

Ecorodovias (ECOR3 - Compra)

Oportunidade de compra após a queda

Atualizamos nossas projeções para Ecorodovias, elevando o Preço Justo de R\$ 11,80 para R\$ 12,00 por ação mantendo a recomendação de Compra. A empresa tem apresentado crescimento de tráfego, com aumento da receita e dos lucros nos últimos trimestres. No entanto, suas ações caíram 29,7% neste ano, enquanto o Ibovespa teve uma valorização de 8,3%. Não vemos razão para uma queda tão pronunciada da ação e acreditamos que, em vista do crescimento esperado dos lucros e das expectativas positivas com as aquisições recentes, este pode ser um bom momento de compra, aproveitando-se da fraqueza das cotações.

O que esperar: As questões mais importantes para a Ecorodovias nos próximos meses são as seguintes:

- Ambiente macroeconômico: A recuperação da produção, o aumento do emprego e da renda, conjugado com a elevação das exportações de *commodities*, são pontos muito positivos para o incremento no volume de tráfego das rodovias sob concessão da Ecorodovias. Além disso, as baixas taxas dos juros e de inflação são também importantes para os resultados da empresa;
- Tráfego: A movimentação de veículos nas sete concessões rodoviárias administradas pela Ecorodovias (antes das aquisições) cresceu 4,8% em 2017 e mais 2,0% no 1T18. Esperamos que o tráfego da empresa aumente 3% em 2018, acima da expectativa de crescimento do PIB;
- Aumento no prazo médio das concessões: Nos últimos meses, a empresa fez duas aquisições (Rodoanel Norte e BR-050), além de conseguir estender o prazo de sua concessão mais lucrativa (Ecovias - Rodovias Anchieta-Imigrantes). Com isso, o prazo médio de suas concessões foi elevado de 13 para 17 anos;
- Endividamento: Ao final do 1T18 a relação dívida líquida/EBITDA era de 2,5x, igual à do mesmo período de 2017. A empresa considera este nível de endividamento adequado, permitindo outras aquisições. Neste momento de desvalorização do real é importante frisar que a Ecorodovias não tem dívidas em moeda estrangeira;
- Proventos: A Ecorodovias sempre remunerou bem seus acionistas. Referente ao resultado de 2017, a empresa pagou R\$ 337 milhões (R\$ 0,61 por ação), valor equivalente a 86,0% do lucro líquido. Para este ano, tendo em vista as aquisições, estimamos que o percentual de distribuição do lucro caia para 50% (R\$ 0,48/ação), permitindo um retorno de 5,8% para o acionista, considerando a cotação atual de ECOR3;
- Lava Jato: A notícia de que controladas da Ecorodovias fizeram pagamentos ilícitos prejudicou muito a ação. A empresa está investigando o assunto e as primeiras

Luiz Francisco Caetano, CNPI*

lcaetano@plannercorretora.com.br

+55 11 2172-2563

Disclosure e certificação do analista estão localizados na última página deste relatório.

Dados da Ação

Cotação atual (R\$)	R\$ /ação	8,32
Preço justo	R\$ /ação	12,00
Potencial	%	44,3
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	7,99 - 12,58
Total de ações	milhões	556,5
Ações Ordinárias	%	100,0
Free Float	%	33,3
Vol. Méd, diário (1 mês)	R\$ milhões	34,62
Valor de Mercado	R\$ milhões	4.630

Desempenho da Ação

	Dia	Ano	52 Sem.
ECOR3	0,2%	-29,7%	-5,2%
Ibovespa	1,1%	8,3%	34,2%

Cotação de 22/05/2018

Principais Múltiplos

	2017	2018E	2019E
P/L (x)	22,5	8,7	7,9
VE/EBITDA (x)	8,1	5,5	5,2
ROE (%)	54,5	57,7	50,5
Div. Líq./EBITDA (12m) (x)	2,7	2,9	2,9
Receita Líquida (R\$ mm)	3.201	3.367	3.574
Lucro Líquido (R\$ mm)	392	534	585
Margem Bruta (%)	48,7	50,2	49,0
Margem EBITDA (%)	50,9	54,3	54,8
Margem Líquida (%)	12,3	15,9	16,4
Payout (%)	86,0	50,0	60,0
Retorno Dividendo (%)	3,8	5,8	7,6
Cotação/VPA (x)	13,4	5,0	4,0

Fonte: Economática. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economática.

conclusões não indicam estes pagamentos. Não acreditamos que a Ecorodovias sofrerá perdas importantes neste processo, que não sejam os danos de imagem já ocorridos.

