/39	265	180,7	68,2%	200,2	-19,5
Ecovia Caminho do Mar	PR	nov/21	278	215	77,3%	29,3	185,7
Ecocatarratas	PR	nov/21	304,7	221	72,5%	136,3	84,7
Ecosul Rodovias do Sul	RS	mar/26	264,8	192,2	72,6%	79,7	112,5
ECO101	ES	mai/38	184,4	90,2	48,9%	105,3	-15,1
Ecoponte	RJ	mai/45	118,3	75,8	64,1%	99,3	-23,5
Rodoanel Norte	SP	set/48					
BR-135	MG	jun/48					
MGO	MG/GO	jan/44					

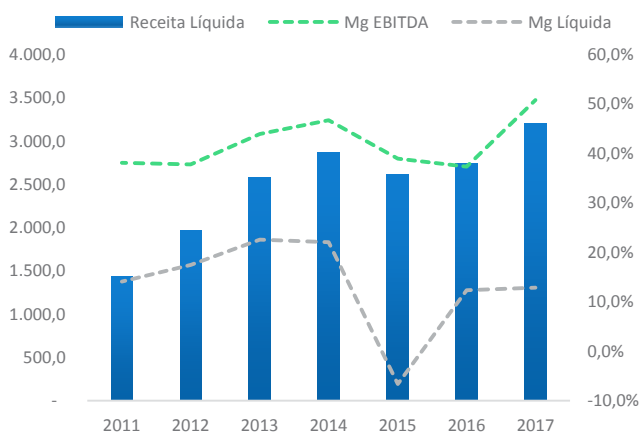
Fase Pré-Operacional

Sem Estimativas

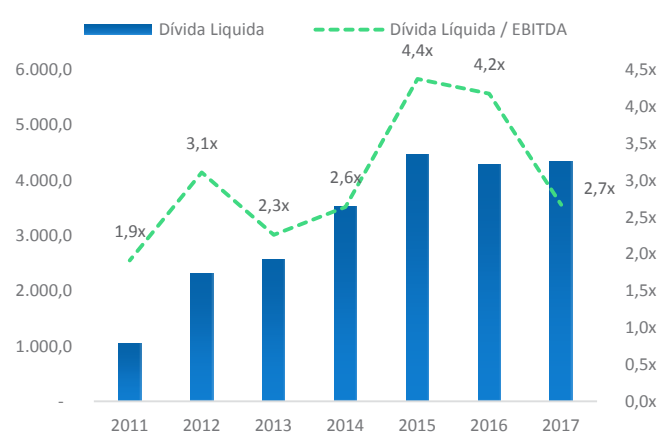
## ANÁLISE FINANCEIRA

A Ecorodovias possui uma situação confortável, com faturamento e margens em crescimento e desalavancagem financeira. No 1T18, a retomada do fluxo comercial vem ajudando na diluição de custos e despesas fixas, fazendo a margem EBITDA pró-forma alavancar de 70,7% para 74,1%. Em partes, o múltiplo Dívida Líquida / EBITDA mostrou forte queda em função da captação de R\$ 900 milhões via debênture, para pagamento da outorga da licitação do Rodoanel Norte.

### FATURAMENTO E MARGENS



### EVOLUÇÃO DO ENDIVIDAMENTO



Como pode ser observado no gráfico acima, os anos de 2015/16 foram os piores para a companhia em termos de margem e alavancagem. A depressão econômica promoveu quedas do fluxo de veículos muito superiores a capacidade de reajuste das tarifas e, em um cenário de aperto monetário, as despesas financeiras pressionaram todo o resultado operacional da empresa, uma vez que quase a totalidade da dívida está pós-fixada em CDI ou IPCA.

Com a retomada da atividade e afrouxamento monetário a partir do final de 2016, a companhia conseguiu melhorar sua situação financeira. No 1T18, o lucro líquido de R\$ 146,7 milhões teve crescimento de 50% em relação ao 1T17, elevando a margem líquida de 15,6% para 22,2%.

Abaixo, nossas projeções financeiras para a companhia nos próximos anos.

### RESUMO FINANCEIRO

DRE, CAPEX e Dívida (R\$ mm)	2017	2018E	2019E	2020E
Receita Líquida	3.200,7	3.323,7	3.730,4	4.051,1
Lucro Bruto	1.557,5	1.558,9	1.753,3	1.904,0
EBITDA	1.625,6	1.779,1	1.995,8	2.147,1
(-) Depreciação & Amortização	(413,9)	(476,1)	(522,3)	(567,1)
(+/-) Resultado Financeiro	(455,4)	(486,1)	(543,8)	(596,0)
(-) IR	(336,3)	(323,6)	(371,9)	(393,6)
Lucro Líquido	412,6	489,0	553,5	586,1
% Margem Bruta	48,7%	46,9%	47,0%	47,0%
% Margem EBITDA	50,8%	53,5%	53,5%	53,0%
% Margem Líquida	12,9%	14,7%	14,8%	14,5%
CAPEX	614,6	833,0	932,6	972,3
Dívida Bruta	5.998,6	6.022,7	5.897,5	5.479,1
Dívida Líquida	4.330,4	4.296,9	4.407,4	4.617,1

Fonte: Bloomberg, Spinelli e Grupo CCR.

