

## Ecorodovias (ECOR3): Resultado do 4T20

### Os números ajustados do 4T ficaram em linha com nossas estimativas; grandes itens não recorrentes reportados

Os números ajustados do 4T da Ecorodovias ficaram em linha com nossas estimativas. Mais precisamente, a receita líquida proforma (ex-construção) foi de R\$ 832 milhões (estável a/a; em linha conosco), com o volume de tráfego reportado aumentando 3% a/a, ajudado por novos projetos (tráfego ajustado caiu 2% a/a). O EBITDA reportado foi de R\$ 70 milhões, mas foi impactado negativamente em R\$ 480 milhões por ajustes de itens não recorrentes, conforme segue: (i) R\$ 72 milhões no acordo de leniência e contabilização de passivo na Eco101; (ii) impairment de R\$ 383 milhões no Ecoporto Santos (não caixa); e (iii) R\$ 26 milhões em provisões de manutenção. Excluindo esses impactos, o EBITDA ajustado totalizou R\$ 550 milhões (-7% a/a; em linha com nossa expectativa). Indicamos que o impairment do Ecoporto Santos foi de R\$ 616 milhões, mas apenas R\$ 383 milhões foram registrados como outras despesas operacionais, enquanto os R\$ 234 milhões restantes foram para a linha de imposto diferido. Assim, o resultado reportado foi um prejuízo de R\$ 631 milhões, enquanto o resultado ajustado foi um lucro líquido de R\$ 55 milhões (-39% a/a, em linha com nossa projeção).

### O desempenho do tráfego foi estável a/a; ligeiramente melhor do que o desempenho da ABCR

As operações de rodovias apresentaram receita bruta pró-forma de R\$ 857 milhões (estável a/a; em linha com o esperado), devido a um tráfego estável. Ajustando os números de tráfego para o crescimento dos projetos Eco135 e Eco050 e o início da cobrança de pedágio nas praças de pedágio P1 e P2 da Ecovias do Cerrado em 14 de novembro de 2020, os volumes caíram 2% a/a. Isso é um pouco acima do desempenho do tráfego nacional da ABCR de -4% a/a no 4T, principalmente devido a uma queda de 6% no tráfego de veículos leves.

### Margens caíram para 66% (acima de nossa projeção); alavancagem estável e uma ligeira diminuição no capex

O EBITDA pró-forma ajustado de R\$ 550 milhões (-7% a/a; em linha com o esperado) significou uma margem de 66% (vs. 73% no ano passado e 64% da projeção do BTGe), impulsionado por uma sólida margem de 68% em operações de rodovias e um desempenho decente das operações portuárias (13%). O capex do 4T atingiu R\$ 338 milhões (ligeiramente abaixo dos R\$ 348 milhões no trimestre anterior). A maior parte do capex foi relacionado a novas concessões na rodovia Ecovias do Cerrado e ao alargamento da Eco050 e Eco101. Por último, a alavancagem líquida ficou estável t/t em 3,3x. As disponibilidades e aplicações financeiras de curto e longo prazo totalizaram R\$ 1,5 bilhão em dezembro de 2020 (-34% t/t), ainda o suficiente para fazer frente à dívida bruta de curto prazo.

#### 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](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Ecorodovias (ECOR3)

|                  |              |
|------------------|--------------|
| Data             | 11/03/2021   |
| Ticker           | ECOR3        |
| Rating           | Compra       |
| Preço Alvo (R\$) | 17,0         |
| Preço (R\$)      | 10,6         |
| Listagem         | Novo Mercado |

#### Dados Gerais:

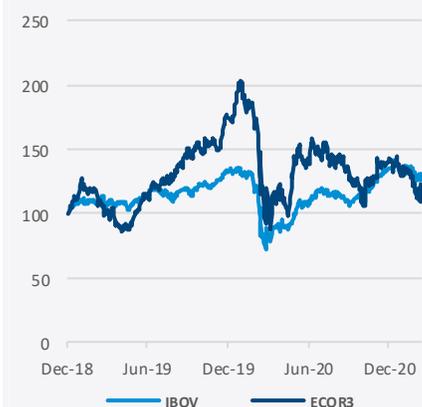
|                         |          |
|-------------------------|----------|
| Market Cap. (RS mn)     | 5.950,00 |
| Vol. Médio 12M (R\$ mn) | 55,61    |

