

Análise de Empresas

Concessão

Ajustes nas estimativas

- As ações da Rumo, CCR, Ecorodovias e Santos Brasil registram quedas acima do Ibovespa no acumulado do ano;
- O Bradesco BBI atualizou os modelos de valuation e incorporou um aumento no custo de capital e os impactos econômicos do COVID-19;
- As empresas deverão sobreviver a este período de crise do Coronavírus e a Rumo (recomendação de Compra, preço-alvo de R\$ 24,00) oferece uma combinação de downside limitado e resiliência nos resultados.

No setor de infraestrutura, a questão é mais sobre o custo da dívida e não o risco de liquidez. A Rumo, CCR, Ecorodovias e Santos Brasil possuem planos robustos de investimentos, totalizando R\$ 13 bilhões combinados, em 2020 e 2021. Essas empresas devem executar os planos de capex estabelecidos em contratos de concessão, caso contrário, o adiamento dos investimentos pode resultar no reequilíbrio dos contratos e, no caso de concessões de rodovias com pedágios, as tarifas de pedágio podem ser reduzidas. Essa alta pressão sobre sua geração de fluxo de caixa aumentou a percepção de risco de liquidez e as ações do setor tiveram desempenho inferior ao Ibovespa. No entanto, os ativos de infraestrutura sobreviverão à crise do COVID-19 e os prazos dessas concessões são suficientes para amortizar as dívidas e gerar valor para o acionista. Essas empresas continuarão tendo acesso ao crédito para financiar seus planos de investimentos, mas a um custo maior, na nossa visão.

Rumo (recomendação de Compra, novo preço-alvo de R\$ 24,00, vindo dos R\$ 27,00). A Rumo é nosso nome preferido no setor de infraestrutura. A empresa possui geração resiliente de fluxo de caixa, uma vez que: i) as paralisações não afetaram as concessões ferroviárias e os terminais de exportações da Rumo; ii) um real mais fraco acelerou as exportações de soja. Além disso, o valuation é atrativo, com TIR de 7,6%. Vemos os seguintes gatilhos positivos para a ação: i) o início da renovação da Malha Paulista (2T20); ii) volumes de milho acima do esperado no 2S20, e iii) maiores volumes da Ferroeste. No cenário com premissas mais negativas, o preço-alvo poderia cair para R\$ 22,00, enquanto em um cenário mais otimista, poderia subir para R\$ 25,00.

Empresa	Recomendação	Preço-Alvo
RAIL3	COMPRA	24,00
ECOR3	COMPRA	15,00
CCRO3	COMPRA	15,00
STBP3	COMPRA	7,00

Empresa	Valor de Mercado ¹	ADTV ²	Último Preço
RAIL3	30.759	265,0	19,73
ECOR3	5.437	56,0	9,77
CCRO3	24.725	134,0	12,24
STBP3	3.105	24,0	4,65

¹ R\$ milhões; ² Volume médio diário R\$ (milhões)

A Ecorodovias (recomendação de Compra, preço-alvo de R\$ 15,00, abaixo dos R\$ 19,00). A Ecorodovias poderia ter que refinar R\$ 3 bilhões em dívidas este ano, o que, a nosso ver, explica o desempenho mais fraco da ação no acumulado do ano em relação à CCR. A empresa não deve enfrentar grandes dificuldades para alongar seu perfil de dívida, devido à sólida geração de fluxo de caixa. Além disso, a ação pode se recuperar este ano, ter reequilíbrio de contrato com o Governo de São Paulo e eventualmente licitar novos projetos. Em um cenário de premissas mais duras, o preço-alvo cairia para R\$ 9,00, enquanto poderia subir para R\$ 16,00, com premissas mais positivas.

A CCR (recomendação de Compra, novo preço-alvo de R\$ 15,00, abaixo dos R\$ 19,00). A empresa relatou uma posição de caixa de R\$ 5,3 bilhões no 4T19, proporcionando conforto financeiro durante a crise do COVID-19. Apesar do upside relativamente menor no setor, a CCR possui cerca de R\$ 6 bilhões em “poder de fogo” para licitar novas concessões, incluindo uma nova licitação para a Nova Dutra. Em um cenário de premissas piores, o preço-alvo poderia cair para R\$ 12,00, enquanto subiria para R\$ 17,00 com premissas mais otimistas.