Indicadores e Múltiplos	2017	2018E	2019E	2020E
Fluxo de Veículos (mm)	295,9	305,5	327,4	352,7
Tarifa Média (R\$)	8,6	8,8	9,2	9,6
ROL / Veículo	10,8	10,9	11,4	11,5
CAPEX / Depreciação	1,5x	1,7x	1,8x	1,7x
Dívida Líquida / EBITDA	2,7x	2,4x	2,2x	2,2x
Dividend Yield	5,1%	5,9%	6,6%	7,0%
ROE	54,5%	52,1%	45,5%	38,8%
ROIC	13,0%	11,1%	12,3%	13,6%
Lucro por Ação	0,74	0,88	0,99	1,05
P/L	10,1x	8,5x	7,5x	7,1x
P/VPA	5,5x	4,4x	3,4x	2,8x
EV/EBITDA	5,3x	4,8x	4,3x	4,0x

Fonte: Bloomberg, Spinelli e Grupo CCR.

## ANÁLISE COMPARATIVA

Em relação ao Grupo CCR (CCRO3), ambas desvalorizaram em decorrência dos problemas de imagem com o suposto envolvimento na Operação Lava-Jato no início deste ano. Entendemos que este risco é menor na Ecorodovias, uma vez que apenas os ativos Ecovia Caminhos do Mar e Ecocataratas foram citadas – no caso da CCR, o atual presidente, Renato Vale, foi nominalmente citado e as principais concessões rodoviárias do grupo estão sob investigação.

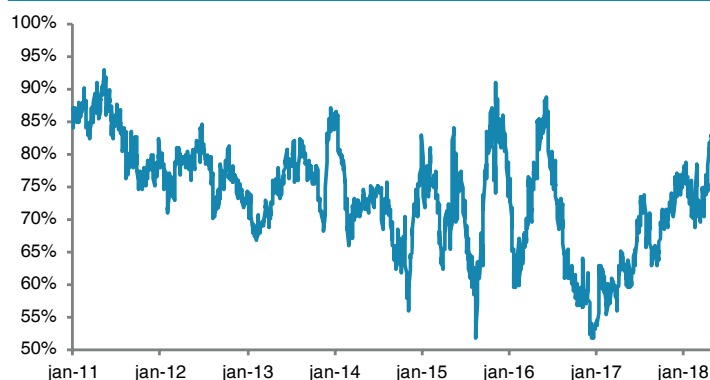
Quando olhamos o EV/EBITDA das empresas, ambas estão abaixo de sua média histórica, mas é primeira vez após 6 anos que este múltiplo tem se valorizado mais na ECOR3 em relação a CCRO3, mostrando que o mercado está mais otimista (ou menos receoso) com os impactos da Ecorodovias.

No quadro comparativo, vemos que a Ecorodovias consegue uma receita com pedágio por veículo 35% superior à CCR, fato que contribui para uma margem EBITDA pró-forma significativamente maior (ECOR3 74,1% contra CCRO3 62,2%).

### QUADRO COMPARATIVO

1T18	ECOR3	CCRO3
Fluxo de Veículos (mm)	75,8	242,1
ROB Pedágios (R\$ mm)	695,0	1.643,5
ROB Pedágios/Veículos (R\$)	9,2	6,8
Receita Líquida (R\$ mm)	661,8	2.103,5
Margem EBITDA	74,1%	62,2%
Margem Líquida	22,2%	21,2%
Dívida Líquida / EBITDA	2,45x	2,20x
% CAPEX / Receita Líquida	23,7%	27,3%

### EV/EBITDA: ECOR3 / CCRO3

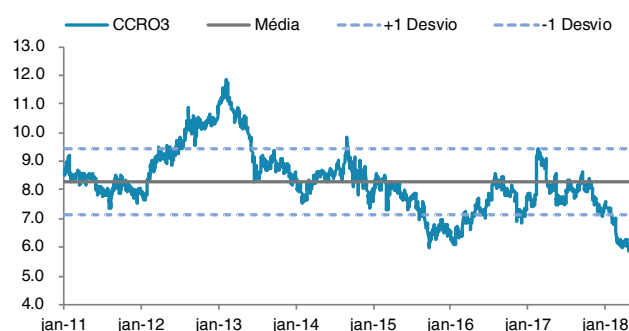


Fonte: Spinelli e Grupo CCR.

