

Equity Research

GRUPO CCR

Recomendação: NEUTRA

Preço-alvo: R\$ 14,50 (para final de 2018)

Terça-feira, 29 de maio de 2018

LAVA-JATO E NOVA DUTRA PREOCUPAM

Ainda que a companhia já venha apresentando resultados melhores, a delação do suposto envolvimento do corpo executivo na Lava-Jato sugere um risco mais profundo, com desdobramentos judiciais incertos. Adicionalmente, a Nova Dutra, não deve ser renovada a favor da CCR, uma vez que o governo já recusou extensões no prazo, além dos resultados financeiros mais difíceis neste 2T18 em função da greve dos caminhoneiros.

Abaixo, os principais tópicos da nossa recomendação:

Operação Lava-Jato ameaça o Grupo CCR, através do suposto envolvimento do corpo executivo. A delação premiada do empresário Adir Assad citou nominalmente o presidente, Renato Vale, que estaria ciente dos contratos de R\$ 46 milhões entre a CCR e a Rock Star. Este movimento desgasta a imagem da companhia, já abalada com os principais acionistas, Camargo Corrêa e Andrade Gutierrez, estarem envolvidos em acordos de leniência confessando práticas anticoncorrenciais no mercado de licitações. O risco reside, em nossa visão, em novos desdobramentos não favoráveis ao Grupo CCR, o que pode afetar novamente o valor das ações. Há de se ressaltar que as multas em um possível acordo de leniência são financeiramente pequenas – em média 6,5% da receita líquida anual, o que representaria menos de 3% do *Market Cap* da empresa.

Nova Dutra é a segunda maior concessão e há grandes probabilidades de não renovação do contrato. Ainda que o prazo vence apenas em fevereiro de 2021, o governo federal incluí a rodovia no Programa Avançar Parcerias, pretendendo relimitar a concessão já no próximo ano. Vale ressaltar que o Grupo CCR tenta, desde o ano passado, um aditivo no contrato de até 16 anos, mas que foi negado pelos órgãos públicos. Desta forma, o cenário de não renovação é, de longe, o mais provável.

Novos ativos ingressam ao portfólio. Em abril, foi assinado o contrato de concessão das linhas 5 e 17 do metrô de São Paulo, com prazo de 20 anos. Como comparativo, a linha 4 gerou R\$ 124, milhões de receita bruta no 1T18. O ingresso destes ativos, caso repliquem o faturamento da outra linha, representariam, somados, 76% do faturamento da Nova Dutra.

Perfil financeiro confortável. Empresa diminuiu dívida líquida em 2017 (R\$ 12,1 bi, contra R\$ 13,4 bi em 2016) e mantém processo de desalavancagem ao longo de 2018, que chegou em 3,8x Dívida Líquida / EBITDA em 2016 e encerrou o 1T18 em 2,4x. Endividamento de curto prazo está em 20%, abaixo dos 33% da média histórica desde 2011, e com prazo médio de 3,9 anos, mostrando uma estrutura de capital tranquila.

Múltiplos estão nas mínimas históricas. Pela primeira vez desde 2010, o Índice P/L da CCRO3 está abaixo do Ibovespa e o EV/EBITDA está no menor nível desde janeiro de 2011. É claro que o movimento ocorre em função do envolvimento na Lava-Jato, no entanto, a Ecorodovias, também citada, tem sofrido menos do que a CCR em termos de EV/EBITDA comparado.

Álvaro Frasson, CNPI

Analista emissor do relatório

Glauco Legat, CFA

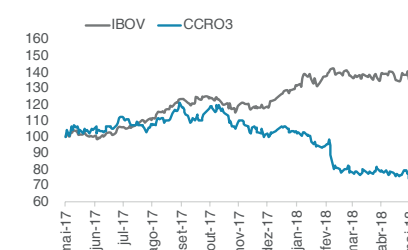
Analista-Chefe

Grupo CCR (CCRO3)		Neutra
Preço Alvo	2018e	R\$14,50
Preço Atual	28/05/2018	R\$10,12
% Upside		43%
Volatilidade 12 meses		36,6%
Free Float		55,2%
Volume Médio	R\$ mm	76,9

Valuation		2018e
Enterprise Value	R\$ mm	40.368,00
Dívida Líquida	R\$ mm	10.981,60
Market Cap	R\$ mm	29.386,40
WACC		9,9%
Beta		0,99

Indicadores	2018e	2019e
LPA	R\$ 0,9	R\$ 1,1
P/E	12x	10,7x
P/B	2,3x	2x
EV/EBITDA	8,7x	7,7x