Santos Brasil (recomendação de Compra, preço-alvo de R\$ 7,00, abaixo do anterior de R\$ 8,00). Os preços das ações foram severamente punidos, com uma queda de quase 45% em relação ao seu maior nível em 2020, devido à exposição da empresa ao comércio global e com um real mais fraco que poderia afetar as importações. No entanto, o valuation atual não reflete a baixa dívida líquida de apenas R\$ 11 milhões no 4T19 e a competitividade da empresa para superar a crise do COVID-19. Portanto, as ações estão negociando em um patamar de preços interessante. Em um cenário com premissas mais desafiadoras, o preço-alvo poderia cair para R\$ 4,00, enquanto poderia subir para R\$ 9,00 em um cenário mais otimista.

Revisão de estimativas:

Rumo R\$ milhões	2020			2021		
	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %
Receita Líquida	7.622,0	8.12	-6,1%	8.873,0	9.303,0	-4,6%
Ebitda	3.996,0	4.028,0	-0,8%	4.683,0	4,6	0,9%
Lucro Líquido	722	709	1,9%	1132	1027	10,2%
Margem Ebitda	52,4	49,6	2,8 p.p.	52,8	49,9	-2,9 p.p.

Fonte: Rumo e Bradesco BBI

Ecorodovias R\$ milhões	2020			2021		
	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %
Receita Líquida ajustada	3.01	3.123	-3,6%	3.452	3.583	-3,7%
Ebitda ajustado	1.998	2.114	-5,5%	2.302	2.432	-5,4%
Lucro Líquido	370	448	-17,5%	628	706	-11,1%
Margem Ebitda	66,4	67,7	-1,3 p.p.	66,7	67,9	-1,2 p.p.

Fonte: Ecorodovias e Bradesco BBI

CCR R\$ milhões	2020			2021		
	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %
Receita Líquida ajustada	9.235,0	11.079	-16,6%	11.128	11.226	-0,9%
Ebitda ajustado	5.312	6.928	-23,3%	6.441	7.316	-12,0%
Lucro Líquido	1004	2.322	-56,8%	1.585	2.511	-36,9%
Margem Ebitda Ajust.	57,5	62,5	-5,0 p.p.	57,9	65,2	-7,3 p.p.

Fonte: CCR e Bradesco BBI

Santos Brasil R\$ milhões	2020			2021		
	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %
Receita Líquida ajustada	874	1.076	-19,0%	1.014	1.250	-19,0%
Ebitda ajustado	178	232	-23,0%	261	323	-19,0%
Lucro Líquido	-14	40	-136,0%	37	89	-58,0%
Margem Ebitda Ajust.	20,4	21,6	-1,2 p.p.	25,7	25,8	-0,1 p.p.

Fonte: Santos Brasil e Bradesco BBI

RESEARCH ÁGORA**José Francisco Cataldo Ferreira**

CNPI - Estrategista de Análise - Pessoas Físicas

Ricardo Faria França

CNPI - Analista de Investimentos

Maurício A. Camargo

CNPI-T - Analista Gráfico

Flávia Andrade Meireles

CNPI - Analista de Investimentos

Maria Clara W. F. Negrão

CNPI - Analista de Investimentos

Luiza Mussi Tanus e Bastos

CNPI - Analista de Investimentos

José Eduardo Raffaelli

Assistente de Análise

DIRETOR RESPONSÁVEL

Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

Região Metropolitana (RJ e SP)

4004 8282

Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

Ligações Internacionais

+55 21 2529 0810

Disclaimer

Este relatório foi preparado pelas equipes de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("Ágora") bem como da Bradesco S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários ("Bradesco Corretora"), sociedades controladas pelo Banco Bradesco BBI S.A. ("BBI"). O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora e da Bradesco Corretora.

