

Ecorodovias

Página Virada

Página virada no 2S17

Se o primeiro semestre de 2017 foi tomado por dados econômicos ainda dúbios, a recuperação no segundo semestre tem se mostrado cada vez mais consistente. Não só a inflação nos últimos 12M está no menor patamar do passado recente, mas a trajetória atual de juros aponta para Selic ao redor de 7% no fim do ano, a atividade tem dado sinais de melhora e a confiança se recupera. Isso já tem se refletido em melhora no tráfego das rodovias (+4% no 3T17), e no licenciamento de veículos novos (+14% no 3T17). A expectativa é que os fundamentos de Ecorodovias já reflitam esse cenário mais positivo no 3T17, sobretudo com tráfego forte e despesas financeiras menores. Vale lembrar que o EBITDA da companhia é basicamente composto pelo resultado de rodovias, embora a empresa tenha um terminal no Porto de Santos (Ecoporto) e um complexo logístico (Elog, já tratado como atividade descontinuada).

Além do Macro, outros fatores interessantes.

Além do cenário macro benigno, há outros fatores que enxergamos como potenciais catalisadores para o papel: i) pipeline de leilão de rodovias aquecido em 2018, ii) possibilidades no mercado secundário, iii) possível retomada da venda de ativos em um prazo mais longo, e iv) desconto ainda grande em relação a outros players do setor.

Novos Projetos

A Ecorodovias fechou o 2T17 com alavancagem de 2,6x dívida líquida/EBITDA, com tendência de reduzir ainda mais conforme a geração de caixa e o EBITDA aumentarem. A estrutura de capital saudável dá à empresa a possibilidade de entrar em novos projetos, mas a depender do formato desses projetos (outorga à vista ou parcelada, tarifa mínima, Capex mais diluído no tempo, etc.) o fôlego pode ser limitado, o que não elimina a possibilidade de um aumento de capital no futuro. Hoje há 11 rodovias cujos leilões estão previstos para acontecer até o final de 2018. Além disso, há um projeto no mercado secundário sob análise da Ecorodovias, a BR-050 (MG/GO). Ainda vemos a empresa ativa em buscar projetos e alongar o portfólio.

Venda de Ativos Deve Reforçar Alinhamento Estratégico no Longo Prazo

Além das concessões rodoviárias, a Ecorodovias atua em dois outros negócios: Ecoporto e Elog. A empresa iniciou 2016 com o objetivo de alienar esses ativos, e se desfez do bloco Sul do business de logística em Jul/16. Se assumirmos a proporcionalidade do EBITDA, estimamos que a venda (R\$ 115 mi) tenha sido feita a múltiplo de ~7,0x EV/EBITDA, prêmio em relação ao múltiplo que a empresa negociava na época. A venda da fatia remanescente segue em negociação, mas sem timing definido. Não acreditamos que a venda em si seja um catalisador, mas sim a sinalização de alinhamento estratégico. Quanto à venda do Ecoporto, embora continue dentro dos planos da empresa, é menos provável no médio prazo.

Valuation Atrativo

A Ecorodovias historicamente negocia a desconto em relação aos principais competidores, o que em parte se deve à percepção do mercado de maior risco de Governança e de alocação de capital, com base em decisões tomadas no passado. A percepção de risco tem diminuído nos últimos tempos, e não descartamos que a entrada do Gavio no bloco de controle tenha sido um dos motivos. Hoje as ações negociam a ~6,1x EV/EBITDA 2018, em linha com aquilo que a empresa negociava ao final de 2014 (quando o Brasil entrava na crise) e a desconto de ~6% da média dos últimos 7 anos. O Gavio já declarou ter interesse em aumentar a participação no Brasil, o que traz a possibilidade de aumento do controle sobre a companhia. Inclusive, o grupo vem aumentando sua participação indiretamente. A concretização desse movimento pode ser bem recebida pelo mercado. Além disso, recuperação mais forte no tráfego e entrada em novos projetos continuam sendo catalisadores importantes para as ações. Hoje, pares de ECOR que negociam em bolsas europeias estão ~30% mais caros (inclusive um deles é controlador do Gruppo Gavio).