Retorno Ativo x Ibov (base 100)

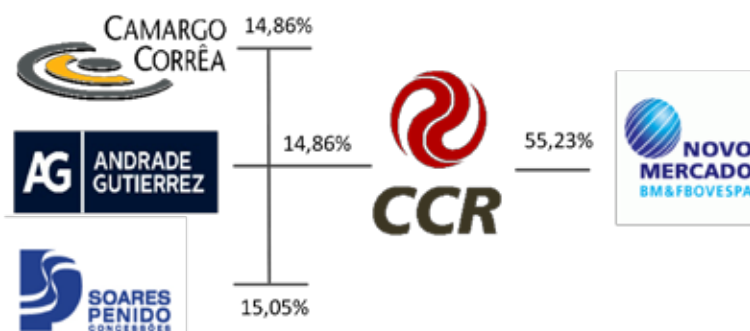


VISÃO GERAL

O Grupo CCR nasceu em 1998 da junção de grandes empresas brasileiras de infraestrutura, como Andrade Gutierrez, Camargo Corrêa e Odebrecht, que ingressaram no mercado de concessões através do programa brasileiro de licitações de rodovias nos anos 90. Com capital aberto na Bovespa (B3) desde 2002, foi a primeira empresa a aderir as regras do Novo Mercado, mais alto nível de governança corporativa na bolsa brasileira. A CCR é uma empresa de capital pulverizado, sem grupo controlado, uma vez que 55,23% do capital social é negociado em bolsa. Andrade Gutierrez, Camargo Corrêa e Soares Penido compõe o restante do quadro societário.

Ao longo dos anos, a empresa foi adquirindo ativos de outras áreas de infraestrutura, ingressando em mobilidade urbana (como exemplo, a Linha 4 do Metrô de São Paulo) e na administração de aeroportos, como o Aeroporto de Confins, o

ESTRUTURA ACIONÁRIA

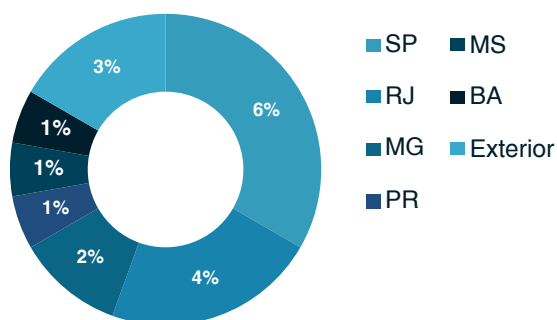


Fonte: Grupo CCR. Elaborado por Spinelli.

principal do Estado de Minas Gerais. Há também subsidiárias que prestam serviços para algumas concessões dentro e fora do grupo, mas que pouco impactam o resultado da empresa. A companhia está presente em 6 estados brasileiros e 3 países (Equador, Costa Rica e Curaçao), mas com a predominância das suas concessões no sudeste brasileiro.

Ao longo dos anos, a empresa foi adquirindo ativos de outras áreas de infraestrutura, ingressando em mobilidade urbana (como exemplo, a Linha 4 do Metrô de São Paulo) e na administração de aeroportos, como o Aeroporto de Confins, o principal do Estado de Minas Gerais. Há também subsidiárias que prestam serviços para algumas concessões dentro e fora do grupo, mas que pouco impactam o resultado da empresa. A companhia está presente em 6 estados brasileiros e 3 países (Equador, Costa Rica e Curaçao), mas com a predominância das suas concessões no sudeste brasileiro.

PRESENÇA GEOGRÁFICA



Fonte: Grupo CCR. Elaborado por Spinelli.

ANÁLISE DOS ATIVOS

CONCESSÕES - GRUPO CCR

	Participação	Local	Prazo (anos)	Receita Bruta
Rodovias			14,7	6.486,4
AutoBan	100%	SP	abr/27	2.053,9
NovaDutra	100%	SP	fev/21	1.245,9
Rodonorte	86%	PR	nov/21	719,6
Via Lagos	100%	RJ	jan/47	115,0
ViaOeste1	100%	SP	dez/22	1.004,1
Renovias	40%	MG	jun/38	161,2
RodoAnel Oeste	99%	SP	jun/22	254,0
SPVias	100%	SP	set/38	615,9
MSVia	100%	MS	abr/47	258,8
ViaRio	67%	RJ	abr/44	58,2
Mobilidade Urbana			18,1	994,3
ViaQuatro	75%	SP	abr/40	438,8
Barcas	80%	RJ	fev/23	145,9
VLТ	25%	RJ	set/38	31,2
Metrô Bahia	100%	BA	out/43	378,4
Aeroportos			17,9	735,8
Quito	50%	Exterior	jan/41	256,2
San José	49%	Exterior	mai/26	88,3
Curaçao	80%	Exterior	ago/33	119,2
BH Airport	38%	MG	abr/44	272,1

Fonte: Spinelli e Grupo CCR.