Este relatório é distribuído somente com o objetivo de fornecer informações e não representa uma oferta de compra e venda ou solicitação de compra e venda de qualquer instrumento financeiro. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação. Entretanto, as informações aqui contidas não representam por parte da Ágora ou da Bradesco Corretora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas em julgamento do(s) analista(s) de investimento envolvido(s) na sua elaboração ("analistas de investimento") e são, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Instrução CVM 598/18:

O(s) analista(s) de investimento declara(m) que as opiniões contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora, à Bradesco Corretora, ao BBI e demais empresas do Grupo Bradesco.

A remuneração do(s) analista(s) de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora, Bradesco Corretora e BBI.

Declarações nos termos do art. 22 da Instrução CVM 598/18, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora e Bradesco Corretora:

O Banco Bradesco S.A. tem participação acionária indireta, por meio de suas subsidiárias, acima de 5% nas empresas Cielo S.A. e Fleury S.A.. A BRADESPAR S.A., cujo grupo controlador é composto pelos mesmos acionistas que controlam o Bradesco, tem participação acima de 5% na VALE S.A..

Ágora, Bradesco Corretora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

O Bradesco BBI está participando como coordenador na oferta pública de distribuição da Eneva S.A., Estácio Participações S.A. e Companhia de Saneamento Básico de São Paulo - SABESP.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: AES Tiete Energia S.A., Aliance Sonae Shopping Centers S.A., Ânima Holding S.A. B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco BTG Pactual S.A., Banco Inter S.A.; C&A Modas S.A., CCR S.A., Cesp - Companhia Energética De São Paulo, Cielo S.A., Companhia Brasileira de Distribuição, Companhia De Locação Das Américas, CPFL Energia S.A., Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações., Eletropaulo Metropolitana Eletricidade De São Paulo S.A., Energisa S.A., Engie Brasil Energia S.A., Estacio Participações S.A., Fleury S.A., Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., Grupo SBF S.A., Hapvida Participações e Investimentos S.A., Helbor Empreendimentos S.A., IRB Brasil Resseguros S/A, JHSF Participações S.A., JSL S.A., Kroton Educacional S.A., Localiza Rent a Car S.A., LOG Commercial Properties e Participações S.A., LPS Brasil - Consultoria de Imóveis S.A., Magazine Luiza S.A., Marfrig Global Foods S.A., Marisa Lojas S.A., Minerva S.A., Movida Participações S.A., Multiplan Empreendimento Imobiliário S.A., Natura Cosméticos S.A., Notre Dame Intermédica Participações S.A., Petróleo Brasileiro S.A., Positivo Tecnologia S.A., Raia Drogasil S.A., Randon S.A. Implementos e Participações., Restoque Comércio e Confeccões de Roupas S.A., Rumo S.A., São Carlos Empreendimentos e Participações S.A., Suzano S.A., Trisul S.A. e Usinas Siderurgicas de Minas Gerais S.A. - Usiminas.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: Banco do Brasil S.A., Banco Inter S.A., BR Properties S.A., C&A Modas S.A., Camil Alimentos S.A., CSHG Logística - Fundo De Investimento Imobiliário - FII, CSHG Real Estate - Fundo De Investimento Imobiliário - FII, Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo - SABESP., Companhia De Transmissão De Energia Elétrica Paulista (CTEEP), Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos E Participações, Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações., Direcional Engenharia S.A., Eneva S.A., Engie Brasil Energia S.A., Grupo SBF S.A., Green Towers - FII., Hapvida Participações e Investimentos S.A., HSI Malls - FII., Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A., JBS S.A., Klabin S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Linx S.A., Malls Brasil Plural Fundo de Investimento Imobiliário, Marfrig Global Foods S.A., MRV Parcerias e Participações S.A., Notre Dame Intermédica Participações S.A., Petróleo Brasileiro S.A., Petrobras Distribuidora S.A., São Martinho S.A., SDI Rio Bravo Renda Logística - FII., SLC Agrícola S.A., Transmissora Aliança De Energia Elétrica S.A. - TAESA, Vinci Logística - FII, Vinci Shopping Centers - FII; XP Malls Fdo Inv Imob FII e XP Log Fdo Inv Imob - FII.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da Alparcatas S.A. (ALPA4). Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34) e Helbor Empreendimentos S.A. (HBOR3).