

Desaceleração no fluxo de veículos

Resultado. No consolidado do 3T14, os números apresentados foram (a) receita líquida (ex-construção) de R\$ 712,3 milhões, +1,9% A/A, (b) EBITDA de R\$ 299,4 milhões, -3,7% A/A, (c) lucro líquido recorrente de R\$ 77,3 milhões, -30,5% A/A.

Rodovias. O segmento de concessões rodoviárias apresentou crescimento de 24,1% A/A, porém, excluindo o efeito da ECO101, houve redução de 1,0% no 3T14 e crescimento de 4,5% A/A no 9M14. O impacto negativo foi observado no fluxo de veículos pesados nas concessões: (a) Ecovia Caminho do Mar (-12,1% A/A), (b) Ecovia dos Imigrantes (-5,5% A/A) e (c) Ecopistas (-4,6% A/A). Em função do arrefecimento da atividade industrial, não vislumbramos uma retomada no fluxo de pesados nos próximos trimestres, e com relação ao fluxo de leves nossa expectativa é de leve desaceleração.

Ecoporto. O segmento de operações portuárias continua enfrentando forte concorrência, além da descontinuidade das operações com Ipanema e Maestra, e o agravante da menor movimentação dos clientes do Ecoporto Santos, reflexo da desaceleração da corrente de comércio. O cenário de maior concorrência e redução na demanda por serviços acarretou em queda das tarifas de 20,0% A/A e 8,7% A/A no 9M14. A movimentação de contêineres apresentou retração de 22,4% A/A na operação de cais, de 81,5 mil no 3T13 para 63,2 mil no 3T14. Já em armazenagem houve alta de 3,0% A/A, de 21,3 mil no 3T13 para 21,9 no 3T14.

Capex. A Ecorodovias vem cumprindo seu compromisso de execução de Capex contratual. Em 2014 projeta investir, excluindo Opex, R\$ 825,1 milhões em Rodovias, R\$ 32,1 milhões na Elog e R\$ 102,4 milhões no Ecoporto Santos. O nível de alavancagem permanece próximo de 2,1x Dívida Líquida/EBITDA, que consideramos confortável para a companhia conduzir seu plano de investimentos nos próximos trimestres.

Perspectiva. Esperávamos que em 2014 a Ecorodovias vencesse a licitação da PPP para a rodovia Tamoios, da qual a Queiroz Galvão sagrou-se vencedora. Ainda que tenha ganhado a licitação para explorar o contorno Norte da Região Metropolitana de Belo Horizonte, este ativo não trará fluxo de caixa adicional no médio prazo. Assim, vislumbramos para os próximos 12 meses um cenário desafiador para a companhia em função de (a) elevação dos juros, (b) arrefecimento da atividade industrial e (c) desaceleração da corrente de comércio internacional.

Revisamos o *valuation* para a Ecorodovias, e ajustamos o preço alvo de R\$ 20,50 para R\$ 12,00 ao final de 2015, o que representa um *upside* de 24% sobre o preço de fechamento de 07/11/2014. Apesar do potencial de valorização do preço da ação, rebaixamos a recomendação de *outperform para market perform*, por considerarmos reduzida visibilidade de melhora operacional no curto prazo.

Infraestrutura – Transportes

10 de novembro de 2014

 Renato Hallgren, CNPI
 renatoh@bb.com.br

ECOR3 Market Perform

Preço em 07/11/2014 (R\$)	9,70
Preço para 12/2015 (R\$)	12,00
Upside	24%
Market Cap (R\$ milhões)	5.402
Varição 1 mês	-21,3%
Varição 12 meses	-25,4%
Varição 2014	-30%
Mín. 52 sem.	9,70
Máx. 52 sem.	15,70

Enterprise Value 2015E	10.004
Equity Value	6.704
Dívida Líq	3.300
Qtde Acoes (mm)	558,7
Wacc	12,9%
TP 2015	12,00

