

CCR (CCRO3): Ganha a Nova Dutra e garante ativo chave

Supera a Ecorodovias e ganha Nova Dutra

A CCR teve a licitação vencedora do leilão de concessão da rodovia Nova Dutra, oferecendo um desconto tarifário de 15,31% (máximo) e uma taxa de concessão de R\$ 1,8 bilhão, superando a oferta do segundo colocado da Ecorodovias (que ofereceu um desconto de 10,6%). Como a CCR foi a única a atingir o desconto tarifário máximo, não houve mais rodada de licitações. A Nova Dutra é um ativo emblemático, originalmente transferido para o setor privado nos anos 90, e é visto como um dos ativos "joia da coroa" do setor, dada a sua privilegiada localização, conectando as duas áreas mais populosas do país (SP e RJ). Dado o valor estratégico, prevíamos uma competição acirrada entre os dois maiores operadores de rodovias no país (CCR e Ecorodovias). No final do dia, a concorrência foi um pouco menor do que o esperado, pois a oferta da Ecorodovias não atingiu o máximo desconto (uma demonstração positiva em termos de disciplina, a nosso ver). Quanto a CCR, embora a taxa do governo, foi um pouco alta, vemos oportunidades importantes de economia, incluindo negociações com empresas de construção parceiras e menores riscos de engenharia no projeto da rodovia. Como a CCR já opera o ativo, acreditamos que a empresa é altamente eficiente em termos de opex (principalmente custos de terceiros), com aumento nos volumes de tráfego (relacionados aos maiores volumes atuais e mais tarifas competitivas), além de ter um custo de capital mais competitivo. Em uma avaliação preliminar, após incluir a taxa de concessão de R \$ 1,8 bilhão e o desconto tarifário de 15% proposto, nós devemos assumir 20 a 25% na economia de opex, melhorando as premissas de tráfego (10% a 15%), e fazer um corte de 10 a 15% no capex, a fim de atingir uma TIR na casa de um dígito alto (9%), levando o valor presente líquido para território positivo (R\$ 1,6 a 1,7 bilhões, ou 6 a 7% do valor de mercado da CCRO hoje). Acreditamos que o mercado deve gradativamente precificar a Nova Dutra nas ações da CCR conforme mais detalhes forem fornecidos na evolução do projeto, e gostamos da maior duração de fluxo de caixa da CCR (espera-se um aumento de ~ 1,3 anos, chegando a 19 anos até 2023). Nós mantemos nossa classificação de compra.

Análise na Nova Dutra - principal ativo em localização premium

A Via Dutra é o principal corredor rodoviário entre as duas principais cidades metropolitanas no Brasil, no estado do Rio de Janeiro e no estado de São Paulo. O projeto envolve uma concessão de 30 anos (renovável por mais cinco anos), compreendendo 626 km, e é um novo leilão do atual contrato de 402 km da CCR, vencido há 25 anos (como uma das primeiras rodovias a serem privatizadas no país). O projeto compreende seções da BR-116/101 / SP / RJ (Rodovia Presidente Dutra): Rodovia BR-116 / RJ, entre a entroncamento com a BR-465, no município de Seropédica (RJ), e divisa RJ / SP; Rodovia BR-116 / SP, entre a divisa RJ / SP e o entroncamento com a BR-381 / SP-015, Marginal Tietê; Rodovia BR-101 / RJ, entre o entroncamento com a BR-465 (A) / RJ-095 e a fronteira RJ / SP; e Rodovia BR-101 / SP - entre a divisa RJ / SP e Praia Grande, Ubatuba. De acordo com o

BTG Pactual – Equity Research:

Lucas Marquiori

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Fernanda Recchia

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Marcel Zambello

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Analise.Acoes@btgpactual.com

CCR SA (ccro3)

Data	01/11/2021
Ticker	ccro3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	18,0
Preço (R\$)	11,4
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	23.088,55
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	148,97

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	18,8x	17,2x
EV/EBITDA	6,6x	6,6x

Stock Performance:

Outubro (%)	-2,3%
LTM (%)	0,7%



Programa de Exploração Rodoviária (PER), as principais melhorias incluem a ampliação da capacidade do trecho Serra das Araras, com a construção de uma nova via de subida e adaptação da atual descida. Quatro faixas de transporte serão implementadas por direção e estará voltado interna e externamente.

