

05/12/06

ALL COMPRA

Preço (ALLL11): R\$ 19,55/Unit

Preço Alvo (Dez/07): R\$ 28,00/Unit

Upside: 43,2%

REVISÃO DE ESTIMATIVAS

Highlights

Empresas já integradas a partir de 2007

Nível 2 de Governança Corporativa

- Ø Atualizamos nossas projeções da ALL e iniciamos o cálculo do preço alvo para Dezembro de 2007. Desta forma estabelecemos um preço alvo de R\$ 28,00/Unit via fluxo de caixa descontado. Nossa atualização levou em conta novas premissas macroeconômicas, redução do risco Brasil e os últimos resultados apresentados pela empresa;
- Ø Mantemos nossa recomendação de Compra para as Units da ALL em função dos seus fortes fundamentos, perspectivas de crescimento e reestruturação da Brasil Ferrovias e Novoeste;
- Ø Esperamos que a partir de 2007 a ALL já esteja integrada com a Brasil Ferrovias e Novoeste, proporcionando elevados ganhos de sinergias e melhorias operacionais. Em meados de 2009 estas empresas já deverão estar totalmente reestruturadas;
- Ø Esperamos que os volumes das cargas transportadas nas ferrovias da empresa cresçam a uma média de 12,8% ao ano entre 2007 e 2010;
- Ø Estimamos um lucro líquido de R\$ 54,0 milhões para 2006, abaixo dos R\$ 171,2 milhões apresentados em 2005 em função das despesas de reestruturação da Brasil Ferrovias e Novoeste. Para 2007 esperamos um lucro líquido de R\$ 199,7 milhões;
- Ø Esperamos um Ebitda de R\$ 709,6 milhões para 2006, com a consolidação da Brasil Ferrovias a partir de Jun/06. Para 2007 esperamos um Ebitda de R\$ 932,0 milhões;
- Ø A partir de 2008 a ALL começará a gerar fluxo de caixa livre para reduzir o tamanho da dívida líquida;
- Ø A ALL pertence ao nível 2 de Governança Corporativa da Bovespa, com *Tag Along* de 100% para todos os acionistas;
- Ø A união da ALL com Brasil Ferrovias e Novoeste forma a maior empresa independente de logística da América Latina, com área de atuação que engloba 63% do PIB do Brasil e 75% do PIB do Mercosul.

ALL Units	Preço (R\$)	Preço Alvo (R\$)	Upside (%)	FCF Yield		EV/EBITDA		P/L		Yield	
				06E	07E	06E	07E	06E	07E	06E	07E
COMPRA	19,55	28,00	43,2%	1,0%	-	19,0	14,6	-	-	0,1%	0,4%

Logística

Luiz Otávio Broad
+55 21 2529-3390

Luiz.broad@agorainvest.com.br

Aquisição da Brasil Ferrovias e Novoeste

Criação da maior empresa independente de logística da América Latina

- Ø A ALL adquiriu 100% da Brasil Ferrovias e da Novoeste em maio de 2006. A aquisição foi realizada via incorporação de ações, tornando estas empresas subsidiárias integrais da ALL e o controle acionário das três ferrovias (Ferroban, Ferronorte e Ferrovia Novoeste) passou a ser detido, indiretamente, pela ALL;
- Ø Em virtude da incorporação, o capital social da ALL foi aumentado em R\$ 1,405 bilhão mediante a emissão de ações, passando os acionistas controladores da Brasil Ferrovias e Novoeste (Previ, Funcef e BNDESPAR) a participarem do bloco de controle da ALL. Após a incorporação, os novos acionistas ficaram com 20,05% do capital total e 23,3% do bloco de controle da ALL;
- Ø Antes da incorporação o BNDESPAR converteu R\$ 331 milhões de debêntures em ações da Brasil Ferrovias. Após a conversão das debêntures, a dívida líquida da Brasil Ferrovias mais Novoeste totalizou R\$ 1,55 bilhão;
- Ø Em 2005 a Brasil Ferrovias em conjunto com a Novoeste apresentou um Ebitda de R\$ 124 milhões, com margem Ebitda de 17%. Como forma de comparação a ALL apresentou neste mesmo ano um Ebitda de R\$ 458 milhões e margem Ebitda de 42%, mostrando o potencial de melhoria destas empresas;
- Ø A união entre ALL e Brasil Ferrovias mais Novoeste cria a maior empresa independente de logística da América Latina, com mais de 20 mil km de linhas ferroviárias, 960 locomotivas, 27 mil vagões, 1,4 mil veículos rodoviários e 43 milhões de toneladas transportadas em 2005. As operações ferroviárias servem as regiões Centro-Oeste, Sul e o Estado de São Paulo, no Brasil, e cruzam a fronteira com a Argentina para servir a região de Buenos Aires, Rosário e Mendoza;
- Ø As empresas juntas operam nos portos de Santos, Paranaguá, São Francisco do Sul e Rio Grande no Brasil, e Rosário e Buenos Aires na Argentina. Estes portos foram responsáveis pela movimentação de 80% das exportações agrícolas do Brasil e 78% das exportações agrícolas da América do Sul em 2005;
- Ø A Novoeste adquiriu em leilão de privatização realizado em 5/3/1996 a concessão para exploração do serviço de transporte ferroviário, por 30 anos, da antiga malha oeste, que consiste no percurso Bauru-SP a Corumbá-MS e um ramal entre Campo Grande-MS e Ponta Porã-MS;
- Ø A Ferroban adquiriu em leilão de privatização realizado em 10/11/1998 a concessão para exploração do serviço de transporte ferroviário, por 30 anos, da antiga malha da Fepasa – Ferrovias Paulistas. A Ferroban opera uma malha ferroviária de 2.036 km no Estado de São Paulo, estando conectada às malhas da Novoeste, Ferronorte, ALL, FCA e MRS;
- Ø A Ferronorte opera uma malha de 511 km ligando o sul de Mato Grosso à rede da Ferroban. A ferrovia foi criada em 22/9/1988 pelo Grupo Itamarati visando o escoamento da safra agrícola na região Centro-Oeste do país. A Ferronorte celebrou em 19/05/1989 o Contrato de Concessão, por 90 anos, para desenvolver um sistema ferroviário de 5 mil km. Em função dos problemas financeiros enfrentados, os demais trechos da ferrovia nunca chegaram a ser construídos.