Tráfego crescente: Esperamos que a movimentação de veículos nas rodovias da Ecorodovias, sem considerar as aquisições, deve crescer 3% em 2018, percentual superior às projeções de evolução do PIB. Isso deve ocorrer pela recuperação da renda e do emprego, que sempre impacta a movimentação de veículos leves. Além disso, a retomada da produção industrial e a boa expectativa para a safra, somado à desvalorização do real, que eleva a exportações de *commodities*, deve permitir um salto no tráfego de veículos pesados. Isso já pôde ser visto nos números do 1T18 da Ecorodovias e na evolução do Índice ABCR.

O volume de tráfego nas sete rodovias sob administração da Ecorodovias está crescendo expressivamente. Em 2018, o tráfego nestas estradas aumentou 4,8% e no 1T18 a evolução foi de 2,0%. No ano passado, o melhor desempenho foi dos veículos pesados, com incremento de 4,6%. Isso ocorreu, principalmente, devido ao aumento das exportações de produtos agrícolas, através dos portos Santos, Paranaguá e Rio Grande servidos por rodovias da Ecorodovias. No 1T18, o melhor desempenho foi dos veículos leves (+2,5%), em função do melhor fluxo de turistas com feriados prolongados e clima mais favorável.

Ecorodovias - Volume de Tráfego

milhões veíc. equivalentes	Pesados			Leves			Total		Var.
	1T18	1T17	Var.	1T18	1T17	Var.	1T17		
Ecovias dos Imigrantes	7.067	6.911	2,3%	9.854	9.480	3,9%	16.921	16.391	3,2%
Ecopistas	6.265	6.084	3,0%	15.014	14.430	4,0%	21.279	20.514	3,7%
Ecovia Caminho do Mar	3.435	3.391	1,3%	1.466	1.526	-3,9%	4.901	4.917	-0,3%
Ecocataratas	4.223	4.366	-3,3%	2.905	2.842	2,2%	7.128	7.208	-1,1%
Ecosul Rodovias do Sul	4.323	4.339	-0,4%	1.966	1.924	2,2%	6.289	6.263	0,4%
ECO101	7.644	7.325	4,4%	4.318	4.251	1,6%	11.962	11.576	3,3%
Ecoponte	1.037	1.105	-6,2%	6.235	6.292	-0,9%	7.272	7.397	-1,7%
Trafego Consolidado	33.994	33.521	1,4%	41.759	40.745	2,5%	75.753	74.266	2,0%

Fonte: Ecorodovias

Conforme os dados divulgados pela Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias (ABCR), a movimentação de veículos nas estradas pedagiadas em abril/2018 cresceu 2,2%, comparado ao mesmo mês de 2017. Em relação a março/18, houve um aumento de 1,3% na movimentação de veículos.

