

Hidroviás do Brasil (HBSA3): Resultado do 4T20

4T positivo; Receita e Lucro líquido mais fortes que o esperado; EBITDA ajustado em linha com nossa projeção

A HBSA reportou números positivos no 4T, com receita e lucro líquido mais fortes que o esperado, enquanto o EBITDA ajustado ficou em linha com nossas estimativas. Mais precisamente, a receita líquida consolidada aumentou 62% a/a para R\$ 358 milhões (27% acima de nossa projeção), enquanto o EBITDA reportado subiu 34% (para R\$ 155 milhões, 16% acima do esperado), implicando em uma margem de 52% (de 53% no ano passado, 440 bps acima de nossa expectativa). O EBITDA foi impactado em R\$ 10 milhões por itens não-recorrentes: (i) -R\$ 20 milhões em *hedge accounting*; (ii) R\$ 2 milhões de doações para a COVID-19; (iii) R\$ 2 milhões de custos do IPO e (iv) R\$ 0,4 milhão de opções de ações. Ajustando o EBITDA para (i) excluir esses itens pontuais, (ii) incluir equivalência patrimonial (R\$ 3 milhões) e (iii) incluir o impacto de Joint Ventures (R\$ 2 milhões), o EBITDA ajustado foi de R\$ 144 milhões (+35% a/a, em linha conosco), gerando uma margem EBITDA de 48% (estável a/a e ligeiramente abaixo de nossa estimativa de 51%). Por fim, o lucro líquido foi de R\$ 37 milhões (acima de um prejuízo de R\$ 13 milhões no ano passado e acima de nossa projeção de R\$ 23 milhões).

Desempenho operacional impactado por um evento pontual; Operação Norte foi o principal destaque

Os volumes transportados caíram 15% a/a, impulsionados por um fraco desempenho na operação de cabotagem (-62% a/a). Essa queda foi ocasionada por problemas no cais de descarga utilizado pelo cliente e sem impacto nos resultados, pois o contrato é no formato *“take-or-pay”*. A empresa sinalizou que esse problema foi resolvido no 1T21. O Corredor Norte foi o principal destaque (+31%, em linha com nossa expectativa), enquanto o Corredor Sul registrou uma queda de 8% a/a (5% acima de nossa projeção) em seus volumes, impactado pela menor navegabilidade dos rios da região. A receita líquida do Corredor Norte foi de R\$ 129 milhões (alta de 75% a/a, 55% acima de nós) e a margem EBITDA ajustada caiu para 39% (-100bps a/a). A receita líquida do Corredor Sul foi de R\$ 154 milhões (alta de 92%, 34% acima de nossa estimativa) e a margem EBITDA ajustada (com as Joint Ventures) foi de 59% (-600 bps a/a). As vendas do Porto de Santos e Sal foram de R\$ 15 milhões (23% acima do esperado) e a margem EBITDA ajustada totalizou 62%. Por fim, as vendas da Navegação Costeira foram de R\$ 61 milhões (queda de 10% a/a, 8% abaixo de nossa estimativa) e o EBITDA ajustado aumentou para 65% (vs. 59% no ano passado). A empresa sinalizou que a Vale passará a utilizar a capacidade total do seu contrato em 2021, o que significa que a remuneração *“take-or-pay”* começa com base no volume total transportado cumulativamente no ano, com volumes significativamente superiores aos dos anos anteriores.

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	16/03/2021
Ticker	HBSA3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	11,0
Preço (R\$)	5,7
Listagem	Novo Mercado

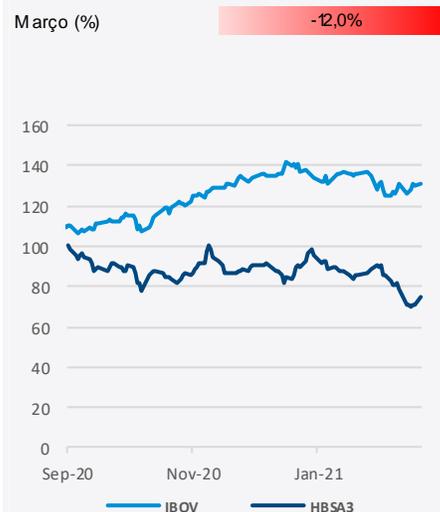
Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	4.311,37
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	408,57

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	11,6x	10,3x
EV/EBITDA	8,6x	7,8x

Stock Performance:



Alavancagem caiu para 4,3x; Posição de caixa ainda confortável

O capex do 4T foi de R\$ 99 milhões (aumentando de R\$ 56 milhões no trimestre anterior), dos quais R\$ 87 milhões foram de expansão e R\$ 12 milhões de manutenção. O aumento t/t no Capex total é explicado pela continuidade dos investimentos em expansão, comprando mais barcaças para a Operação Norte, melhorando sua infraestrutura, equipamentos e sistemas e implementando os projetos de Sal e Santos. A alavancagem líquida em relação ao EBITDA dos últimos 12 meses caiu para 4,3x (de 4,9x no último trimestre). A posição de caixa da Hidrovias de R\$ 1,0 bilhão é suficiente para pagar todos os vencimentos de sua dívida nos próximos 4 anos. O aumento da posição total da dívida está relacionado, principalmente, aos efeitos do câmbio, que não geram impacto no caixa e nem aumentam o risco de liquidez, uma vez que grande parte da geração de caixa é em USD. Em 21 de fevereiro, a HBSA concluiu um processo de reestruturação da dívida, com a recompra de US\$ 425 milhões das notas com vencimento em 2025, substituindo-as por novas notas com vencimento em 2031, alongando o prazo médio em mais de 6 anos e reduzindo o custo em 100bps para 4,95%.