Riscos do Negócio

- Ø O volume de carga transportada pela empresa pode variar de acordo com o desempenho da economia e safra agrícola;
- Ø A reestruturação da Brasil Ferrovias e Novoeste poderá sofrer atrasos, afetando o fluxo de caixa da empresa;
- Ø O risco financeiro da ALL aumentou após a aquisição da Brasil Ferrovias, devendo reduzir-se a partir de 2007. Em 2006 o índice Dívida Líquida/Ebitda deverá ficar entre 3 e 4 vezes, devendo cair abaixo de 3 vezes já em 2007.

Premissas Básicas e Avaliação

- Ø Atualizamos nossas projeções da ALL e iniciamos o cálculo do preço alvo para Dezembro de 2007. Desta forma estabelecemos um preço alvo de R\$ 28,00/Unit via fluxo de caixa descontado. Nossa atualização levou em conta novas premissas macroeconômicas, redução do risco Brasil de 300 para 250 pontos bases acima dos títulos do tesouro norte-americano e últimos resultados apresentados;
- Ø Nossa avaliação foi realizada com base no fluxo de caixa descontado por um custo médio de capital de 12,6% ao ano e crescimento de 4,5% ao ano na perpetuidade;
- Ø Mantemos nossa recomendação de Compra para as Units da ALL em função dos seus fortes fundamentos, perspectivas de crescimento e reestruturação da Brasil Ferrovias e Novoeste;
- Ø Com relação ao volume de carga transportada trabalhamos com um crescimento médio consolidado de 12,8% ao ano entre 2007 e 2010;
- Ø Consideramos um Capex consolidado de R\$ 400 milhões em 2006. A partir de 2007 o Capex sobe para R\$ 550 milhões ao ano como forma de sustentar o crescimento da empresa. Na perpetuidade consideramos um Capex de R\$ 350 milhões;
- Ø Em 2006 o lucro líquido da ALL cairá em função da consolidação da Brasil Ferrovias a partir de Junho de 2006;
- Ø A partir de 2007 acreditamos que a Brasil Ferrovias e Novoeste começarão a entrar em um novo patamar de rentabilidade, estando totalmente reestruturadas em meados de 2009;
- Ø Consideramos via equivalência patrimonial a sociedade da ALL com a empresa indiana Besco Engineering para fabricação de vagões;
- Ø Com relação ao PIB brasileiro esperamos um crescimento de 2,97% em 2006 e de 3,5% ao ano em média a partir de 2007;
- Ø Para a taxa de câmbio nossas estimativas são de R\$/US\$ 2,19 no final de 2006, R\$/US\$ 2,25 no final de 2007, R\$/US\$ 2,32 no final de 2008, R\$/US\$ 2,40 no final de 2009 e R\$/US\$ 2,48 no final de 2010.