Evolução do Índice ABCR - Dessazonalizado

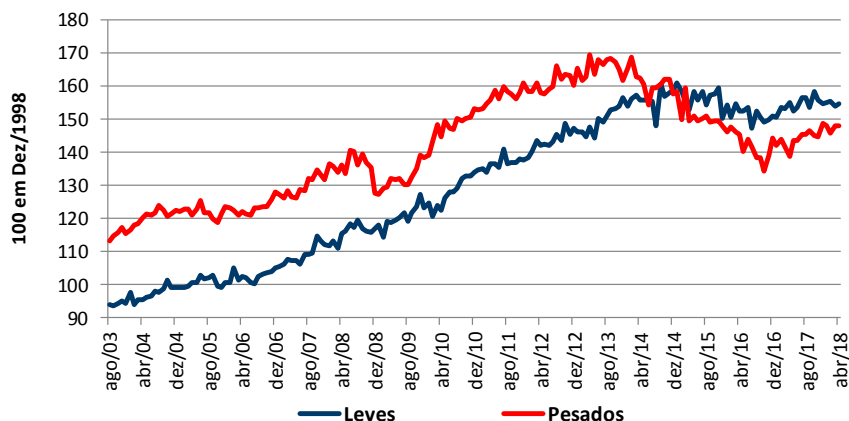
	Veíc. Leves	Veíc. Pesados	Total
Abril/18 versus Abril/17	-0,2%	10,4%	2,2%
Abril/18 versus Março/18	1,9%	-0,1%	1,3%
Acumulado no ano	2,6%	4,0%	2,9%
Últimos doze meses	1,2%	4,8%	2,0%

Fonte: ABCR

A recuperação do tráfego nas rodovias brasileiras, iniciada em 2017, começou com os veículos leves. Este ano, a movimentação de veículos pesados tem obtido um melhor desempenho. No acumulado do ano, o fluxo total medido pela ABCR teve uma alta de 2,9%, com a movimentação

de veículos leves crescendo menos (2,6%). Porém, os pesados nesse início de ano tiveram um aumento de 4,0% em seu fluxo pedagiado, elevando o índice total. Em relação aos meses passados, já se sente uma perda de dinamismo do tráfego de pesados, indicando que a reação na atividade industrial continua, mas em menor escala.

Figura 1: Índice ABCR



Fonte: Ecorodovias

Aquisições que estenderam o prazo médio das concessões: A Ecorodovias fez três aquisições importantes recentemente para seu portfólio. A empresa adquiriu duas novas concessões e aumentou sua participação em uma sociedade na qual já participava. Além disso, conseguiu estender o prazo de sua melhor concessão. Vemos estes movimentos como positivos, por adicionar projetos com um longo prazo de duração ao conjunto de investimentos da empresa. Com isso, o prazo médio das concessões da empresa aumentou para 17,3 anos, vindo de 13 anos e dois meses.

A primeira operação ocorreu em dezembro/2017, quando a empresa comprou 42% do capital da Eco101 por R\$ 46,6 milhões, elevando sua participação para 100% do capital desta concessão. A Eco101 administra 476 quilômetros da BR-101, sendo 17,5 quilômetros no estado da Bahia e 458,4 quilômetros no estado do Espírito Santo. A rodovia leva a cinco portos (Vitória, Tubarão, Açú, Ilhéus e Barra do Riacho) e também a várias praias. No 1T18, 12 milhões de veículos trafegaram pela Eco101, um volume 3,3% maior que no mesmo período do ano anterior.

O pagamento será feito em sessenta parcelas mensais corrigidas pelo IPCA, com dois anos de carência.

A segunda aquisição ocorreu em janeiro de 2018. A Ecorodovias arrematou por trinta anos a concessão do Trecho Norte do Rodoanel Mário Covas. A oferta total da Ecorodovias foi de R\$ 883 milhões, com ágio de 91,0%. Este trecho do Rodoanel tem 47 km e o contrato requer investimentos baixos (R\$ 581 milhões). O trecho ainda está em construção, faltando concluir 20% das obras, que devem ficar prontas em dezembro deste ano. O pagamento está previsto para o 1T19, mas a empresa já captou os recursos.

Em março, a Ecorodovias adquiriu 100% do capital social da MGO, por R\$ 600 milhões, valor que será pago no fechamento da operação, previsto para o 2T18. A MGO é responsável pela concessão da BR-050, um trecho de 436,6 quilômetros que começa no entroncamento com a BR-040, em Cristalina (GO), e se estende até a divisa de Minas Gerais com São Paulo, no município de Delta (MG). O contrato desta concessão foi assinado em dezembro de 2013 e expira em janeiro de 2044.