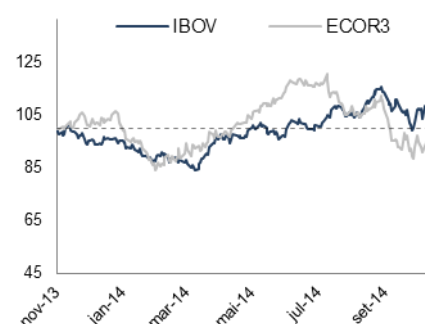
Múltiplos

	2013	2014E	2015E
EV/EBITDA	9,1	6,9	6,0
P/L	20,8	11,9	10,2
LPA (R\$)	0,71	0,92	1,03

R\$ milhões	3T14	3T13	%Δ A/A	9M14	9M13	%Δ A/A
Receita Líquida	712,2	699,3	1,8%	1302,7	1180,3	10,4%
EBIT	216,6	254,7	-14,96%	911,9	742	22,9%
Margem EBIT(%)	30,41%	36,42%	-6,0 p.p.	70,00%	62,87%	+7,2 p.p.
Lucro Líquido	77,35	111,29	-30,5%	417,9	309,6	34,98%

Fonte: Ecorodovias e BB Investimentos

Fluxo de Caixa Livre	2012	2013	2014E	2015E	2016E
EBIT	953,1	959,7	1.213,3	1.344,9	1.465,9
(-) IR & CS	(324,1)	(326,3)	(412,5)	(457,3)	(498,4)
NOPLAT	629,0	633,4	800,8	887,6	967,5
D&A	236,5	236,6	282,7	289,2	279,9
Δ Capital de giro	(13,5)	17,5	22,8	14,5	16,7
Capex	(803,5)	(758,7)	(920,1)	(845,2)	(776,0)
FCFF	48,5	128,8	186,2	346,1	488,1



Fonte: Economatica, Bloomberg e BB Investimentos

Informações Relevantes

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir com instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Itens		
	3	4	5
Renato Hallgren			

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.

Administração

Diretor

Sandro Kohler Marcondes

Gerente-Executivo

Eduardo César do Nascimento

Equipe de Pesquisa

Gerente - Nataniel Cezimbra

nataniel.cezimbra@bb.com.br

Renda Variável

Demanda

Bancos e Serviços Financeiros

Carlos Daltozo
daltozo@bb.com.br
Mário Bernardes Junior
mariobj@bb.com.br

Consumo

Maria Paula Cantusio
paulacantusio@bb.com.br

Imobiliário

Wesley Bernabé
wesley.bernabe@bb.com.br
Daniel Cobucci
cobucci@bb.com.br

Indústrias e Transportes

Mário Bernardes Junior
mariobj@bb.com.br

Small Caps

Gabriela Cortez
gabrielaecortez@bb.com.br

Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Renda Fixa, Moedas e Commodities

Renato Odo
renato.odo@bb.com.br
Fabio Cardoso
fcardoso@bb.com.br

Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves
hmoreira@bb.com.br

Equipe de Vendas

Atacado: bb.distribuicao@bb.com.br

Varejo: acoes@bb.com.br

Gerente - Antonio Emilio Ruiz

Bruno Finotello
Denise Rédua de Oliveira
Edger Euber Rodrigues
Henrique Reis
João Carlos Floriano
Marcela Andressa Pereira
Thiago Cogo Pires
Viviane Ferro Candelária

Gerente - Marconi Maciel

Ana Lucia Caruso da Silva
Márcio Carvalho José

BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.
London EC2N 1ER - UK
+44 207 7960836 (facsimile)

Managing Director

Vinicius Balbino Bouhid +44 (207) 3675801

Deputy Managing Director

Selma da Silva +44 (207) 3675802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675853
Melton Plumber +44 (207) 3675843
Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852
Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

Head of Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

Structured Products

Hernan Lobert +44 (207) 3675807

Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor
New York City, NY 10022 - USA
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director

Daniel Alves Maria +1 (646) 845-3710

Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

Sales

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715
Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02
Singapore, 049909

Managing Director

Rodrigo Afonso +65 6420-6577

Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570

Institutional Sales

Paco Zayco +65 6420-6571
Amelia Khoo +65 6420-6582

BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar
Rio de Janeiro RJ - Brasil
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355