Balço Patrimonial, DRE e Fluxo de Caixa (R\$ Milhões)

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS CONSOLIDADOS	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Receita Líquida	1.087,0	1.746,4	2.378,1	2.765,7	3.188,4	3.642,2
(-) Custo dos Produtos Vendidos	668,5	1.088,2	1.502,2	1.655,4	1.798,4	1.917,5
Lucro Bruto	418,5	658,2	875,9	1.110,3	1.390,1	1.724,7
(-) Despesas Operacionais	89,6	103,4	146,3	154,7	163,4	172,3
EBIT	328,8	554,8	729,6	955,6	1.226,7	1.552,3
(-) Despesas Financeiras Líquidas	127,8	332,2	487,1	488,7	471,7	419,5
(+) Equivalência Patrimonial	1,2	(53,1)	7,5	10,1	10,4	10,8
(+) Receitas Não Operacionais	7,6	(55,4)	0,0	0,0	0,0	0,0
Lucro Antes do Imposto de Renda	209,8	114,2	249,9	477,0	765,4	1.143,7
(-) Imposto de Renda / Contribuição Social	38,6	60,1	50,2	96,0	155,2	232,3
Lucro Líquido	171,2	54,0	199,7	381,0	610,2	911,4
FLUXO DE CAIXA CONSOLIDADO	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
EBITDAR	481,9	860,1	1.158,8	1.455,6	1.798,9	2.170,4
EBITDA	457,9	709,6	932,0	1.184,6	1.484,0	1.838,1
(+/-) Variação no Capital de Giro	122,3	196,0	66,5	91,2	65,5	57,5
(+/-) Receitas (Despesas) Financ. Líquidas	(127,8)	(332,2)	(487,1)	(488,7)	(471,7)	(419,5)
(-) Investimentos	228,3	400,0	550,0	550,0	550,0	550,0
(-) Imposto de Renda / Contribuição Social	38,6	60,1	50,2	96,0	155,2	232,3
(+) Dividendos Recebidos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(+) Aumento de Capital	29,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow	215,1	113,3	(88,9)	141,1	372,6	693,8
BALANÇO PATRIMONIAL CONSOLIDADO	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
ATIVO	2.655,3	8.860,4	9.427,4	10.093,5	10.909,8	11.914,7
Ativo Circulante e Realizável a Longo Prazo	1.528,0	3.472,0	3.673,8	3.998,3	4.500,4	5.218,8
Caixa	1.006,3	2.129,8	2.300,2	2.581,8	3.043,9	3.723,5
Clientes	68,4	161,2	179,7	213,1	245,4	277,8
Estoques	28,2	65,0	77,9	87,3	95,1	101,3
Outros	425,2	1.116,1	1.116,1	1.116,1	1.116,1	1.116,1
Permanente	1.127,3	5.388,3	5.753,6	6.095,3	6.409,4	6.695,9
PASSIVO	2.655,3	8.860,4	9.427,4	10.093,5	10.909,8	11.914,7
Passivo Circulante	964,4	2.578,8	3.058,2	3.533,1	4.098,9	4.849,7
Fornecedores	288,4	512,1	584,5	671,5	730,6	779,0
Financiamentos	488,2	1.682,7	2.027,4	2.299,6	2.640,8	3.109,3
Outros	187,7	384,1	446,3	562,0	727,5	961,5
Exigível a Longo Prazo	747,5	3.827,7	3.765,7	3.709,2	3.654,6	3.589,7
Financiamentos	614,9	2.688,6	2.626,6	2.570,0	2.515,4	2.450,6
Outros	132,6	1.139,1	1.139,1	1.139,1	1.139,1	1.139,1
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	943,5	2.453,8	2.603,6	2.851,2	3.156,3	3.475,3
INDICADORES OPERACIONAIS / BALANÇO	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
EV/EBITDAR	9,4	15,6	11,7	9,3	7,4	6,0
EV/EBITDA	9,9	19,0	14,6	11,4	9,0	7,1
P/L	26,0	207,4	56,1	29,4	18,4	12,3
FCF Yield (%)	4,8	1,0	Neg.	1,3	3,3	6,2
Margem Bruta (%)	38,5	37,7	36,8	40,1	43,6	47,4
Margem Operacional (%)	30,3	31,8	30,7	34,6	38,5	42,6
Margem EBITDAR (%)	44,3	49,3	48,7	52,6	56,4	59,6
Margem EBITDA (%)	42,1	40,6	39,2	42,8	46,5	50,5
Margem Líquida (%)	15,8	3,1	8,4	13,8	19,1	25,0
EBITDA / (Despesas Financeiras + Investimentos) (x)	1,3	1,0	0,9	1,1	1,5	1,9
Dívida Líquida / EBITDA (x)	0,2	3,2	2,5	1,9	1,4	1,0

Fontes: Ágora Corretora e ALL.

EBITDAR = EBITDA + custo de aluguéis dos vagões adicionados pelos clientes.

