

## CCR

### Cenário mais Favorável e Novas Oportunidades

#### A História Permanece, Agora com Mais Oportunidades no Radar.

O primeiro semestre de 2017 ainda se mostrou fraco em termos de atividade econômica, o que refletiu nos dados de tráfego. Ainda assim, no 1T17 a CCR entregou margem 100 bps melhor na compação anual, em função de maior controle dos custos caixa e das despesas. Além disso, a empresa vem atingindo níveis mais confortáveis de alavancagem (2,3x Dívida Líquida/EBITDA no 1T17, vs. 3,0x no 1T16). Aconteceram dois leilões ao longo do semestre, dos quais a CCR optou por não participar. Agora, com novas oportunidades no mercado e com uma situação financeira confortável, acreditamos que a CCR esteja bem posicionada para o momento do setor.

#### Tráfego em Recuperação

Após dois anos inteiros de retrações consecutivas no tráfego pedagiado, os números da ABCR (Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias) finalmente começaram a ensaiar melhora no segundo trimestre de 2017. A queda de 2% em 2015 se acentuou para 4% em 2016 e foi amenizada para queda de 1% no 1T17 em relação ao 1T16. No entanto, no 2T17 o tráfego de veículos cresceu 2% em relação ao 2T16, com destaque para a recuperação forte do mês de Junho (+6% a/a). De acordo com a companhia, Julho se iniciou com números positivos. Para o segundo semestre a expectativa é que o tráfego fique estável em relação ao ano passado. É importante lembrar que, embora tenha atuação diversificada, o EBITDA de rodovias representa mais de 80% do total (na média).

#### Agenda de Oportunidades está Cheia

Hoje há oportunidades tanto no mercado primário como no secundário. No mercado primário há 6 projetos potenciais, sendo duas rodovias federais, duas no estado de São Paulo e duas em Minas Gerais. Os editais ainda não foram publicados, então há chances dos leilões acontecerem apenas no primeiro semestre de 2018. O mercado secundário, embora menos transparente, é abertamente um dos focos da CCR hoje. A posição financeira confortável atualmente não impediria a entrada em projetos de ambos os mercados simultaneamente. Além de rodovias, está previsto para acontecer ainda no segundo semestre de 2017 o leilão de um lote de duas linhas do Metrô. Dada a expertise que a CCR já tem no ramo, operando a Linha 4 do Metrô de São Paulo (Amarela), o projeto é de grande interesse para a empresa.

#### Avaliação

A ação historicamente negocia a prêmio ("mais caro") em relação às competidoras, parte em função de ser percebida pelo mercado como melhor alocadora de capital e boa executora. Em termos de valuation, a ação negocia hoje levemente abaixo da média histórica (com base em projeções de mercado). O múltiplo EV/EBITDA para 2017e é de 8,6x, contra média histórica de 8,9x e em linha com os principais players globais do segmento de infraestrutura. A potencial entrada em novos projetos, a retornos atrativos e que agreguem valor para o acionista, representaria um potencial adicional de valorização para os papéis da CCR, que hoje não está precificada em nossa visão. Além disso, o longo histórico de atuação e a percepção de alta qualidade dos ativos são fatores importantes para atrair capital estrangeiro, que em conjunto com um cenário de melhora econômica podem resultar em entrada de fluxo. Hoje a maior parte da base de acionistas do free float da CCR é estrangeira.

## Positivo

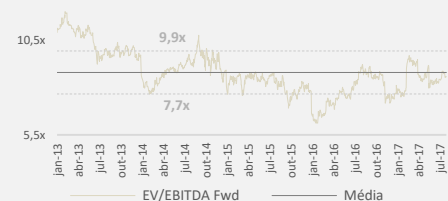
Preço Atual: R\$ 17,06  
28-jul-17

Celson Plácido, CNPI  
(11) 3526-1866  
celson.placido@xpi.com.br

Marco Saravalle, CNPI  
(11) 3027-2285  
marco.saravalle@xpi.com.br

Bruna Pezzin, CNPI  
(11) 3526-1452  
bruna.pezzin@xpi.com.br

#### Evolução EV/EBITDA Est - CCRO3



#### Cenários de Preço

	EV/EBITDA	Preço	Var %
Hoje	8,6x	R\$ 17,06	-
Base	9,1x	R\$ 18,40	8% ↑
Ótimo	9,5x	R\$ 19,50	14% ↑
Stress	8,0x	R\$ 15,70	-8% ↓

Fontes: XP Investimentos

#### Principais Múltiplos

	2017E	2018E
P/E	21,5x	16,0x
EV/EBITDA	8,6x	7,2x
P/B	4,3x	4,0x
Dividend Yield*	3,1%	
Dívida Líq/EBITDA**	2,3x	

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. \*2017. \*\*1T17.

**Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários**



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

**CENÁRIO BASE**

**R\$ 18,40 (+8%)**

No cenário base o tráfego se mantém estável ao longo do segundo semestre, e a diluição de custos resulta em aumento gradual na margem.

**CENÁRIO ÓTIMO**

**R\$ 19,50 (+14%)**

Um cenário ótimo se materializaria com queda mais rápida nas taxas de juros, com dados crescentes de tráfego ao longo do semestre e mudança no patamar de percepção de risco (redução na taxa de desconto). Entrada em novos projetos não está contemplada no cenário ótimo, seria fonte adicional de upside.

**CENÁRIO STRESS**

**R\$ 15,70 (-8%)**

No cenário de stress, dados de tráfego voltam a cair. A sequência de corte de juros acaba sendo mais fraca que as estimativas iniciais e há piora na percepção de risco.

**Tabela 1. Consenso Bloomberg**

R\$ Milhões	2015	2016	2017E	2018E
<b>Receita Líquida</b>	6.363	6.731	8.267	9.291
Crescimento A/A		6%	23%	12%
<b>EBITDA</b>	4.216	4.406	5.179	6.177
Crescimento A/A		5%	18%	19%
<b>Margem EBITDA</b>	66,3%	65,5%	62,6%	66,5%
<b>Lucro Líquido</b>	998	881	1.551	2.107
Crescimento A/A		-12%	76%	36%
<b>Margem Líquida</b>	15,7%	13,1%	18,8%	22,7%

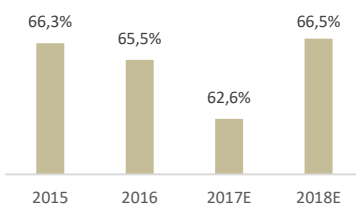
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

**Tabela 2. Outras Informações**

R\$ Milhões (Exceto %)	
Dívida (Caixa) Líquido	9.643
Ações em Circulação	2.020
Market Capitalization	34.461
<b>Performance da Ação</b>	
Últ. Semana	-3%
Últ. Mês	-5%
Acumulada Ano	8%
Últimos 12 Meses	-5%

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos

**Gráfico 2. Evolução da Mg. EBITDA**



Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

**CATALISADORES**

**1. Corte de juros.** Caso o BC opte por adotar um ritmo mais acelerado que o esperado de corte de juros, a queda na curva de juros deve resultar em revisões positivas do lucro (~70% da dívida é indexada ao CDI), e consequentemente se refletir nos preços das ações.

**2. Melhora na atividade.** O tráfego tem correlação significativa com o crescimento da atividade econômica. Melhora antecipada nos indicadores de atividade pode resultar em perspectiva de tráfego mais forte.

**3. Novos Projetos.** Há uma agenda de projetos forte para os próximos semestres, especialmente no segmento de rodovias. A participação (e vitória) nos leilões, bem como o momento favorável do setor, pode catalisar a performance das ações.

**RISCOS**

**1. Recuperação mais lenta do tráfego.** O tráfego já começou a dar sinais de recuperação no segundo trimestre de 2017, em cima de uma base fraca (queda em 2015 e 2016). Queda nos dados de tráfego no segundo semestre pode desencadear revisões negativas de resultado para frente.

**2. Decisão desfavorável da Justiça para CCR.** No final de 2015, o Governador Geraldo Alckmin entrou com uma decisão para anular aditivos contratuais firmados em 2006, que tinham o intuito de reequilibrar os contratos iniciais por conta de aumento não previsto dos gastos das concessionárias com impostos. Algumas dessas concessionárias conseguiram reverter a decisão, mas a Autoban, hoje uma das principais fontes de receita da CCR, ainda está em discussões com o Governo. Caso se materialize decisão desfavorável para a empresa, é possível que o contrato de concessão seja encurtado para antes de 2026 (que era o fim previsto pelo aditivo), o que representaria anos a menos de receita para a frente, e consequentemente risco de downside para as ações.

#### **Disclaimer**

- 1) Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.
- 2) Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.
- 3) O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.
- 4) O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Instrução CVM nº 483/10 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.
- 5) Os analistas da XP Investimentos 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 XP Investimentos.
- 6) O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a ICVM nº 497/2011, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – 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.
- 7) Os produtos apresentados neste relatório podem não ser adequados para todos os tipos de cliente. Antes de qualquer decisão, os clientes deverão realizar o processo de suitability e confirmar se os produtos apresentados são indicados para o seu perfil de investidor. Este material não sugere qualquer alteração de carteira, mas somente orientação sobre produtos adequados a determinado perfil de investidor.
- 8) A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.
- 9) Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.
- 10) A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.
- 11) O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: [www.xpi.com.br](http://www.xpi.com.br).
- 12) A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.
- 13) A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas.
- 14) *O investimento em ações é indicado para investidores de perfil moderado e agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto.*
- 15) *O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.*
- 16) *O investimento em termos é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. São contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.*
- 17) *O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos, e por isso é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.*
- 18) ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.