

Hidroviás do Brasil (HBSA3): resultado do 3T20

Um 3T positivo, com receitas mais fortes; EBITDA ajustado em linha com nossas estimativas

A Hidroviás do Brasil divulgou hoje números positivos do 3T, com uma receita mais forte, e um EBITDA em linha com o esperado. Apesar de um resultado final mais fraco, impactado negativamente por resultados financeiros e despesas de depreciação e amortização mais elevadas. Mais precisamente, a receita líquida consolidada aumentou 71% a/a para R\$ 465 milhões (18% acima de nós), enquanto o EBITDA reportado aumentou 17% a/a (para R\$ 134 milhões), resultando em uma margem de 29% (de 42% ano passado). O EBITDA reportado foi impactado em R\$ 29 milhões em eventos não recorrentes como: (i) Custos do IPO (R\$ 11 milhões); (ii) opções de ações (R\$ 15 milhões); (iii) Custos relacionados a COVID (R\$ 4 milhões). Ajustando o EBITDA apresentado para (i) excluir itens extraordinários, (ii) incluir equivalência patrimonial (R\$ 2 milhões) e (iii) incluir o impacto de Joint Ventures (R\$ 4 milhões), o EBITDA ajustado foi de R\$ 201 milhões (+ 46% a/a, em linha conosco), gerando uma margem EBITDA de 55% (acima dos 50% do ano passado e acima de nossos 50%). Finalmente, o prejuízo líquido reportado foi de R\$ 8 milhões (abaixo dos + R\$ 22 milhões do ano passado e abaixo da nossa estimativa de R\$ 71 milhões). A performance abaixo da expectativa foi afetada devido a despesas de amortização e depreciação maiores, assim como despesas financeiras mais altas.

Performance operacional decente; Corredor Norte foi o principal destaque

A Hidroviás do Brasil divulgou volumes de 3,6 mil toneladas, +10% a/a (11% abaixo de nós), com o Corredor Norte (+ 23% a/a, em linha conosco) como destaque principal, enquanto o Corredor Sul foi um destaque negativo (-16% a/a, 27% abaixo da nossa expectativa), impactado por níveis mais baixos nos rios da bacia do Paraná-Paraguai. A receita líquida do Corredor Norte foi de R\$ 289 milhões (alta de 85% a/a, 92% acima de nós) e a margem EBITDA ajustada aumentou para 63% (+110bps a/a). A receita líquida do Corredor Sul foi de R\$ 99 milhões (alta de 12% a/a vs. R\$ 166 milhões do BTG) e a margem EBITDA ajustada (com Joint Ventures) foi de 58% (-60bps a/a). As receitas do Porto de Santos e Sal foram de R\$ 99 milhões (+ 12% a/a, 12% acima de nossa projeção) e a margem EBITDA ajustada foi de 22%. Por fim, as receitas de Navegação Costeira foram de R\$ 60 milhões (alta de 100% a/a, 5% abaixo da nossa estimativa) e a margem EBITDA ajustada aumentou para 64% (vs. 55% no ano passado).

Alavancagem recuou para 7,4x; posição de caixa continua confortável

O Capex do 3T foi de R\$ 56 milhões, um aumento de 179% a/a, dos quais R\$ 48 milhões foram de expansão e R\$ 7 milhões de manutenção. O aumento a/a no Capex total é explicado pela continuidade dos investimentos em expansão,

BTG Pactual – Equity Research:

Lucas Marquiori

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Fernanda Recchia

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Hidroviás (HBSA3)

Data	13/11/2020
Ticker	HBSA3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	11,0
Preço (R\$)	6,3
Listagem	Novo Mercado

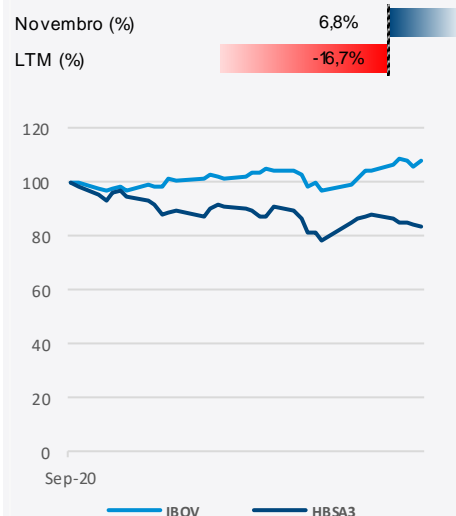
Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	4.790,41
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	2185

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	-	13,1x
EV/EBITDA	11,8x	9,3x

Stock Performance:



comprando mais barcaças para a Operação Norte e melhorando sua infraestrutura, equipamentos e sistemas. A alavancagem líquida para o EBITDA dos últimos 12 meses caiu para 7,4x (de 7,8x no último trimestre). A posição de caixa da Hidrovias de R\$ 1,1 bilhão é suficiente para pagar todos os vencimentos de suas dívidas nos próximos 4 anos. Em 2025, possuem o pagamento de títulos de R\$ 3,3 milhões, que possui covenant de 3,5x dívida líquida/EBITDA dos últimos 12 meses, excluindo as operações de cabotagem. Considerando essa métrica, a Hidrovias está atualmente em 8,8x, ante 8,7x no último trimestre. O aumento da posição de dívida total está relacionado principalmente aos efeitos do câmbio, que não geram impacto no caixa e nem aumentam o risco de liquidez, considerando que em grande parte sua geração de caixa ocorre em USD. Por fim, a Hidrovias afirmou que os covenants dos títulos não aceleram o pagamento da dívida.