No final de abril, a controlada Ecovias dos Imigrantes assinou o Termo Aditivo Modificativo com a Agência Reguladora de Transportes do Estado de São Paulo - ARTESP, referente à construção da “Nova Estrada de Santos”. Esta via será destinada a separar o fluxo de veículos destinados ao porto (caminhões) e à cidade de Santos-SP, composto em sua maioria por veículos leves. Os investimentos da Ecovias nesta obra serão de R\$ 270 milhões. O reequilíbrio do contrato da Ecovias, após a inclusão das obras, será feito com a extensão do contrato por 7 meses e 24 dias. A extensão do contrato da Ecovias foi uma notícia muito positiva, porque o sistema Anchieta-Imigrantes tem a maior tarifa média e a melhor rentabilidade entre as concessões administradas pela Ecorodovias. No 1T18, a Ecovias teve um EBITDA de R\$ 212 milhões, equivalente a 44,2% do total consolidado.

Lava Jato: Um fato prejudicou e parece continuar impactando as ações da Ecorodovias. Em fevereiro deste ano, a imprensa noticiou que planilhas em poder da Operação Lava Jato apontavam pagamentos ilícitos feitos por duas controladas da Ecorodovias (Ecovia Caminho do Mar e Ecocataratas).

No início de março, a Ecorodovias negou o envolvimento de empresas do grupo em casos de corrupção. Em teleconferência com investidores, o presidente da companhia anunciou que uma auditoria interna concluiu que não houve envolvimento de suas subsidiárias nas irregularidades que estão sob investigação.

Também foi criado um comitê especial, vinculado ao Conselho de Administração, para analisar e investigar de forma independente as denúncias. Este comitê contratou um escritório de advocacia externo e uma empresa de auditoria forense para auxiliar na tarefa. O comitê vai entregar ao Conselho de Administração, em três meses, um relatório acerca dos processos internos da empresa e as denúncias que foram feitas.

Grupo Gavio pode assumir o controle: Em dezembro de 2015, o grupo italiano de infraestrutura Gavio adquiriu 50% das ações ordinárias e 100% das preferenciais (64,1% do capital total) da controladora da Ecorodovias (Primav). Com isso, o grupo Gavio divide o controle da Ecorodovias com a CR Almeida.

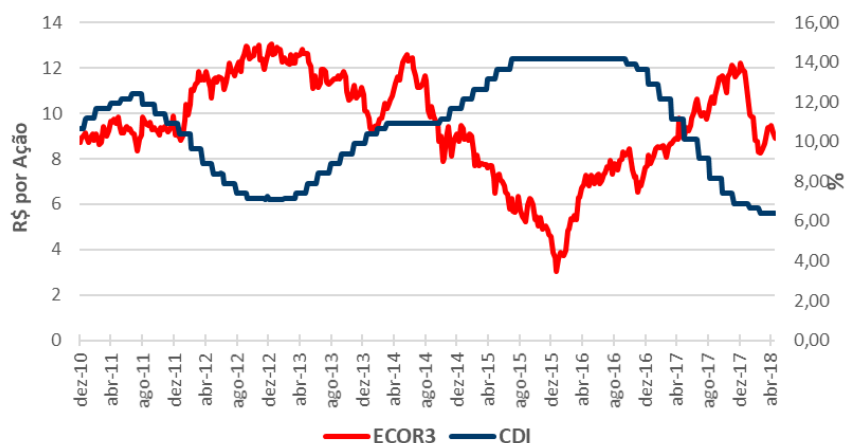
Em março deste ano, a imprensa noticiou que o grupo Gavio poderia comprar o restante das ações da Primav, para controlar a Ecorodovias. Consultada pela CVM, a Ecorodovias informou que seus controladores relataram que a Igli (braço do grupo Gavio) teria procurado a Primav para “iniciar discussões sobre potenciais opções para fortalecer a estrutura de capital da Ecorodovias”. Isso poderia ser entendido como a compra do controle da Ecorodovias.