#### Valuation:

|           | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|
| P/L       | 10,5x | 12,4x |
| EV/EBITDA | 5,1x  | 5,4x  |

#### Stock Performance:

|           |      |
|-----------|------|
| Março (%) | 5,1% |
| LTM (%)   | 7,4% |



## Iniciativas ESG importantes; foco em discussões de desequilíbrio e novos leilões

Além dos resultados trimestrais, a Ecorodovias mencionou que suas ações passaram a compor o Índice Carbono Eficiente (ICO2) do B3 em janeiro deste ano. Então, em fevereiro, ela obteve a certificação internacional antissuborno ISO 37001, que atesta a força do programa de ética da empresa. Seguindo em frente, acreditamos que os investidores devem ficar de olho (i) nos desdobramentos das discussões com as autoridades do estado de São Paulo sobre os desequilíbrios contratuais na região; e (ii) próximos leilões. Mantemos nossa classificação de Compra na ECOR, apoiada por um cenário de infraestrutura favorável no Brasil e um resultado potencialmente positivo das negociações de desequilíbrio de contrato.

| 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     | 7,8     | 7,5      | 5,1      | 5,4      |
| P/L              | 13,5    | -49,5   | 17,7     | 10,5     | 12,4     |
| Dividend Yield % | 7,7     | -       | 0,8      | 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\$ 10,65, em 10 de Março de 2021.

