

EcoRodovias (ECOR3): Resultado do 3T20

Números do 3T em linha com nossas expectativas; Controle de custos continua

Os resultados do 3T da Ecorodovias vieram em linha com nossas estimativas. Mais precisamente, a receita líquida pró-forma (excluindo-se construção) foi de R\$ 771 milhões (estável a/a; em linha conosco), com o volume de tráfego reportado caindo 2% a/a, mitigado por novos projetos (tráfego ajustado caiu 5% a/a). O EBITDA ajustado totalizou R\$ 528 milhões (estável a/a; em linha conosco), dentre os ajustes inclui-se a contabilização do Acordo de não persecução civil - ANPC (R\$ 13 milhões) e provisão para manutenção (R\$ 26 milhões). Assim, o EBITDA reportado atingiu R\$ 489 milhões (de R\$ 10 milhões negativos no ano passado, e apenas 4% abaixo das nossas estimativas). Por fim, o lucro líquido foi de R\$ 72 milhões (de R\$ 409 milhões negativos no ano passado, abaixo das nossas estimativas de R\$114 milhões), enquanto o lucro líquido ajustado foi de R\$ 89 milhões (+ 53% a/a).

Tráfego se manteve estável a/a; performance acima da ABCR's

As operações de rodovias apresentaram receita bruta pró-forma de R\$ 795 milhões (estável a/a; em linha com nossa projeção), impulsionada por um tráfego estável. Ajustando os números de tráfego para o aumento dos projetos Eco135 e Eco050, os volumes caíram 5% a/a - um desempenho muito melhor quando comparado a desaceleração de tráfego nacional relatada pela ABCR de 11% a/a no 3T, afetada negativamente principalmente pelos veículos leves (-16% a/a). Com base no acumulado do ano, as receitas de pedágio aumentaram 3% a/a (-3% se considerado operações similares a/a) e o tráfego consolidado foi estável a/a (-10% considerando operações similares a/a), com números apresentando uma recuperação gradual desde as mínimas em abril. Ressaltamos que em novembro a ANTT autorizou o início da cobrança de pedágio nas praças P1 e P2 do trecho concedido à Ecovias do Cerrado. Essas praças respondem por aproximadamente 60% do tráfego total da concessionária.

As margens foram resilientes; Alavancagem ficou estável e o Capex aumentou um pouco

O EBITDA pró-forma ajustado foi R\$ 528 milhões (estável a/a; em linha com nossa estimativa) o que representa uma margem de 68% (vs. 66% no ano passado e 64% do BTG), apoiada por uma sólida margem de 74% nas operações rodoviárias, e desempenho razoável nas operações portuárias (13%). O Capex do 3T atingiu R\$ 348 milhões (acima dos R\$ 326 milhões do último trimestre), devido a obras nas novas concessões da Ecovias do Cerrado e alargamento da Eco050 e Eco101. Por último, a alavancagem líquida ficou estável t/t em 3,3x. Em julho de 2020, a ECS (Ecorodovias Concessões e Serviços) emitiu R\$ 1,0 bilhão em dívida nova, com um prazo de 3 anos e remuneração de CDI + 3,5% ao ano. Os recursos serão destinados para investimentos, reforço do caixa e pagamento de dívidas da ECS, com

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

Ecorodovias (ECOR3)

Data	05/11/2020
Ticker	ECOR3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	17,0
Preço (R\$)	10,6
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

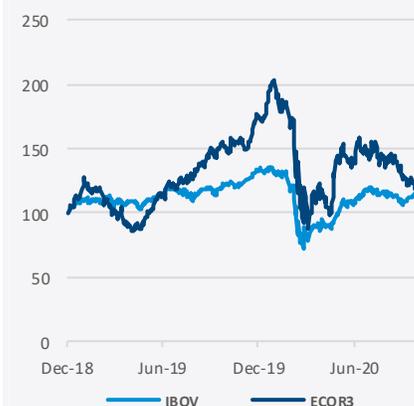
Market Cap. (R\$ mn)	5.903,49
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	56,71

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	14,0x	10,4x
EV/EBITDA	6,7x	5,1x

Stock Performance:

Novembro (%)	5,9%
LTM (%)	-25,1%



vencimento no 4T20. Com esta emissão, o caixa disponível e os recursos gerados pelas operações existentes, a ECS não precisa recorrer a novos empréstimos até o 2S21.

Foco continua sobre reequilíbrio financeiro das concessões e no aumento de capital; Continuamos com o rating de Compra

Além dos resultados trimestrais, acreditamos que os investidores devem seguir acompanhando o andamento das discussões com as autoridades do estado de São Paulo sobre os reequilíbrios contratuais na região. Após a Ecorodovias anunciar que a ARTESP reconheceu seu pedido de reequilíbrio do contrato da Imigrantes, o regulador revogou a decisão e criou uma comissão para discutir todos os demais desequilíbrios pendentes contra a concessionária, o que consideramos como positivo. O já anunciado processo de captação deve permanecer no radar do BTG Pactual, e a empresa afirma que o processo deve ocorrer no início do próximo ano. Mantemos nosso rating de Compra na ECOR, apoiado por um cenário de infraestrutura favorável no Brasil e um resultado potencialmente positivo nas discussões sobre os reequilíbrios dos contratos.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	22,9	12,8	15,5	19,5	17,6
EV/EBITDA	5,8	7,5	6,7	5,1	5,4
P/L	13,5	-49,5	14,0	10,4	12,3
Dividend Yield %	7,7	-	1,1	2,4	2,0

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	3.176	3.948	3.871	3.637	3.250
EBITDA	1.732	2.030	1.909	2.387	2.176
Lucro Líquido	389	-184	422	566	480
LPA (R\$)	0,70	-0,33	0,76	1,01	0,86
DPA líquido (R\$)	0,72	-	0,11	0,25	0,21
Dívida Líquida/Caixa	-4.796	-6.634	-6.816	-6.340	-5.849

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\$ 10,58, em 04 de novembro de 2020.

Tabela 1: Resumo de resultados do 3T20

(R\$ milhões, IFRS)	3T20A	3T20E	3T19A	2T20A	A/E	a/a	t/t
Rodovias com pedágio	795.4	817.6	801.2	658.5	-2.7%	-0.7%	20.8%
Construção	287.3	249.3	199.3	260.4	15.3%	44.1%	10.3%
Operação portuária	101.1	99.7	100.0	92.5	1.4%	1.1%	9.3%
Serviços compartilhados	68.2	51.3	52.9	68.8	32.9%	28.9%	-0.9%
Logística	8.8	0.0	6.0	12.3	-	-	-28.5%
Deduções	(66.7)	(49.3)	(51.1)	(67.3)	35.2%	30.5%	-0.9%
Receita Bruta	1,194.1	1,168.6	1,108.3	1,025.2	2.2%	7.7%	16.5%
Impostos (ISS, COFINS, PIS)	(135.6)	(124.6)	(131.8)	(117.4)	8.9%	2.9%	15.5%
Recita Líquida	1,058.5	1,044.1	976.5	907.8	1.4%	8.4%	16.6%
Recita Líquida (ex- construção)	771.2	794.8	777.2	647.4	-3.0%	-0.8%	19.1%
Funcionários	(70.8)	(102.3)	(73.6)	(58.7)	-30.8%	-3.8%	20.7%
Manutenção	(26.2)	(46.2)	(29.2)	(27.0)	-43.2%	-10.2%	-2.9%
Seguros	(26.5)	(57.1)	(24.4)	(21.7)	-53.6%	8.8%	22.4%
Serviços de terceiros	(38.9)	(87.7)	(37.5)	(36.1)	-55.6%	3.9%	7.7%
Depreciação e Amortização	(140.6)	(151.2)	(148.5)	(139.0)	-7.0%	-5.3%	1.1%
Provisão para manutenção	(25.8)	(52.5)	(58.3)	(29.3)	-50.9%	-55.7%	-12.0%
Custo de construção	(287.3)	(249.3)	(199.3)	(260.4)	15.2%	44.1%	10.3%
Deduções	66.7	54.4	51.1	67.3	22.6%	30.5%	-0.9%
Outros	(16.1)	(46.5)	(17.9)	(12.7)	-65.5%	-10.1%	26.1%
CSPV + Opex	(714.7)	(738.5)	(588.6)	(697.0)	-3.2%	21.4%	2.5%
Lucro Operacional	343.7	305.6	387.8	210.7	12.5%	-11.4%	63.1%
Margem Operacional (%)	32.5%	29.3%	39.7%	23.2%	3.2p.p.	-7.2p.p.	9.3p.p.
EBITDA ajustado (ex- itens não caixa)	488.8	509.3	(9.8)	354.3	-4.0%	-5087.8%	38.0%
Margem EBITDA ajustada (%)	63.4%	64.1%	-1.3%	54.7%	-0.7p.p.	64.6p.p.	8.7p.p.
EBITDA pro-forma ajustado (ex- itens não caixa)	527.7	509.3	515.4	430.4	3.6%	2.4%	22.6%
Margem EBITDA pro-forma ajustada (%)	68.4%	64.1%	66.3%	66.5%	4.3p.p.	2.1p.p.	1.9p.p.
Resultado financeiro líquido	(202.2)	(116.4)	(180.4)	(103.8)	73.7%	12.1%	94.7%
Lucro antes dos impostos	141.5	189.2	(341.2)	106.9	-25.2%	-141.5%	32.4%
Imposto de Renda	(66.9)	(75.7)	(67.5)	(71.6)	-11.6%	-0.9%	-6.5%
Minoritários	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	-
Operações descontinuadas	(3.0)	0.0	0.0	0.0	-	-	-
Lucro Líquido	71.6	113.5	(408.6)	35.3	-36.9%	-117.5%	102.9%
Lucro Líquido pro-forma ajustado	89.2	113.5	58.2	35.3	-21.4%	53.4%	152.7%

Fonte: Ecorodovias 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 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 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 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 filiais 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, 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