Vemos esta possibilidade como positiva, por considerar uma elevação na capitalização da Ecorodovias, tornando a empresa mais apta a ampliar seus investimentos.

ECOR3 versus Taxa de Juros: É muito conhecida a correlação negativa entre as ações das empresas de concessões e as taxas de juros, que no caso de ECOR3 chega a 0,91. Isso ocorre porque os resultados das empresas de concessões são muito influenciados pelas taxas de juros e a inflação.

Esta correlação negativa pode ser vista no gráfico seguinte, onde vemos a evolução das ações da Ecorodovias e as taxas de juros desde o final de 2010. Pode-se ver o movimento simétrico entre as duas cotações, que foi rompido no início deste ano, quando ECOR3 começou a cair, mesmo com o seguimento do processo de baixa dos juros. Acreditamos que esta situação pode ser revertida, com a alta das ações, dado que não se espera nenhuma elevação dos juros no curto prazo.

Figura 2: ECOR3 versus Juros (CDI)



Fonte: Economatica

Ecorodovias - Resumo dos Resultados Projetados

R\$ milhões	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Receita Líquida	2.736	2.829	3.201	3.367	3.574	3.784
Lucro Bruto	1.254	1.284	1.558	1.692	1.753	1.860
Despesas Operacionais	-300	-509	-353	-351	-293	-317
Desps. Gerais, Administrativas e com Vendas	-306	-211	-218	-221	-233	-237
Outras Rec. (Desps) Operacionais	6	-298	-135	-129	-60	-80
Resultado Operacional (EBIT)	954	774	1.204	1.341	1.460	1.543
Result. Financ. Líquido	-663	-554	-455	-455	-455	-455
Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0	2
Resultado Antes do I. R e C. Social	681	594	1.291	1.498	-304	-295
I.R e Contr. Social	-159	-480	-336	-349	-383	-435
Resultado Líquido	109	-965	392	534	585	665
Lucro por Ação	0,20	-1,73	0,70	0,96	1,05	1,19
EBITDA	1.267	1.115	1.630	1.830	1.957	2.081
Margem Bruta	45,8%	45,4%	48,7%	50,2%	49,0%	49,2%
Margem EBITDA	46,3%	39,4%	50,9%	54,3%	54,8%	55,0%
Margem Líquida	4,0%	-34,1%	12,3%	15,9%	16,4%	17,6%

Fonte: Ecorodovias e Planner Corretora

Parâmetros do Rating da Ação

Nossos parâmetros de rating levam em consideração o potencial de valorização da ação, do mercado, aqui refletido pelo Índice Bovespa, e um prêmio, adotado neste caso como a taxa de juro real no Brasil, e se necessário ponderação do analista. Dessa forma teremos:

Compra: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for superior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Neutro: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for em linha com o potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Venda: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for inferior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

EQUIPE

Mario Roberto Mariante, CNPI
mmariante@plannercorretora.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI
lcaetano@plannercorretora.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins
vmartins@plannercorretora.com.br

Ricardo Tadeu Martins, CNPI
rmartins@planner.com.br

DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pela Planner Corretora e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas das companhias analisadas e de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia, expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada ou redistribuída sem prévio consentimento da Planner Corretora de Valores.

(*) Conforme o artigo 16, parágrafo único, da ICVM 483, declaro ser inteiramente responsável pelas informações e afirmações contidas neste relatório de análise.

Declaração do(s) analista(s) de valores mobiliários (de investimento), nos termos do art. 17 da ICVM 483

O(s) analista(s) de valores mobiliários (de investimento) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que as recomendações contidas neste refletem exclusivamente sua(s) opinião (ões) pessoal(is) sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Planner Corretora e demais empresas do Grupo.

Declaração do empregador do analista, nos termos do art. 18 da ICVM 483

A Planner Corretora e demais empresas do Grupo declaram que podem ser remuneradas por serviços prestados à(s) companhia(s) analisada(s) neste relatório.