Vamos (VAMO3): Atualização do modelo, turbinando a história de crescimento

Revisão de estimativas; aumentando ligeiramente o nosso preço-alvo para R$ 19 de R$ 18

Neste relatório, estamos revisando nossas estimativas para a Vamos incorporando: (i) seu recente aumento de capital, (ii) seus últimos números financeiros e operacionais; (iii) atualizações macro, premissas operacionais, financeiras e custo de capital (de 9,6% a partir de 8,5%). Nós reconhecemos que o desempenho das ações desde o aumento de capital tem sido de alguma forma frustrante (a ação caiu 25%), e acreditamos que a performance decorre do aumento da taxa de juros de longo prazo, enquanto os fundamentos da empresa permanecem sólidos como sempre. Seguindo em frente, esperamos que a história de forte crescimento da empresa continue, com um desempenho operacional cada vez melhor. Quanto ao nosso modelo, em poucas palavras, estamos ajustando nossas estimativas de 21E e 22E para receitas líquidas em + 15% e + 18% e lucro líquido em + 18% e + 13%, respectivamente. Estamos, portanto, aumentando ligeiramente nosso preço-alvo para R$ 19 / ação (de R$ 18 antes), com potencial de 51%. Continuamos a ser compradores.

R$ 1,1 bilhão arrecadado para financiar a expansão da frota

Em 23 de setembro, a Vamos realizou uma oferta subsequente de R$ 1,1 bilhão. A oferta foi de 100% primária, com a receita destinada a financiar seu crescimento orgânico através da aquisição de caminhões, máquinas e equipamentos pesados. Como a Simpar não participou em da oferta, sua participação caiu de 77% para 72%. Lembramos que durante o último Dia do Investidor da Simpar , a Vamos forneceu sua meta de longo prazo de crescer sua frota em até 6x até 2025, o que implica uma frota total de 100 mil caminhões, muito acima da previsão do mercado naquele momento, que era em ~ 40 a 50 mil. Agora estamos aumentando nossa previsão de frota para 81 mil em 2025, ainda conservadoramente abaixo da orientação de 100 mil, mas acima de nossos 71 mil anteriores, refletindo o efeito do aumento de capital.

Investimento em indústria de oceano azul + principais vantagens econômicas = Compra mantida

Continuamos otimistas com a Vamos e vemos o recente desempenho inferior como bastante exagerado. Nossa aposta reflete uma oportunidade de mercado do oceano azul e as vantagens econômicos intrínsecos da empresa. A visão da indústria do oceano azul origina-se da baixa penetração do aluguel de caminhões e máquinas no Brasil e a pequena concorrência até agora. As principais vantagens econômicas da empresa incluem: (i) condições de compras superiores, impulsionada por sua grande frota e a sua alta taxa de crescimento; (ii) capacidade comercial, alavancada por sua controladora Simpar; e (iii) incomparável rede de vendas de ativos usados (= maior poder de precificação). Negociando 20,4x preço / Lucro em 2022, somos fortes compradores.

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

Vamos (vamo3)

Data	08/11/2021
Ticker	vamo3
Rating	Compra
Preço Alvo (R$)	19,0
Preço (R$)	12,6
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

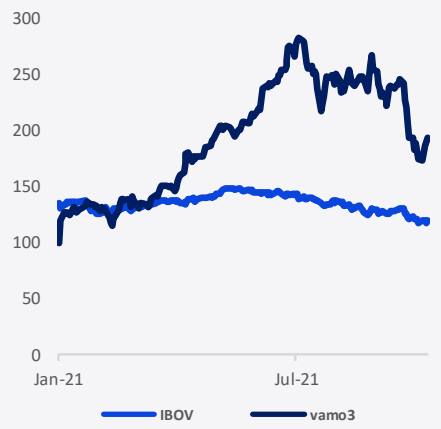
Market Cap. (RS mn)	12.180,18
Vol. Médio 12M (R$ mn)	63,27

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	30,1x	20,4x
EV/EBITDA	13,1x	9,5x

Stock Performance:

Novembro (%)	10,9%



Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	16,3	15,8	21,1	23,3	19,7
EV/EBITDA	-	-	13,1	9,5	8
P/L	-	-	30,1	20,4	14,2

Resumo Financeiro (R$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	1.212	1.512	2.870	4.142	5.435
EBITDA	528	640	1.07	1.87	2.817
Lucro Líquido	142	179	408	602	866

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$ 12,57, em 05 de novembro de 2021.

Atualização do modelo - História de crescimento

Neste relatório, estamos revisando nossas estimativas para a Vamos incorporando: (i) sua recente oferta de ações; (ii) os dados financeiros e operacionais mais recentes da empresa; e (iii) nossas novas premissas macro, operacionais e financeiras atualizadas. Reconhecemos que o desempenho das ações desde o aumento de capital tem sido um tanto frustrante (as ações caíram 25%) e acreditamos que a maior parte do desempenho inferior decorre do aumento da taxa de juros de longo prazo, já que os fundamentos da empresa permanecem sólidos como sempre. No futuro, esperamos que a história de forte crescimento da empresa continue, junto com uma melhoria constante do desempenho operacional.

1 - O que mudou desde o IPO?

a) Aumento nos preços de caminhões novos e usados:

As divisões de seminovos e concessionárias da Vamos foram impactadas positivamente pelo aumento nos preços de caminhões usados e novos (o preço do caminhão 0km aumentou mais de 30% no acumulado do ano). Semelhante ao que vimos com as locadoras de veículos tradicionais, o principal fator para o forte aumento foi a interrupção da cadeia de suprimentos na indústria automotiva. A recuperação da demanda na indústria durante a pandemia está se mostrando mais forte do que o esperado, ultrapassando a produção. Atualmente, especialistas de mercado estão prevendo normalização global apenas no 2S22.

Gráfico 1: Evolução dos preços dos caminhões (FIPE 0km) [1]

Nota: Índice composto pelo preço formado a partir da tabela FIPE dos 10 modelos mais adquiridos pela Companhia.

Realizamos uma análise para medir o aumento nominal dos preços de veículos usados e novos nos últimos anos. As informações que recolhemos confirmaram o que os especialistas e associações do sector têm afirmado: os preços dos camiões, tanto usados como novos, aumentaram significativamente. Na maioria dos casos que analisamos, os caminhões usados são mais caros (em termos nominais) do que no ano de seu lançamento. Assim, os dados reforçam o momento positivo da indústria de Seminovos da Vamos e a divisões de concessionárias.

Apesar da turbulência na cadeia de suprimentos e na aquisição de matéria-prima, as montadoras têm conseguido manter o fluxo de novos veículos, apesar de alguns atrasos em casos específicos. Além disso, devido às compras programadas e à escala da Vamos, o impacto desse cenário foi limitado e a empresa conseguiu manter seu fluxo de novos veículos em sua frota operacional. Lembramos que os caminhões que estão sendo entregues à Vamos hoje foram negociados há um ano, em média, dando as montadoras tempo suficiente para planejar seus programas de entrega. Portanto, não esperamos que isso seja um gargalo de crescimento para a companhia.

b) Aceleração Capex:

Desde o IPO, a Vamos acelerou seu crescimento orgânico por meio do aumento do capex, com a empresa tendo um capex contratado anualizado nos 9M21 de R$ 3,7 bilhões (bem acima dos R$ 2 bilhões discutidos durante o IPO).

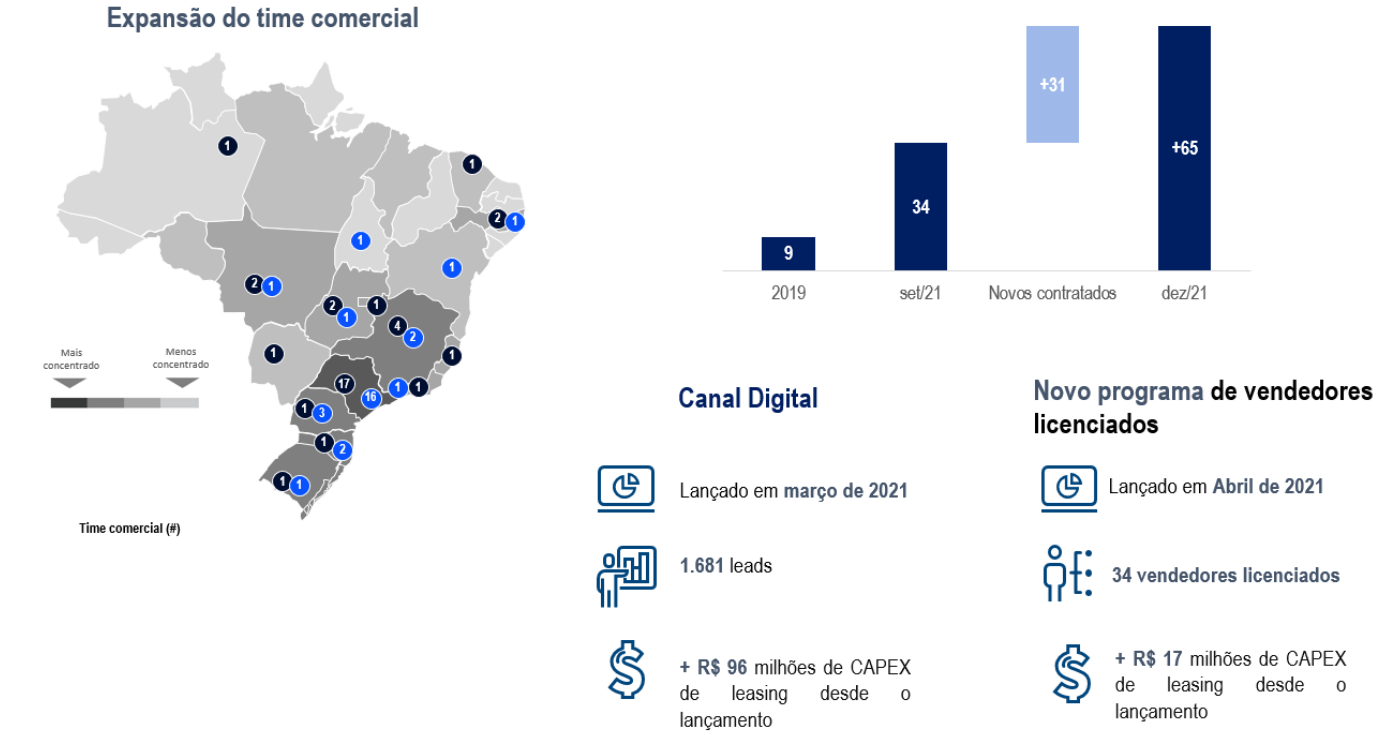
Acreditamos que existem vários pilares que permitiram à empresa acelerar o crescimento:

(1) a indústria de aluguel de caminhões continua altamente subpenetrada em todos os ângulos, com um mercado total endereçável de cerca de 150 vezes a frota atual da empresa, que é de longe a maior do mercado (Vamos é mais do que o dobro da segunda maior empresa do mercado 2);

(2) a terceirização de caminhões acelerou durante a pandemia devido a (a) atrasos no tempo de espera para a entrega de caminhões; e (b) a necessidade das empresas de economizar dinheiro em meio à crise; e

(3) a Vamos investiu em seu alcance e time comercial por meio (a) da contratação de novos funcionários (prevê-se que termine este ano com 65 funcionários vs. 9 em 2019), (b) investindo em digitalização para ganhar agilidade; e (c) lançamento do programa credenciado em abril (anteriormente denominado “Meu Amigo Vamos”), que já conta com mais de 30 vendas cadastradas e deve trazer escala para a empresa.

Figura 1: Crescimento da equipe comercial e desenvolvimento de novos canais de vendas

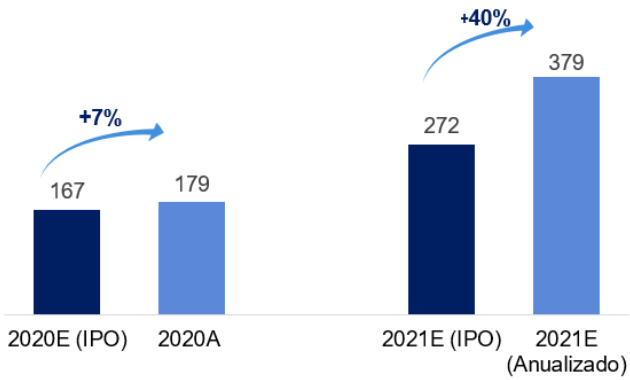


Fonte: Empresa e BTG Pactual

c) Resultados acima do esperado:

O crescimento acelerado levou a resultados financeiros acima do esperado: durante o IPO, discutimos um lucro líquido de R$ 272 milhões para este ano, que se compara a um lucro líquido anualizado de R$ 379 milhões considerando os 9M21. Além da aceleração da receita, acreditamos que os fortes números também estão relacionada a: (1) maior alavancagem operacional, levando a uma maior diluição do custo fixo; (2) maior escala devido ao aumento de tamanho da empresa; e (3) melhores resultados nas divisões de concessionárias e seminovos, que têm se beneficiado dos maiores preços de caminhões novos e usados.

Gráfico 2: Comparação do lucro líquido esperado durante o IPO e números reportados

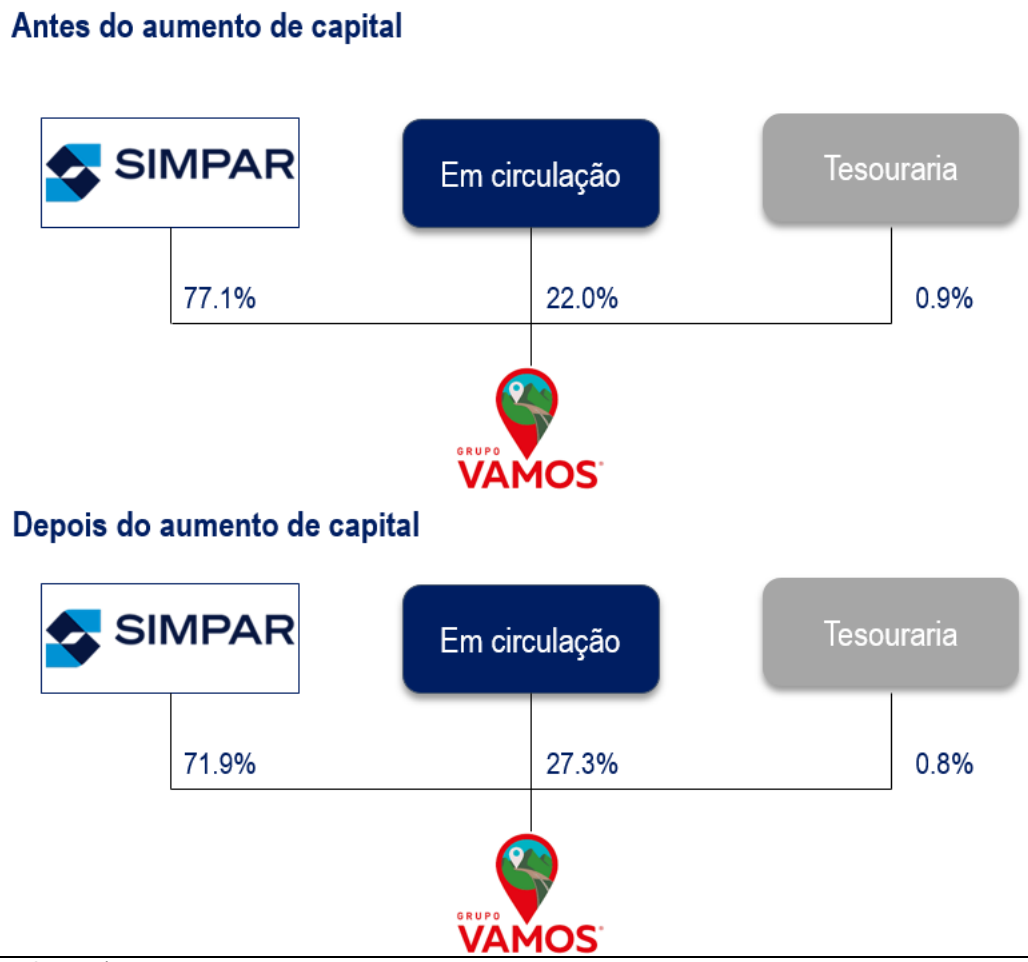


Fonte: Empresa e BTG Pactual

2 - Detalhando do aumento de capital

Em 23 de setembro, a Vamos precificou uma oferta de ações de R$ 1,1 bilhão (~ US$ 210 milhões). A oferta foi 100% primária, com os recursos destinados a financiar seu crescimento orgânico por meio da aquisição de caminhões, máquinas e equipamentos pesados. Como o Simpar não participou, sua participação caiu de 77% para 72%.

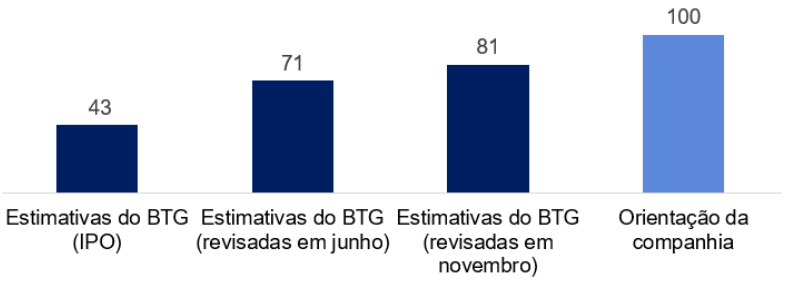
Figura 2: Estrutura de Acionistas da Vamos antes e depois do aumento de capital



Fonte: Empresa e BTG Pactual

Lembramos que durante o último dia do investidor da Simpar, a Vamos divulgou sua meta de longo prazo de aumentar sua frota em 6x até 2025, o que implica uma frota total de ~ 100 mil caminhões, muito acima da previsão do mercado naquele momento, que era de ~ 40 a 50 mil. Agora estamos aumentando nossa previsão de frota para 81 mil em 2025, ainda conservadoramente abaixo dos 100 mil no guidance, mas acima de nossos 71 mil anteriores, refletindo o efeito da oferta subsequente de ações.

Gráfico 3: Comparação da expectativa da frota para 2025 (em milhares)



Fonte: Empresa e BTG Pactual

3 - Crescimento inorgânico

Desde que a Vamos abriu seu capital, a empresa já anunciou quatro aquisições totalizando ~ R$ 600 milhões em receita adquirida: (1) em meados de março, anunciou a aquisição da Monarca, uma rede de concessionárias da marca Valtra no Mato Grosso que vende máquinas, implementos agrícolas e componentes, além de prestar serviços de manutenção por meio de suas quatro unidades no estado; (2) ainda no mesmo mês, a empresa assinou acordo para representar as concessionárias Fendt em Sorriso (Mato Grosso), fortalecendo ainda mais sua posição em uma das regiões mais importantes para o agronegócio do Centro-Oeste brasileiro; (3) no final de abril, anunciou a aquisição de empilhadeiras elétricas vinculadas a contratos de aluguel com a BYD, aprimorando suas métricas ESG; e (4) em junho, adquiriu 70% das operações do BMB no Brasil e no México, o primeiro movimento em direção à customização de veículos.

Figura 3: Visão geral de fusões e aquisições concluída desde o IPO

	VALTRA	FENDT	BYD	BMB
Receita anual	R$222 milhões	R$219 milhões	R$ 26 milhões	R$126 milhões
Destaques	**Consolidação da posição na região Centro-Oeste,** que mostra forte crescimento na agricultura de grãos. Sinergia operacional, visto que a VAMOS já contava com 15 concessionárias Valtra na região	Consolidação da rede de **concessionárias de máquinas agrícolas em regiões estratégicas** **Maior exposição ao estado de Mato Grosso,** com grande crescimento do volume de grãos	Aquisição de empilhadeiras elétricas com contratos de locação firmados**, em linha com a estratégia ESG da Companhia** Diversificação e ampliação do portfólio de locação, para um atendimento mais completo no segmento de intralogística	Maior tecnologia e experiência na customização de veículos pesados. Plataforma para **criação de novos produtos,** atendendo a Volkswagen / MAN com escala diferenciada. Primeiro passo para a internacionalização
Total de Receita	R$593 milhões			
Data de aquisição	Março 2021	Marco 2021	Abril 2021	Junho 2021

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Olhando para o futuro, esperamos que o crescimento orgânico continue sendo o principal foco da empresa, embora não descartemos a possibilidade de outras fusões e aquisições estratégicas para promover o aumentar da escala, impulsionar seu portfólio de serviços e diversificar as receitas.

4 - Novas estimativas

Ajustamos nossas estimativas 21E e 22E para a receita líquida em 15% e 18% (de R$ 2,6 bilhões e R$ 3,5 bilhões para R$ 2,9 bilhões e R$ 4,1 bilhões, respectivamente) e lucro líquido em + 18% e + 13% (de R$ 345 milhões e R$ 534 milhões para R$ 408 milhões e R$ 602 milhões,), respectivamente. Nesses níveis, vemos a ação sendo negociado em a 20,4x Preço/Lucro em 2022, um valuation atraente em nossa opinião. Veja a tabela abaixo para mais detalhes.

Resumo das principais mudanças nas estimativas do BTG (Fonte: Empresa e BTG Pactual)

Consolidado	Atual		Anterior		Mudança	
(R$ milhões, IFRS)	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Receita Líquida	**2.870**	**4.142**	**2.505**	**3.519**	**15%**	**18%**
EBITDA	**1.070**	**1.870**	**1.101**	**1.795**	**-3%**	**4%**
Margem EBITDA (%)	*37%*	*45%*	*44%*	*51%*	-6,6 p.p.	-5,9 p.p.
Lucro Líquido	**408**	**602**	**345**	**534**	**18%**	**13%**
Margem Líquida(%)	*14%*	*15%*	*14%*	*15%*	0,4 p.p.	-0,6 p.p.

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 pessoas 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 filiadas 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, consequentemente, 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