Corredor Norte deve desempenhar um papel importante em volumes no longo prazo; Nós mantemos nossa Compra

O mercado deve ver positivamente os resultados do 4T. Vemos a Hidrovias sendo negociada em níveis de valuation muito atraentes de 11,6x P/L 2021 e 8,6x EV/EBITDA 2021 vs. média dos pares de 22,2x P/L 2021, além de render uma TIR implícita de 10,3%, em termos reais, um grande prêmio para seus principais pares. Há espaço para um re-rating múltiplo à medida que entregam o plano de crescimento esperado e desenvolvem novos projetos. A dinâmica competitiva benigna das exportações de grãos do Corredor Norte deve desempenhar um papel importante no funcionamento deste programa de crescimento. Além da divulgação de resultados da empresa, acreditamos que os investidores ficarão de olho em: (i) aumento das tarifas no Corredor Norte, já em vigor desde o início do ano, embora os volumes de janeiro ainda estejam sazonalmente mais baixos; (ii) desempenho de grãos para 2021, onde estamos confiantes de sólidos volumes de soja no 1S21, (iii) risco hidrológico do rio Sul e (iv) atualização do leilão do Ferrogrão, que ainda está em avaliação pelo Tribunal de Contas da União. Reiteramos a Compra.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	-	25,6	8,4	14,9	15,7
EV/EBITDA	-	-	12,4	8,6	7,8
P/L	-	-	-799,0	11,6	10,3
Dividend Yield %	-	-	0,0	2,2	2,4

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\$ 5,67, em 15 de Março de 2021.

Tabela 1: Resumo do resultado do 4T20 – Hidrovias do Brasil

P&L IFRS (R\$ milhões)	4T20A	4T20E	4T19A	3T20A	A / E	a/a	t/t
Receita Líquida	357,6	281,5	221,2	464,7	27,0%	61,6%	-23,0%
Corredor norte	128,6	82,8	73,5	288,7	55,4%	75,0%	-55,5%
Corredor sul	153,7	114,9	79,9	98,6	33,7%	92,4%	55,9%
Porto de Santos e Sal	14,7	12,0	0,0	17,8	22,5%	n.m.	-17,4%
Navegação Costeira	61,2	66,2	67,8	60,1	-7,5%	-9,8%	1,8%
Hedge Accounting	20,4	5,6	1,0	(31,9)	261,8%	1940,0%	-163,9%
Receitas operacionais	296,7	270,2	220,3	364,8	9,8%	34,7%	-18,7%
Custos de bens vendidos	(154,9)	(118,3)	(122,1)	(280,0)	-30,9%	-26,9%	44,7%
Lucro bruto	202,7	157,6	99,1	184,7	28,6%	104,5%	9,7%
Margem Bruta	56,7%	56,0%	44,8%	39,7%	0,7p.p.	11,9p.p.	16,9p.p.
Desp. Vendas, Gerais & Adm.	(53,8)	(21,9)	(6,2)	(53,8)	-145,7%	-771,7%	0,0%
Equivalência Patrimonial & Outros	5,9	(1,8)	23,0	3,5	-436,2%	-74,3%	68,6%
EBITDA	154,8	133,9	115,9	134,4	15,6%	33,6%	15,2%
Margem EBITDA	52,2%	49,6%	52,6%	36,8%	2,6p.p.	-0,4p.p.	15,3p.p.
Hedge Accounting	-20,4	-	(1)	32	n.m.	n.m.	-163,9%
Impacto de joint ventures	4,7	4	7	4	23,6%	-29,0%	17,5%
Não recorrente	4,6	-	(15)	31	n.m.	-129,9%	-85,0%
EBITDA ajustado	143,7	137,7	106,2	201,0	4,3%	35,4%	-28,5%
Margem EBITDA ajustado	48,4%	51,0%	48,2%	55,1%	-2,5p.p.	0,2p.p.	-6,7p.p.
Depreciação Total	(64,3)	(20,7)	(55,2)	(54,9)	-211,0%	-16,5%	-17,2%
EBIT	90,5	113,2	60,7	79,5	-20,1%	49,0%	13,8%
Margem EBIT	25,3%	40,2%	27,4%	17,1%	-14,9p.p.	-2,1p.p.	8,2p.p.
Despesas Financeiras Líquidas	(29,3)	(78,0)	(55,5)	(75,6)	62,4%	47,1%	61,2%
EBT	61,1	35,2	5,2	3,9	73,6%	n.m.	n.m.
Imposto de renda	(23,8)	(12,0)	(13,4)	(12,4)	-98,6%	-77,4%	-91,2%
Lucro Líquido	37,4	23,2	(13,0)	(8,6)	60,7%	n.m.	n.m.
Margem Líquida	10,4%	8,3%	-5,9%	-1,8%	2,2p.p.	16,3p.p.	12,3p.p.

Fonte: Empresa 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 fatores 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 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 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 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 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, consequentemente, 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