O Grupo CCR tem a característica de adquirir as concessões na sua totalidade ou buscando o controle societário destas empresas, apenas no segmento aeroportuário a companhia prefere entrar como parceira, possuindo o controle somente do Aeroporto de Curaçao. Apesar da diversificação do portfólio, as rodovias ainda representam a maior parcela do faturamento total da companhia: em 2017, do total da receita bruta 79% eram provenientes de rodovias, 12% de mobilidade urbana e 9% de aeroportos. De forma geral, os prazos médios das concessões são de longo prazo: em média, 16,9 anos.

Os principais ativos da companhia, portanto, são rodoviários. A AutoBan é a maior concessão do Estado de São Paulo, representando 25% da receita bruta total da CCR, com vencimento previsto para abril de 2027. A Nova Dutra, que liga as capitais Rio de Janeiro e São Paulo, representa 15% do faturamento total do grupo e tem seu vencimento previsto para fevereiro de 2021. **Aqui, um alerta: a CCR tentou junto ao governo federal a prorrogação do contrato para mais 16 anos, se comprometendo a investir R\$ 3,5 bilhões na rodovia neste período. No entanto, o órgão público tem rejeitado este aditivo, pois deseja investimentos na ordem de R\$ 15,5 bilhões de acordo com o Programa Avançar Parcerias, do governo federal.** Portanto, o desejo do governo relicitar a concessão reside na demanda por investimentos significativamente mais pesados do que o Grupo CCR já se dispôs a negociar, o que nos sugere uma probabilidade muito grande de não renovação deste ativo.

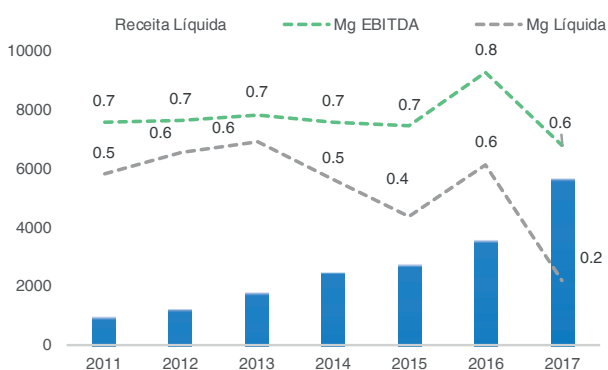
Vale chamar a atenção para o caso da BH Airport, que administra o Aeroporto de Confins, em Minas Gerais. Recentemente, houve um movimento federal para a reabertura do Aeroporto da Pampulha (em Belo Horizonte) para voos comerciais interestaduais, o que provocaria uma forte redução no fluxo de passageiros em Confins. Após a abertura da portaria dando permissão, tanto a empresa BH Airport quanto o senador Antonio Anastasia (PSDB-MG) entraram com recurso frente ao TCU que revogou a portaria no início deste ano.

Não vemos risco de retomar esta pauta no curto prazo, mas vale monitorar o assunto, pois a distância de Confins até Belo Horizonte é uma barreira natural que, caso Pampulha possa operar novamente para fora de Minas, impactará de maneira pesada na rentabilidade deste negócio.

ANÁLISE FINANCEIRA

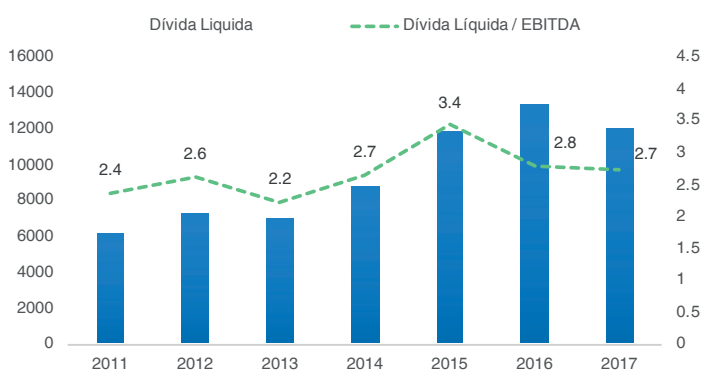
A Representante do setor de infraestrutura no Brasil, a CCR sofreu consideravelmente no triênio 2014-16. A redução acentuada do fluxo de passageiros fez cair a geração de caixa do grupo, que demandou novas captações em um período de juros elevados, motivo pelo qual, apesar da margem EBITDA manter-se estável ao longo dos anos, provocou redução da margem líquida, em consequência das despesas financeiras mais significativas.