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Senior Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("Ágora") para uso exclusivo do destinatário, não podendo ser reproduzido ou distribuído por este a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

Este relatório é distribuído somente com o objetivo de prover 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 que este relatório foi publicado. Entretanto, as informações aqui contidas não representam por parte da Ágora garantia de exatidão das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade das mesmas, e não devem ser consideradas como tal. As opiniões contidas neste relatório são baseadas em julgamento e estimativas e são, portanto, sujeitas a mudanças.

O(s) analista(s) de investimento que preparou(aram) este relatório certifica(m) que as opiniões 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 à Ágora.

Os analistas de investimentos não detêm, direta ou indiretamente, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise e não exercem quaisquer funções nas referidas companhias. A remuneração fixa e eventual remuneração(ões) variável(is) percebida(s) pelos analistas de investimento não estão atreladas à precificação dos valores mobiliários emitidos pelas companhias objeto de análise neste relatório. A remuneração variável, eventualmente, recebida está condicionada ao cumprimento de premissas qualitativas e quantitativas estabelecidas pela Ágora, dentre as quais a receita proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Entretanto, os analistas de investimento certificam que não participaram de quaisquer transações de investment banking das companhias analisadas neste relatório e que sua remuneração não foi ou não será diretamente ou indiretamente relacionada a alguma recomendação ou opinião contida neste relatório.

Nenhum diretor, empregado ou representante da Ágora e/ou de suas afiliadas exerce cargo de diretor, conselheiro de administração ou fiscal das companhias cujos valores mobiliários são alvo de análise neste relatório.

A Ágora participou, na qualidade de instituição intermediária, das ofertas públicas de ações nos últimos doze meses das seguintes companhias: TAM, EDP Energias do Brasil, OHL Brasil, PIBB - Fundo de Índice Brasil 50 - Brasil Tracker, Nossa Caixa, Cosan, UOL, AES Tietê, Lojas Renner, Tractebel, Iochpe-Machion, Vivax, Copasa, Rossi Residencial, Gafisa, Company, Totvs, Equatorial Energia, Saraiva, Duratex, Localiza, ABnote, Randon, CSU, Lupatech, Datasul, GP Investimentos, Porto Seguro, Banco do Brasil, Cyrela Brazil Realty, MMX, Abyara, CESP, Medial Saúde, AES Eletropaulo, Klabin Segall, Santos Brasil, M. Dias Branco, Brascan, Perdigão, Profarma, Terna Participações, Brasil Ecodiesel e OdontoPrev. A Ágora pretende participar nos próximos três meses, na qualidade de instituição intermediária, da oferta pública de ações da seguinte companhia: Positivo e São Carlos.

A Ágora presta serviços de formador de mercado das ações (market maker), cujos valores mobiliários são eventualmente alvo de análise neste relatório, das seguintes companhias: Unibanco, Suzano Bahia Sul Celulose e Papel, Pão de Açúcar (CBD), Eternit, EDP Energias do Brasil e PIBB - Fundo de Índice Brasil 50 - Brasil Tracker.

A Ágora e/ou suas afiliadas não são titulares de 1% (um por cento) ou mais de ações ordinárias ou do capital social total das companhias cujos valores mobiliários são alvo de análise neste relatório.

Informações adicionais sobre quaisquer ações recomendadas podem ser obtidas através de solicitação. Os relatórios publicados pela equipe de análise de investimento também podem ser encontrados em nosso site <https://www.agorainvest.com.br>.

ANÁLISE DE INVESTIMENTOS

Head de Pesquisa & Vendas

Marco Melo +55 21 2529-3428 marco.melo@agorainvest.com.br

Analista de Petróleo, Petroquímico, Papel & Celulose e Logística

Luiz Otávio Broad +55 21 2529-3390 luiz.broad@agorainvest.com.br

Analista de Siderurgia e Mineração

Cristiane Viana +55 21 2529-3393 cristiane.viana@agorainvest.com.br

Analista de Bancos e Energia

Rafael Quintanilha +55 21 2529-3391 rafael.quintanilha@agorainvest.com.br

Analista de Aviação, Consumo, Mídia & Telecomunicações.

Alexandre Garcia +55 21 2529-3394 alexandre.garcia@agorainvest.com.br

Assistente de Análise

Antônio Heluany Neto +55 21 2529-0807 antonio.neto@agorainvest.com.br

Victor Araújo Seggia +55 21 2529-0924 victor.seggia@agorainvest.com.br

Economista Chefe

Álvaro Bandeira +55 21-2529-0936 alvaro.bandeira@agorainvest.com.br

Economista

Flavia Fialho +55 21-2529-0808 flavia.fialho@agorainvest.com.br

MESA DE OPERAÇÕES – RIO DE JANEIRO

+55 21 2529-0850

MESA DE OPERAÇÕES – SÃO PAULO

+55 11 3704-2611