## QUADRO COMPARATIVO



## EV/EBITDA: ECOR3 / CCRO3



# VALUATION E SENSIBILIDADE

Para nossas projeções, mantivemos os reajustes tarifários via meta de inflação (IPCA) e um múltiplo de 1,5x a taxa de crescimento real do PIB brasileiro no longo prazo (2,5% a.a.) para crescimento do fluxo de veículos. A estrutura relativa de custos permanece inalterada, uma vez que não enxergamos relevantes mudanças, além de não inserir resultados financeiros das concessões Rodoanel Norte, BR-050 MGO e BR-135 por não termos informações suficientes.

Projetamos 10 anos de resultados e montamos 3 cenários para avaliar a sensibilidade do preço das ações em cada um destes eventos. Até 2028, em nenhum dos cenários trabalhamos com a perda da concessão Ecovia dos Imigrantes, por se tratar do principal ativo da companhia, o que seria desastroso para o valor da Ecorodovias. Segues os cenários:



**Otimista:** Renovação de todas as concessões até 2028 e risco zerado da Operação Lava-Jato.



**Base:** Não renovação da Ecocataras e Ecovia Caminhos do Mar, além de um risco baixo de novas implicações da Operação Lava-Jato, elevando o custo do capital em relação ao cenário otimista.



**Pessimista:** Não renovação da Ecocataras, Ecovia Caminhos do Mar e Ecosul, além de risco moderado de novas implicações da Operação Lava-Jato, elevando o custo do capital em relação ao cenário base, e multa de R\$ 220 milhões a ser pago até o final de 2018.

Abaixo, mostramos a sensibilidade do valor em cada um dos cenários. Utilizamos o cenário base para determinar nossa recomendação. Com o retorno esperado de 45,5% acima do custo de capital próprio de 12,5%, recomendamos a compra das ações ECOR3, com preço-alvo de R\$ 12,00.

## ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

Cenários	WACC	Preço	Upside
- Otimista	8,1%	R\$17,60	132%
- Base	<b>8,4%</b>	<b>R\$12,00</b>	<b>59%</b>
- Pessimista	8,6%	R\$9,10	20%

Fonte: Spinelli e Grupo CCR.

## DISCLAIMER

Este Relatório foi preparado pela Spinelli S.A. CVMC para uso exclusivo do destinatário, não podendo ser reproduzido ou distribuído por este a qualquer pessoa sem expressa autorização da Corretora. Este Relatório é distribuído somente com o objetivo de prover informações e não representa, em nenhuma hipótese, uma oferta de compra e venda ou solicitação de compra e venda de qualquer valor mobiliário ou instrumento financeiro, assim como representa, tão somente, a(s) opinião(ões) do(s) analista(s) emissor(es) do referido relatório. As informações contidas neste Relatório foram elaboradas a partir de fontes que consideramos fidedignas, mas sua exatidão não está garantida, quais sejam as de conhecimento público e de serviços que, por ventura, a Spinelli S.A. CVMC venha a terceirizar. Entretanto, as informações aqui contidas não representam por parte da Spinelli garantia de exatidão das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade das mesmas, e não devem ser consideradas como tais. As opiniões contidas neste Relatório são baseadas em julgamentos e estimativas, estando, portanto, sujeitas a mudanças. Além disso, as informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança e, caso seja considerado o "RATING", vale destacar que se trata de 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.

Sem prejuízo do disclaimer acima e em conformidade com as disposições da Instrução CVM nº 483, o(s) analista(s) de investimento(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório declara(m) que:

1. é (são) credenciado(s) pela APIMEC.

2. as análises e recomendações refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais, as quais foram realizadas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Spinelli.

3. Assim como seu cônjuge ou companheiro, pode ser titular, diretamente ou indiretamente, de ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da companhia objeto da análise deste Relatório, mantendo sua imparcialidade na elaboração de documentos.

4. assim como seu cônjuge ou companheiro, pode possuir, diretamente ou indiretamente, interesse financeiro em relação ao emissor objeto deste Relatório, situação esta em que permanecerá a imparcialidade de suas manifestações;

5. sua remuneração é fixa e não está, diretamente ou indiretamente, relacionada à recomendação específica ou atrelada à precificação de quaisquer dos valores mobiliários de emissão da companhia objeto de análise neste Relatório.

Ademais, o(s) analista(s) que se encontra(m) na(s) seguinte(s) situação(ões) assinala(m) que:

( ) O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

( ) Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, estão direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários objeto deste relatório.

( ) Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

(X) O(s) analista(s) de investimento não tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

Informações adicionais sobre quaisquer companhias objeto de análise e recomendação podem ser obtidas diretamente, por e-mail, com o(s) analista(s) responsável(is) pela análise.

A Spinelli, na qualidade de distribuidora de fundos de investimento, poderá receber remuneração em razão das aplicações efetuadas por seus clientes. A remuneração da Spinelli, enquanto distribuidora, não onera a rentabilidade do fundo, pois a mesma é derivada de parcela da taxa de administração já estipulada no regulamento do fundo.

ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.

Os analistas da Spinelli estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da Spinelli.

O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da Corretora ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da Spinelli, em conformidade com a ICVM nº 497/2011, os quais encontram-se registrados na ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.