FATURAMENTO E MARGENS



Fonte: Spinelli e Grupo CCR.

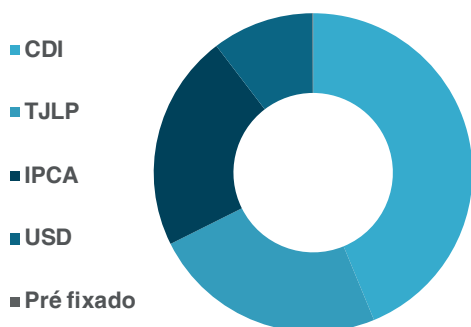
EVOLUÇÃO DO ENDIVIDAMENTO



Fonte: Spinelli e Grupo CCR.

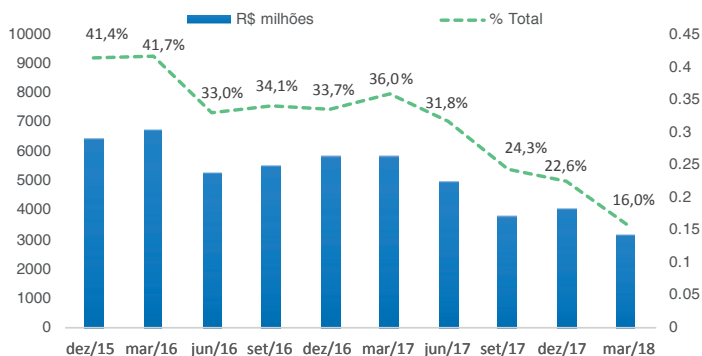
Após a recessão, a retomada gradual da atividade em 2017, a empresa cresceu o faturamento e conseguiu uma desalavancagem financeira ao longo dos últimos 3 anos. Neste 1T18, a CCR apresentou uma Dívida Líquida / EBITDA de 2,4x e uma composição de mais de 65% da dívida atrelada ao CDI e a TJLP, sendo apenas 10% atrelada ao dólar, explicando a redução das despesas financeiras nos últimos períodos.

COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA EM 1T18



Fonte: Spinelli e Grupo CCR.

DÍVIDA DE CURTO PRAZO



Fonte: Spinelli e Grupo CCR.

Dívida alongada, com alavancagem e custos em queda abrem espaço para que a geração de caixa da CCR norteie novas concessões, vis à vis o que já ocorreu com as linhas de metrô 5 e 17 de São Paulo. Em nossas projeções, não inserimos receitas destas e possíveis outras concessões que ingressem no portfólio do grupo. No entanto, não há qualquer preocupação com os *financials* da companhia, que vai muito bem.

Neste 2T18, esperamos resultados mais fracos em função da perda do fluxo de passeio e não recuperação do fluxo comercial, além da isenção de cobrança do eixo suspenso nas rodovias estaduais e municipais.

RESUMO FINANCEIRO

DRE, CAPEX e Dívida (R\$ mm)	2017	2018E	2019E	2020E
Receita Líquida	7.172,2	7.876,6	8.689,6	9.596,8
Lucro Bruto	3.939,6	3.972,4	4.579,4	5.301,7
EBITDA	4.400,0	4.552,0	5.193,2	5.943,1
(-) Depreciação & Amortização	(1.176,9)	(1.314,1)	(1.386,9)	(1.449,4)
(+/-) Resultado Financeiro	(848,0)	(389,8)	(642,2)	(948,4)
(-) IR	(940,2)	(986,2)	(1.075,8)	(1.205,4)
Lucro Líquido	1.434,8	1.861,9	2.088,3	2.339,9
% Margem Bruta	54,9%	50,4%	52,7%	55,2%
% Margem EBITDA	61,3%	57,8%	59,8%	61,9%
% Margem Líquida	20,0%	23,6%	24,0%	24,4%
CAPEX	2.914,2	2.354,6	2.172,4	2.447,2
Dívida Bruta	16.905,2	13.878,0	11.334,0	8.146,7
Dívida Líquida	12.070,2	10.995,7	10.231,0	10.025,4
Indicadores e Múltiplos	2017	2018E	2019E	2020E
Fluxo de Veículos (mm)	890,5	922,1	970,8	1.014,5
Tarifa Média (R\$)	7,3	7,4	7,7	8,1
ROL / Veículo	8,1	8,5	9,0	9,5
CAPEX / Depreciação	2,5x	1,8x	1,6x	1,7x
Dívida Líquida / EBITDA	2,7x	2,4x	2,0x	1,7x
Dividend Yield	3,9%	2,3%	2,6%	2,9%
ROE	16,9%	18,8%	18,2%	17,7%
ROIC	9,0%	8,7%	10,8%	13,9%
Lucro por Ação	R\$ 0,71	R\$ 0,92	R\$ 1,03	R\$ 1,16
P/L	14,2x	11,0x	9,8x	8,7x
P/VPA	2,4x	2,1x	1,8x	1,5x
EV/EBITDA	7,4x	7,2x	6,3x	5,5x