Detalhando as principais premissas - tráfego principal e capex

O governo modelou o volume de tráfego em 174 milhões de veículos equivalentes no primeiro ano de operação, evoluindo para 280 milhões após 30 anos. Espera-se que a receita evolua de R\$ 1,1 bilhão no primeiro ano para R\$ 2,4 bilhões (CAGR implícito de 2,5% vs. 5%). A margem EBITDA deve evoluir de 74% no primeiro ano de operação para 81% no último ano (média de 76%). Por fim, o capex é distribuído ao longo dos 30 anos da concessão, com a maior parte nos primeiros 10 anos. O governo modela uma TIR real de 8,47%, desalavancado. Em uma avaliação preliminar, após incluir a taxa de concessão de R\$ 1,8 bilhão e o desconto tarifário de 15% proposto, devemos assumir 20-25% na economia de opex, melhorar as premissas de tráfego (10% a 15%), e fazer um corte de 10-15% no capex, a fim de atingir a TIR na casa de um dígito alto (9%), levando o VPL para território positivo (R\$ 1,5 a 1,7 bilhões, ou 6 a 7% do valor de mercado da CCRO). Com a licitação vencedora da Nova Dutra, a CCR deve aumentar a duração do fluxo de caixa ponderado em ~ 1,3 anos, atingindo aproximadamente 19 anos, uma importante redução do risco de investimento.

Muitas oportunidades para economizar capex e opex

Conversamos brevemente com a empresa para entender melhor o espaço para ganhos de eficiência no projeto. Principais oportunidades: (i) em termos de tráfego, a empresa está assumindo um volume com CAGR de 2,4%, contra 2,1% no modelo do governo, enquanto seu tráfego no primeiro ano é ~ 9% maior do que o do governo. Esta diferença de estimativa implica tráfego total 15% superior ao estimado pelo governo, acumulado ao longo do período de concessão. Esse maior volume de tráfego é impulsionado por um maior volume de tráfego de entrada (CCR já está acima da curva de tráfego no 3º trimestre), e potencial desvio de tráfego de outras rotas; (ii) opex deve ter ganhos de eficiência na faixa de 20 a 25%, oriundos de diversas iniciativas em custos de terceiros, despesas de energia e assim por diante; (iii) em termos de capex, a CCR firmou parceria com construtoras para negociar melhores preços, e foi capaz de reduzir o capex em 10 a 15%. Essas eficiências também são explicadas pelos riscos de execução relativamente menores em projetos de engenharia na rodovia. A empresa sinalizou que sua previsão já embutia o ambiente atual de inflação mais alta de materiais e de custos. Eles esperam financiar o projeto com 70% de dívida e 30% de capital e ainda estão avaliando credores de longo prazo (provavelmente BNDES ou debênture de infraestrutura). Por fim, a empresa busca uma alavancagem consolidada de 3,2 a 3,4x no longo prazo e reiterou seu apetite por novos leilões.

A concorrência foi um pouco mais fraca do que o esperado pelo mercado

A última vez que a Ecorodovias e a CCR competiram por um ativo foi no início deste ano, no leilão da rodovia BR-153 (posteriormente renomeada Ecovias do Araguaia), no qual Ecorodovias teve o lance vencedor. Como no leilão de hoje, a BR-153 tinha apenas Ecorodovias e CCR, com ambas as empresas oferecendo o desconto tarifário máximo, enquanto a Ecorodovias ofereceu uma concessão de R\$ 320 milhões, superando os R\$ 117 milhões oferecidos pela CCR. Olhando mais para trás, em 2015 a Ecorodovias venceu o leilão da Ponte Rio-Niterói, que antes era operado pela CCR. O leilão foi significativamente mais competitivo que o leilão da Nova Dutra, pois 6 empresas licitaram pelo ativo (Ecorodovias ofereceu um desconto de 36,7% na tarifa máxima para ganhar o ativo). Para a Nova Dutra, já se sabia que apenas CCR e Ecorodovias participariam do leilão. Mas o resultado dos outros dois leilões (BR-153 e Ponte), somado ao fato de que a Ecorodovias recentemente arrecadou dinheiro por meio de

uma oferta, levou o mercado a antecipar uma competição muito mais acirrada do que o que foi visto, em nossa opinião.