Positivo

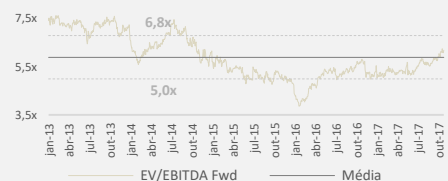
Preço Atual: R\$ 12,39
25-out-17

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 - ECOR3



Cenários de Preço

	EV/EBITDA	Preço	Var %
Hoje	6,2x	R\$ 12,39	-
Base	6,5x	R\$ 13,50	9%
Ótimo	6,9x	R\$ 14,70	19%
Stress	5,9x	R\$ 11,50	-7%

Fontes: XP Investimentos

Principais Múltiplos

	2017E	2018E
P/E	16,4x	13,2x
EV/EBITDA	6,8x	6,1x
P/B	8,1x	6,3x
Dividend Yield*	2,2%	
Dívida Líq/EBITDA*	2,6x	

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. *2017. **2T17.

Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários | 2018e



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

CENÁRIO BASE

R\$ 13,50 (+9%)

Nesse cenário consideramos que a Economia seguirá em trajetória de melhora, o que para ECOR implica i) que o tráfego tenha elasticidade ao PIB maior no curto prazo, ii) que os juros mantenham trajetória de queda (~8% no LP) e iii) inflação siga em queda. Não embutimos nesse cenário entrada em novos projetos, venda de ativos, mudança de controle ou fatores que alterem a percepção de risco.

CENÁRIO ÓTIMO

R\$ 14,70 (+19%)

Esse cenário contemplaria um re-rating com base na mudança em fatores estruturais (juros ainda menores, PIB potencial maior, percepção de risco menor). Entrada em novos projetos e/ou aditivos contratuais poderiam representar upside ainda maior.

CENÁRIO STRESS

R\$ 11,50 (-7%)

Retomada mais lenta que a esperada da atividade/tráfego, queda no ritmo do corte de juros, entrada em projetos fora do escopo da companhia são alguns fatores que podem gerar stress nas ações e concretizarem esse cenário.

Tabela 1. Consenso Bloomberg

R\$ Milhões	2015	2016	2017E	2018E
Receita Líquida	2.293	2.378	2.709	2.890
Crescimento A/A		4%	14%	7%
EBITDA	1.389	1.520	1.654	1.829
Crescimento A/A		9%	9%	11%
Margem EBITDA	60,6%	63,9%	61,0%	63,3%
Lucro Líquido	125	270	391	513
Crescimento A/A		116%	45%	31%
Margem Líquida	5,4%	11,3%	14,4%	17,7%

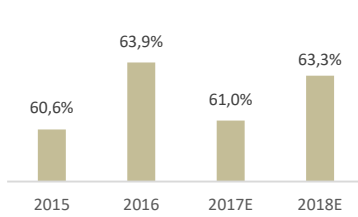
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

Tabela 2. Outras Informações

R\$ Milhões (Exceto %)	
Dívida (Caixa) Líquido	4.279
Ações em Circulação	559
Market Capitalization	6.922
Performance da Ação	
Últ. Semana	1%
Últ. Mês	9%
Acumulada Ano	54%
Últimos 12 Meses	37%

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 (~40% da dívida é indexada ao CDI), e consequentemente se refletir nos preços das ações.

2. Venda dos ativos non-core. A venda de ativos representa um potencial adicional de valorização. Mais do que o valor em si da operação, acreditamos que o fator "intangível" do alinhamento estratégico (foco no negócio principal da empresa) e a manutenção de projetos com retornos mais atrativos no portfólio sejam os principais drivers.

3. 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.

4. Novos Projetos. A entrada em novos projetos de rodovias não está no preço, e pode representar upside para os papéis.

RISCOS

1. Alocação de Capital. O mercado ainda guarda receio sobre as decisões de alocação de capital da empresa. Mesmo que tenha mostrado disciplina nos últimos dois anos, qualquer pequena percepção de desvio pode ter impactos significativos no preço das ações, via piora na percepção de risco (lances agressivos, entrada em ativos não rodoviários, etc.).

2. Revés na Recuperação do tráfego. Dada a estrutura já enxuta da empresa (pouco espaço para mais cortes significativos de custos), ganho de margem está sujeito à melhora da receita, e consequentemente do tráfego.

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.
- 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.