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.

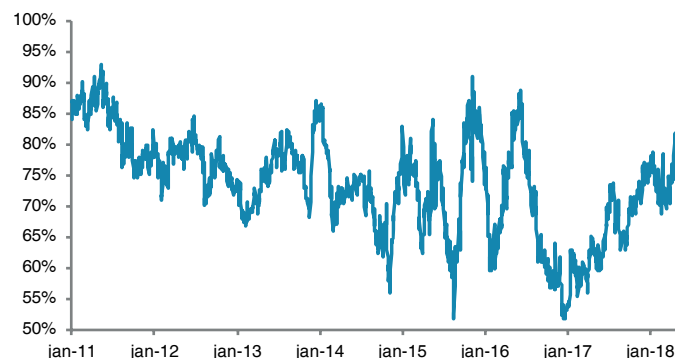
No quadro comparativo, vemos que a Ecorodovias consegue uma receita com pedágio por veículo 35% superior à CCR, fato que contribui para uma margem EBITDA pró-forma significativamente maior (ECOR3 74,1% contra CCRO3 62,2%).

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%

Fonte: Spinelli e Grupo CCR.

EV/EBITDA: ECOR3 / CCRO3



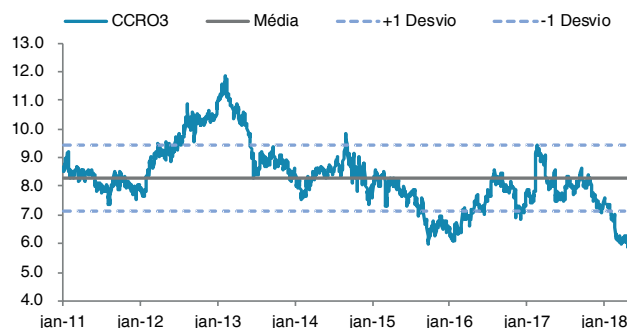
Fonte: Spinelli e Grupo CCR.

QUADRO COMPARATIVO



Fonte: Spinelli e Grupo CCR.

EV/EBITDA: ECOR3 / CCRO3



Fonte: Spinelli e Grupo CCR.

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.

Projetamos 10 anos de resultados e montamos 3 cenários para avaliar a sensibilidade do preço das ações em cada um destes eventos. Até 2028, AutoBAn, Nova Dutra, Rodonorte, ViaOeste e Rodoanel Oeste tem seus contratos vencidos, porém, não trabalhamos com a não renovação da AutoBAn e estimamos a probabilidade de 95% de não renovação da Nova Dutra e 25% de não renovação de uma das outras concessões. Seguem os cenários:



Otimista: Renovação de todas as concessões e risco Lava-Jato zerado.



Base: Não renovação da Nova Dutra e risco Lava-Jato moderado, elevando o custo de capital em relação ao cenário otimista.



Pessimista: Não renovação da Nova Dutra e de mais uma concessão, multa de R\$ 530 milhões e um risco elevado da Lava-Jato, elevando o custo de capital em relação ao cenário base.

Abaixo, mostramos a sensibilidade do valor em cada um dos cenários. Utilizamos o cenário base para determinar nossa recomendação. **Com o retorno esperado de 28,8%, ainda que acima do custo de capital próprio de 13,1%, temos uma recomendação neutra, vis à vis as considerações sobre o risco de imagem já abordados neste relatório, para as ações CCRO3, com preço-alvo de R\$ 14,50.**

ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

Cenários	WACC	Preço	Upside
- Otimista	9,1%	R\$21,50	112%
- Base	10,0%	R\$14,90	43%
- Pessimista	10,4%	R\$12,00	18%

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 ATMDADE 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.