Estendendo a duração do fluxo de caixa da empresa; em linha com o discurso da gestão

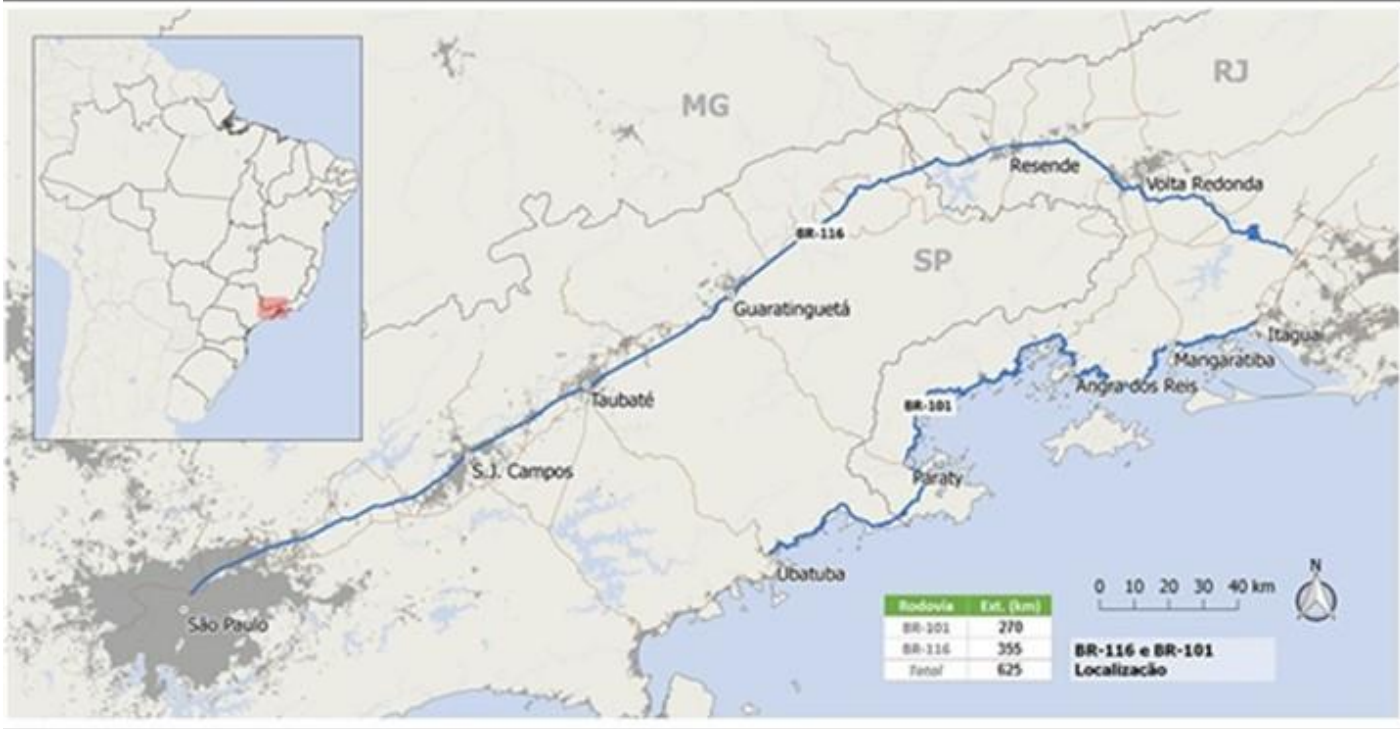
O fato de a CCR já operar o ativo reduz os riscos de execução e confere ganhos de eficiência significativos da empresa no projeto, que, juntamente com o razoável preço da licitação, torna o projeto positivo para os acionistas, a nosso ver. Existem muitas oportunidades de eficiências de custo e capex na modelagem, além de prováveis ganhos de pressupostos da curva de tráfego também. Curiosamente, a oferta disciplinada está em linha com o recente discurso da nova equipe de gestão sobre o foco na alocação de capital (ambos os novo CEO e CFO tinham bons históricos de alocação de capital em suas carreiras antes de ingressar na CCR), além de ter um impacto importante no alongamento da duração do fluxo de caixa da empresa. O lance vencedor da CCR confirma que a empresa deve permanecer ativa na retomada dos projetos de infraestrutura no país, principalmente em um momento de competição mais fraca. Continuamos a ser compradores.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021	12/2022
RoIC (EBIT) %	9,3	13,1	9,1	12,6	12,7
EV/EBITDA	8,3	8,6	7,4	6,6	6,6
P/L	28,9	26,9	33,6	18,8	17,2
Dividend Yield %	5.4	3.7	3.0	5.3	5.8

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	10.529	11.296	11.002	10.094	9.887
EBITDA	4.538	6.207	5.665	5.636	5.463
Lucro Líquido	783	1.426	809	1.227	1.346
LPA (R\$)	0.39	0.71	0.40	0.61	0.67
DPA líquido (R\$)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dívida Líquida/Caixa	-14.629	-14.991	-14.438	-13.708	-12.797

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 11,43, em 29 de outubro de 2021.

Figura 1: Geografia da Nova Dutra



Fonte: Minfra e BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx