

## CCR (CCRO3 - Compra)

### Esperamos uma reversão

Atualizamos as projeções da CCR e reduzimos o Preço Justo para CCRO3 de R\$ 17,30 para R\$ 13,00 por ação, mas mantivemos a recomendação de Compra. A ação sofreu muito com a denúncia no âmbito da Operação Lava Jato, além dos impactos no tráfego dados pela greve dos caminhoneiros e a isenção do eixo suspenso, tendo caído 45,4% nos últimos doze meses. Acreditamos que este movimento foi exagerado e pode ser revertido, com a empresa apresentando bons resultados nos próximos trimestres.

**O que está por vir:** Os principais pontos a se observar para CCR nos próximos meses são os seguintes:

- **Resultado do 1S18:** A CCR apresentou números fracos no primeiro semestre/2018, com queda no tráfego e aumento dos custos, que levaram à redução de 13,3% no EBITDA pró-forma ajustado e 27,3% no lucro líquido;
- **Tráfego:** A greve dos caminhoneiros e a isenção do eixo suspenso, determinaram uma diminuição de 1,6% no tráfego nas oito concessões rodoviárias da CCR no 1S18. A retomada no crescimento da economia vinha permitindo elevações do tráfego, mas a greve no final de maio prejudicou muito o desempenho no 2T18. Para o restante do ano esperamos uma retomada lenta do tráfego, dado que o Índice ABCR, importante indicador do setor, mostrou em julho/18 queda de 3,1% em relação ao mesmo mês de 2017. Acreditamos que em 2019 o tráfego obedeça a correlação histórica de crescer duas vezes o PIB e tenha uma alta substancial;
- **Denúncia:** Em fevereiro/2018, foi divulgado que a CCR e suas subsidiárias teriam sido citadas em uma delação dentro da Operação Lava Jato. Isso impactou muito a ação. Desde o dia que a denúncia foi publicada (26/fev), CCRO3 caiu 32,9%, enquanto o Ibovespa teve uma desvalorização de 12,5% no mesmo período. A CCR criou um comitê interno para investigar a questão, que deve finalizar seus trabalhos em breve;
- **Endividamento:** A CCR tem uma alavancagem financeira que não é elevada (2,7x no 2T18), mas tem grandes amortizações durante o 2S18 e no ano que vem, equivalentes a 67% e 46% do EBITDA projetado, respectivamente;
- **Mobilidade urbana em SP:** Em janeiro/18, o consórcio ViaMobilidade (CCR detém 83%) ganhou as concessões de duas linhas de transportes por trilhos em São Paulo (Linha 5 - Lilás do Metrô e Linha 17 - Ouro do monotrilho). As operações da Linha 5 foram iniciadas em agosto e da Linha 17 devem começar em 2020.

**Tráfego:** A retomada da economia, até a greve dos caminhoneiros em maio, vinha impulsionando o tráfego nas concessões rodoviárias da CCR, que apresentaram aumentos de 1,2% em 2017 e 2,3% no 1T18. No primeiro semestre, a CCR apresentou uma redução de 1,6%

Luiz Francisco Caetano, CNPI\*

[lcaetano@plannercorretora.com.br](mailto: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	9,10
Preço justo	R\$ /ação	13,00
Potencial	%	42,9
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	8,90 - 18,58
Total de ações	milhões	2.020,0
Ações Ordinárias	%	100,0
Free Float	%	49,7
Vol. Méd, diário (1 mês)	R\$ milhões	67,3
Valor de Mercado	R\$ milhões	18.382

#### Desempenho da Ação

	Dia	Ano	52 Sem.
CCRO3	-1,9%	-42,7%	-45,4%
Ibovespa	-2,5%	0,0%	7,8%

Cotação de 30/08/2018

#### Principais Múltiplos

	2017	2018E	2019E
P/L (x)	18,1	12,9	9,6
VE/EBITDA (x)	6,9	7,0	5,7
ROE (%)	21,0	22,0	20,6
Div. Líq./EBITDA (12m) (x)	2,5	3,0	2,5
Receita Líquida (R\$ mm)	8.193	8.514	9.118
Lucro Líquido (R\$ mm)	1.797	1.428	1.914
Margem Bruta (%)	53,1	48,6	46,8
Margem EBITDA (%)	68,4	54,3	61,7
Margem Líquida (%)	21,9	16,8	21,0
Payout (%)	90,0	75,0	75,0
Retorno Dividendo (%)	8,8	5,8	7,8
Cotação/VPA (x)	2,3	2,1	2,0

Fonte: Economatica. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



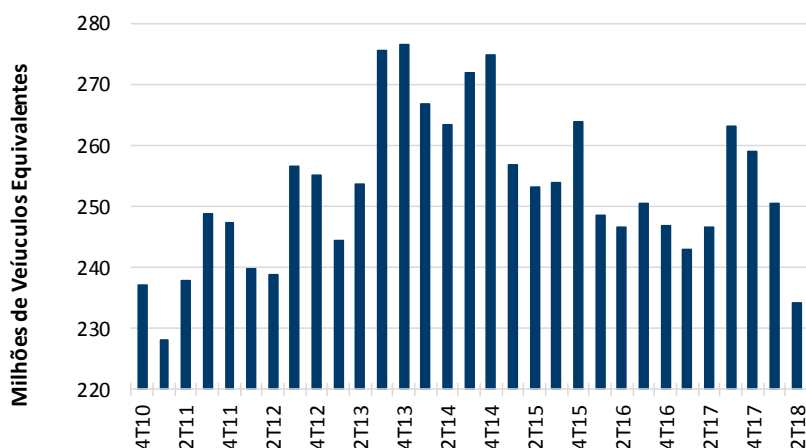
Fonte: Economatica

no tráfego em suas concessões rodoviárias, pela queda de 5,5% ocorrida no 2T18. Isso foi decorrência, principalmente, da greve dos caminhoneiros (final de maio e primeiros dias em junho) e também da isenção da cobrança do eixo suspenso nas rodovias estaduais, dado que nas federais isso já ocorria.

É importante lembrar que o faturamento do segmento de concessões rodoviárias representou 75,9% da receita bruta consolidada da CCR no primeiro semestre de 2018.

No Brasil, o tráfego de veículos nas estradas pedagiadas normalmente cresce duas vezes o percentual do PIB. Como se esperam crescimentos razoáveis do PIB de 1,5% neste ano e 2,5% em 2019 (Boletim Focus), é possível que ocorra uma recuperação do tráfego nos próximos meses.

**Figura 1: CCR - Tráfego Trimestral**



Fonte: CCR

O Índice ABCR (divulgado pela Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias) é um importante indicador para o tráfego nas concessões rodoviárias das empresas abertas. O Índice vinha em recuperação antes da greve, mas os números de julho foram decepcionantes, porque se poderia esperar uma recuperação do tráfego após o fim da greve. Pode-se dizer que vários fatores (Copa do Mundo, aumento da gasolina e tabelamento do frete) possam também ter impactado o tráfego em julho.

**Evolução do Índice ABCR - Dessazonalizado**

	Veíc. Leves	Veíc. Pesados	Total
Julho/18 versus Julho/17	-4.9%	2.4%	-3.1%
Julho/18 versus Junho/18	3.2%	-6.8%	0.0%
Acumulado no ano	-2.4%	0.9%	-1.6%
Últimos doze meses	0.0%	2.6%	0.7%

Fonte: ABCR

No 2T18, a CCR calculou que tenha perdido R\$ 26 milhões em receitas com a isenção do eixo suspenso, que começou a vigorar em junho. Com isso, calculamos que as perdas anuais da empresa sejam de R\$ 311 milhões, valor equivalente a 3,6% da receita anual e 6,7% do EBITDA que projetamos para a empresa em 2018.

A CCR está discutindo com os poderes concedentes, formas para o reequilíbrio econômico-financeiro dos contratos após esta isenção.

**ViaMobilidade:** O último investimento da CCR foi no Consórcio ViaMobilidade, onde a empresa detém 83%. Este consórcio ganhou, em janeiro/2018, as concessões para operar duas linhas de transportes por trilhos em São Paulo (Linha 5 - Lilás do Metrô e Linha 17 - Ouro do monotrilho). O consórcio pagou uma outorga antecipada de R\$ 553 milhões. As duas concessões têm prazo de vinte anos, sendo que o valor estimado do contrato é de R\$ 10,8 bilhões, que corresponde à soma das receitas com tarifas e as não operacionais (ex: comercialização de espaços públicos). Os investimentos do consórcio serão de R\$ 555 milhões ao longo do prazo das concessões.

As operações da Linha 5 foram iniciadas no dia 4 de agosto. Nesta linha, as receitas previstas para os primeiros doze meses de operação somam R\$ 380 milhões com EBITDA de R\$ 81 milhões (margem de 21%). A Linha 5 conta hoje com doze estações, sendo que o total será de 17.

A Linha 17 do monotrilho terá 10 estações e quando concluída vai se conectar a várias linhas de metrô, inclusive a Linha 5. O início de suas operações está previsto para 2020.

**Endividamento:** A CCR tem uma alavancagem que não é alta, mas tem grandes amortizações a fazer, que precisam de refinanciamento.

A dívida líquida da CCR ao final do 2T18 era de R\$ 12,9 bilhões, que subiu 9,1% no trimestre e 16,6% nos últimos doze meses. A relação Dívida Líquida/EBITDA no 2T18 era de 2,8x, comparado a 2,2x em março/18 e 1,8x ao final do 2T17.

A dívida bruta é composta em sua maior parte (44,2%) por debêntures indexados ao CDI, seguido por debêntures corrigidos pelo IPCA (27,0%) e 26,0% em obrigações com o BNDES (TJLP).

#### CCR - Endividamento

R\$ milhões	2T17	1T18	2T18	2T18/1T18	2T18/2T17
Dívida Bruta	14.656	17.325	16.582	-4,3%	13,1%
- Curto Prazo	4.490	3.220	2.052	-36,3%	-54,3%
- Longo Prazo	10.166	14.105	14.530	3,0%	42,9%
Caixa	3.413	5.131	3.279	-36,1%	-3,9%
Ajuste Swap a Receber (Pagar)	159	342	379	10,6%	138,7%
Dívida Líquida	11.084	11.851	12.925	9,1%	16,6%
Dívida Líquida/EBITDA (pró-forma)	1,8x	2,2x	2,7x	-	-

Fonte: CCR

Apesar de uma alavancagem razoável, a CCR tem amortizações da dívida pesadas pela frente. No segundo semestre de 2018 as amortizações somam R\$ 1,6 bilhão e em 2019 serão de R\$ 2,6

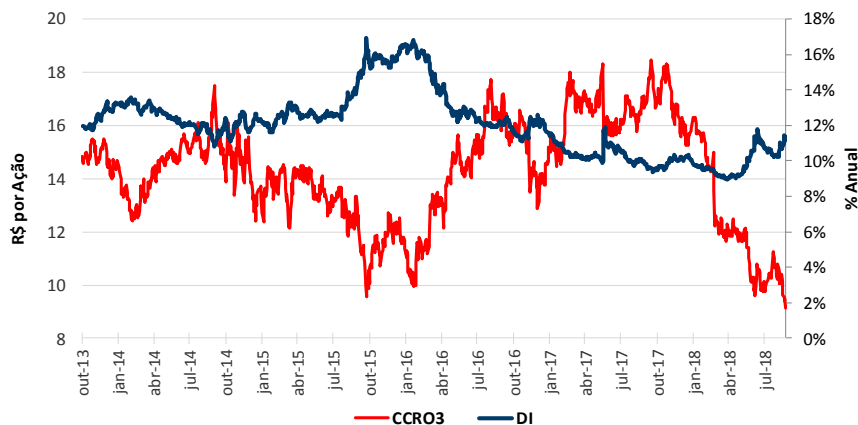
bilhões. O total no restante deste ano é equivalente a 67% de nossas projeções de EBITDA, sendo que este percentual em 2019 é de 46%. Estes números eram praticamente o dobro no início do ano, com a empresa já tendo refinanciado boa parte de suas necessidades. Pelo histórico da companhia, estas operações devem ocorrer sem problemas.

**A correlação perdida:** As ações das empresas de concessões têm uma conhecida correlação negativa com as taxas de juros. Os juros baixos não só reduzem os custos financeiros destas empresas, assim como diminuem os impactos inflacionários nas despesas da operação e as perdas pela “espera” com a reposição da tarifa.

Nos quatro anos anteriores a 2017, a correlação entre CCRO3 e a as taxas de juros (DIF23) era negativa em 0,85. No entanto, desde meados do ano passado a ação já vinha em queda, por preocupações quanto à falta de novas aquisições, interrompendo um período de alta. Além disso, no início deste ano, a CCR e suas subsidiárias foram citadas em delação premiada à Operação Lava Jato. Com isso, a ação que teve um pico de R\$ 18,90 nos últimos doze meses (setembro/2017), caindo depois disso 51,9% para os R\$ 9,10 atuais.

Acreditamos que assim que se resolver esta questão da denúncia na Lava Jato, a ação retomará sua correlação com a taxa de juros, que estão baixas neste momento.

**Figura 2: CCRO3 x Taxa DI**



Fonte: Economática

**Um resultado fraco:** O resultado da CCR no 2T18 mostrou queda no tráfego, nas receitas, margens e no lucro líquido. Os números neste trimestre foram fortemente impactados pela greve dos caminhoneiros e a isenção da cobrança do eixo suspenso de caminhões vazios.

A CCR obteve no 2T18 um lucro líquido pró-forma de R\$ 278 milhões (R\$ 0,13 por ação), que foi 37,8% menor que no trimestre anterior e 58,4% na comparação com o 2T17.

**CCR - Resultados Trimestrais - Pró-forma**

R\$ milhões	2T17	1T18	2T18	2T18/1T18	2T18/2T17
Receita Líquida (1)	1.985	2.104	2.045	-2,8%	3,0%
Lucro Bruto	1.029	1.111	962	-13,5%	-6,5%
EBITDA ajustado	1.721	1.256	1.187	-5,5%	-31,0%
Margem EBITDA	86,7%	59,7%	58,1%	-1,7 pp	-28,7 pp
Resultado Financeiro	-311	-223	-271	21,8%	-12,6%
Lucro Líquido	667	447	278	-37,8%	-58,4%
Trafeço Consolidado - Mil Veículos	239.238	242.118	226.006	-6,7%	-5,5%
Tarifa Média - R\$/Veíc. Equiv.	6,54	6,79	6,71	-1,2%	2,6%

Fonte: CCR

A movimentação de veículos, nas concessões rodoviárias administradas pela CCR no 2T18 caiu 5,5%, comparado ao 2T17 e 6,7% em relação ao trimestre anterior. Ao final de maio, em função das concessões feitas aos caminhoneiros, as rodovias estaduais administradas pela CCR (RodoNorte, ViaLagos, ViaRio, AutoBAn, Rodoanel Oeste, Renovias, SPVias e ViaOeste) deixaram de cobrar o eixo suspenso. Isso impactou severamente o tráfego contabilizado pela empresa, que sem este efeito teria caído 3,4% e não 5,5%. O efeito financeiro da medida foi estimado em R\$ 26 milhões.

A tarifa média das concessões rodoviárias da CCR no 2T18 subiu 2,6%, comparado ao 2T17. Este aumento compensou parte das perdas com o tráfego. Porém, em relação ao 1T18, houve redução da tarifa média de 1,2%, que potencializou a queda na movimentação de veículos. Estas alterações nas tarifas refletem os reajustes normais, na comparação anual, e a isenções, na relação entre os trimestres.

Nos outros negócios da CCR, os destaques positivos no 2T18 foram o Metrô Bahia, com crescimento de 46,3% na Receita Bruta, devido a inauguração de novas estações, e o BH Airport (+15,9% - aumento de cargas e passageiros).

Os custos dos serviços prestados (exceto Custo de Construção) no 2T18, comparados ao 2T17, tiveram um incremento de 6,7%, em consequência, principalmente, dos aumentos de 17,2% no Custo de Pessoal e 9,9% dos Serviços de Terceiros.

As despesas Administrativas no trimestre subiram pelo forte incremento (60,4%) nos Serviços de Terceiros.

A queda na receita e a elevação dos custos e despesas levaram a uma redução de 31,0% no EBITDA ajustado, em comparação ao 2T17, com queda de 28,7 pontos percentuais nesta margem.

O resultado financeiro foi beneficiado pela queda nas taxas de juros no Brasil. No trimestre, a despesa financeira líquida foi de R\$ 271 milhões, um valor 12,6% menor que no mesmo período de 2017.

**CCR - Resumo dos Resultados Projetados**

R\$ milhões	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Receita Líquida</b>	<b>7.680</b>	<b>8.193</b>	<b>8.514</b>	<b>9.118</b>	<b>9.827</b>
Lucro Bruto	4.000	4.348	4.141	4.265	4.522
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>481</b>	<b>-290</b>	<b>-926</b>	<b>-237</b>	<b>-74</b>
Desps. Gerais e Administrativas	481	-290	-926	-237	-76
Outras Rec. (Desps) Operacionais	0	0	0	0	2
<b>Resultado Operacional (EBIT)</b>	<b>4.482</b>	<b>4.059</b>	<b>3.215</b>	<b>4.029</b>	<b>4.448</b>
Result. Financ. Líquido	-1.917	-1.314	-1.040	-1.122	-1.219
<b>Resultado Antes do I. R e C. Social</b>	<b>2.565</b>	<b>2.745</b>	<b>2.175</b>	<b>2.907</b>	<b>3.232</b>
I.R e Contr. Social	-927	-962	-790	-1.074	-1.194
<b>Resultado Líquido</b>	<b>1.714</b>	<b>1.797</b>	<b>1.428</b>	<b>1.914</b>	<b>2.127</b>
Lucro por Ação	0,97	1,02	0,81	1,08	1,20
<b>EBITDA</b>	<b>5.953</b>	<b>5.604</b>	<b>4.626</b>	<b>5.625</b>	<b>6.144</b>
Margem Bruta	52,1%	53,1%	48,6%	46,8%	46,0%
Margem EBITDA	77,5%	68,4%	54,3%	61,7%	62,5%
Margem Líquida	22,3%	21,9%	16,8%	21,0%	21,6%

Fonte: CCR 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 à 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.

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 Planner Corretora.

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 Planner Corretora e demais empresas do Grupo.