Tabela 1: Resumo dos resultados do 4T20

| (R\$ milhões, IFRS)                     | 4T20A          | 4T20E          | 4T19A          | 3T20A          | A/E           | a/a           | t/t           |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| Rodovias com pedágio                    | 857,3          | 853,2          | 839,6          | 795,4          | 0,5%          | 2,1%          | 7,8%          |
| Construção                              | 231,7          | 249,3          | 305,6          | 287,3          | -7,1%         | -24,2%        | -19,4%        |
| Operação portuária                      | 110,4          | 98,2           | 87,1           | 101,1          | 12,4%         | 26,8%         | 9,2%          |
| Serviços compartilhados                 | 72,1           | 48,0           | 52,9           | 68,2           | 50,1%         | 36,3%         | 5,7%          |
| Logística                               | 4,3            | 0,0            | 3,7            | 8,8            | -             | -             | -51,1%        |
| Eliminações                             | -70,5          | -47,1          | -51,1          | -66,7          | -49,8%        | -38,0%        | -5,7%         |
| <b>Receita Bruta</b>                    | <b>1.205,3</b> | <b>1.201,7</b> | <b>1.237,8</b> | <b>1.194,1</b> | <b>0,3%</b>   | <b>-2,6%</b>  | <b>0,9%</b>   |
| Impostos (ISS, COFINS, PIS)             | -141,9         | -128,9         | -128,4         | -135,6         | -10,1%        | -10,5%        | -4,6%         |
| <b>Recita Líquida</b>                   | <b>1.063,4</b> | <b>1.072,8</b> | <b>1.109,4</b> | <b>1.058,5</b> | <b>-0,9%</b>  | <b>-4,1%</b>  | <b>0,5%</b>   |
| <b>Recita Líquida (ex- construção)</b>  | <b>831,7</b>   | <b>823,5</b>   | <b>803,8</b>   | <b>771,2</b>   | <b>1,0%</b>   | <b>3,5%</b>   | <b>7,8%</b>   |
| Pessoal                                 | -71,4          | -98,2          | -69,8          | -70,8          | 27,3%         | -2,3%         | -0,8%         |
| Manutenção                              | -53,9          | -47,6          | -33,2          | -26,2          | -13,2%        | -62,2%        | -105,6%       |
| Seguros                                 | -26,8          | -56,5          | -22,9          | -26,5          | 52,5%         | -16,9%        | -1,1%         |
| Serviços de Terceiros                   | -41,4          | -94,5          | -37,8          | -38,9          | 56,2%         | -9,4%         | -6,4%         |
| Depreciação e Amortização               | -128,2         | -161,5         | -153,4         | -140,6         | 20,6%         | 16,4%         | 8,8%          |
| Provisão para Manutenção                | -25,6          | -78,1          | -61,1          | -25,8          | 67,2%         | 58,1%         | 0,8%          |
| Custo de Construção                     | -231,7         | -249,3         | -305,6         | -287,3         | 7,0%          | 24,2%         | 19,3%         |
| Eliminações                             | 70,5           | 54,5           | 3,7            | 66,7           | 29,4%         | 1805,4%       | 5,7%          |
| Outros                                  | -33,0          | -53,8          | -16,7          | -16,1          | 38,6%         | -97,6%        | -105,5%       |
| CSP + Opex                              | -612,1         | -785,0         | -700,5         | -714,7         | 22,0%         | 12,6%         | 14,4%         |
| <b>Lucro Bruto</b>                      | <b>451,3</b>   | <b>287,8</b>   | <b>408,8</b>   | <b>343,7</b>   | <b>56,8%</b>  | <b>10,4%</b>  | <b>31,3%</b>  |
| Margem Bruta (%)                        | 42,4%          | 26,8%          | 36,9%          | 32,5%          | 15,6 p.p.     | 5,6 p.p.      | 10,0 p.p.     |
| <b>EBITDA</b>                           | <b>70,4</b>    | <b>527,4</b>   | <b>528,7</b>   | <b>488,8</b>   | <b>-86,7%</b> | <b>86,7%</b>  | <b>85,6%</b>  |
| Margem EBITDA (%)                       | 8,5%           | 64,0%          | 65,8%          | 63,4%          | -55,6 p.p.    | -57,3 p.p.    | -54,9 p.p.    |
| <b>EBITDA pro-forma</b>                 | <b>550,1</b>   | <b>527,4</b>   | <b>592,0</b>   | <b>527,7</b>   | <b>4,3%</b>   | <b>-7,1%</b>  | <b>4,2%</b>   |
| Margem EBITDA pro-forma ajustada (%)    | 66,1%          | 64,0%          | 73,7%          | 68,4%          | 2,1 p.p.      | -7,5 p.p.     | -2,3 p.p.     |
| Resultado financeiro líquido            | -287,5         | -196,0         | -212,5         | -202,2         | -46,7%        | -35,3%        | -42,2%        |
| <b>Lucro antes dos impostos</b>         | <b>-349,8</b>  | <b>91,8</b>    | <b>160,3</b>   | <b>141,5</b>   | <b>n.m.</b>   | <b>n.m.</b>   | <b>n.m.</b>   |
| Imposto de Renda                        | -278,0         | -36,7          | -78,2          | -66,9          | -656,9%       | -255,7%       | -315,5%       |
| Operações descontinuadas                | -3,0           | 0,0            | -2,9           | -3,0           | n.m.          | 4,6%          | 0,0%          |
| <b>Lucro Líquido</b>                    | <b>-630,7</b>  | <b>55,1</b>    | <b>79,2</b>    | <b>71,6</b>    | <b>n.m.</b>   | <b>n.m.</b>   | <b>n.m.</b>   |
| Margem Líquida (%)                      | -75,8%         | 6,7%           | 9,9%           | 9,3%           | -82,5 p.p.    | -85,7 p.p.    | -85,1 p.p.    |
| <b>Lucro Líquido pro-forma ajustado</b> | <b>55,3</b>    | <b>55,1</b>    | <b>90,9</b>    | <b>89,2</b>    | <b>0,3%</b>   | <b>-39,2%</b> | <b>-38,1%</b> |
| Margem Líquida ajustada (%)             | 6,6%           | 6,7%           | 11,3%          | 11,6%          | 0,0 p.p.      | -4,7 p.p.     | -4,9 p.p.     |

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 e, conseqüentemente, 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)