Corredor Norte irá desempenhar um importante papel nos volumes de longo prazo; mantemos nosso rating de Compra

Acreditamos que o mercado deve apreciar os resultados do 3T da Hidrovias. Além dos resultados, vemos a Hidrovias negociando em níveis atrativos de valuation de 13,1x P/L 2021 e 9,3x EV/EBITDA 2021 vs. média dos pares de 20,2x P/L 2021, além de render uma TIR implícita de 9,4%, em termos reais, um considerável prêmio vs. seus principais pares. Em nossa opinião, há espaço para uma reclassificação de múltiplos conforme a empresa entregue o plano de crescimento esperado e desenvolva seus novos projetos. Em nossa opinião, a dinâmica competitiva benigna das exportações de grãos do Corredor Norte deve desempenhar um papel importante no lançamento deste programa de crescimento. Continuamos com o rating de Compra.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	-	25.6	8.4	14.9	15.7
EV/EBITDA	-	-	11.8	9.3	8.4
P/L	-	-	(738.8)	13.1	11.6
Dividend Yield %	-	-	0.0	1.9	2.1

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	0	938	1.320	1.688	1.852
EBITDA	0	634	654	820	901
Lucro Líquido	0	244	-7	371	417
LPA (R\$)	#	0,32	-0,01	0,49	0,55
DPA líquido (R\$)	#	0,00	0,00	0,12	0,14
Dívida Líquida/Caixa	0	-2.031	-2.846	-2.746	-2.672

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\$ 6,38, em 12 de novembro de 2020.

Tabela 1: Resumo dos resultados 3T20

Volumes	3T20A	3T20E	3T19A	2T20A	A/E	a/a	t/t
Volume (mil toneladas)	3.563,0	4.004,1	3.242,7	3.430,9	-11,0%	9,9%	3,8%
Corredor Norte	1.958,0	1.953,2	1.595,5	2.079,8	0,2%	22,7%	-5,9%
Corredor Sul	565,0	780,1	675,0	416,9	-27,6%	-16,3%	35,5%
Operações Santos e Sal	0,0	250,0	0,0	116,7	-100,0%	-	-100,0%
Navegação Costeira	1.040,0	1.020,9	972,3	817,6	1,9%	7,0%	27,2%
(R\$ milhões, IFRS)	3T20A	3T20E	3T19A	2T20A	A/E	a/a	t/t
Receita líquida	464,7	395,4	272,0	426,2	17,5%	70,9%	9,0%
Corredor Norte	288,7	150,3	155,6	275,8	92,1%	85,5%	4,7%
Corredor Sul	98,6	166,0	87,7	94,1	-40,6%	12,4%	4,8%
Operações Santos e Sal	17,8	15,6	0,0	7,3	13,8%	-	143,8%
Navegação Costeira	60,1	63,6	28,7	49,1	-5,4%	109,6%	22,4%
Operações de Hedge	-31,9	8,1	-19,0	-38,6	-493,5%	67,9%	-17,4%
Receita líquida (sem contas de Hedge)	432,8	403,5	253,0	387,6	7,3%	71,1%	11,6%
Custo sobre produtos vendidos	-280,0	-180,5	-149,1	-275,7	55,1%	87,8%	1,6%
Lucro Bruto	184,7	214,9	122,8	150,6	-14,1%	50,4%	22,7%
Margem bruta	39,7%	54,3%	45,2%	35,3%	-14,6p.p.	-5,4p.p.	4,4p.p.
Despesas gerais e administrativas	-53,8	-29,7	-21,9	-29,5	81,4%	145,3%	82,4%
Equity e outros	3,5	1,9	14,2	10,9	87,1%	-75,4%	-67,9%
EBITDA	134,4	187,1	115,1	132,0	-28,2%	16,7%	1,9%
Margem EBITDA	0,3	0,5	0,4	0,3	-18,4p.p.	-13,4p.p.	-2,0p.p.
Operações de Hedge	31,9	-	19,0	41,0	-	67,9%	-21,8%
Impactos das Joint Ventures	4,0	9,0	5,0	8,0	-52,9%	-18,2%	-51,7%
Itens não recorrentes	30,7	-	-1,0	8,0	-	-2888,5%	262,4%
EBITDA ajustado	201,0	195,6	137,9	189,5	2,8%	45,7%	6,1%
Margem EBITDA ajustado	43,3%	49,5%	50,7%	44,5%	-6,2p.p.	-7,5p.p.	-1,2p.p.
Depreciação total	-54,9	-29,7	-40,6	-54,6	85,1%	35,2%	0,6%
EBIT	79,5	157,5	75,3	77,4	-49,5%	5,5%	2,7%
Margem EBIT	17,1%	39,8%	27,7%	18,2%	-22,7p.p.	-10,6p.p.	-1,1p.p.
Resultado financeiro	-75,6	-49,8	-44,9	-67,0	51,8%	68,3%	12,8%
EBT	3,9	107,6	30,4	10,4	-96,4%	-87,2%	-62,6%
Impostos	-12,4	-36,6	-8,2	-18,1	-66,0%	51,2%	-31,2%
Lucro líquido	-8,6	71,0	22,2	-7,7	-112,0%	-138,5%	11,1%
Margem líquida	-1,8%	18,0%	8,2%	-1,8%	-19,8p.p.	-10,0p.p.	0,0p.p.

Fonte: Hidrovias do Brasil 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 fatos sobre os quais o BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 de decisão 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 BTGPactual 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 potenciais 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual 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 BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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