

Santos Brasil (STBP3): Aquisição de 3 terminais portuários em Itaqui

STBP venceu 3 dos 5 terminais leiloados

O governo leiloou 5 terminais portuários: (i) IQI03 (MA), (ii) IQI11 (MA); (iii) IQI12 (MA); (iv) IQI13 (MA) e (v) PEL01 (RS). Esses foram os últimos projetos leiloados no “Infra week”, que leiloou 3 blocos de aeroportos na quarta-feira e a ferrovia FIOCR na quinta-feira. A Santos Brasil arrematou três deles (IQI03, IQI11, IQI12), enquanto a Tequimar venceu o IQI13 e a CMPC ficou com o PEL01. De acordo com nossa avaliação preliminar, incluindo as taxas de concessão da STBP (total de R\$ 157 milhões) nos três ativos arrematados e sinergias potenciais de 20% em opex, 5% em capex (há eficiência relevante pela combinação de terminais no Porto, como melhorias condições de aquisição), alcançamos uma TIR real desalavancada combinada de um dígito alto, implicando VPL de ~R\$ 100 milhões (com base em nosso WACC real atual para a empresa, de 7,2%). Ressaltamos que o movimento da STBP ficou em linha com o discurso da administração durante o follow-on (realizado em setembro passado) e traz diversificação de carga, também um tema altamente debatido durante o processo de Follow-on. Reiteramos a Compra em Santos Brasil e planejamos atualizar nosso modelo em breve para incluir os ativos conquistados.

Baixa em ativos; todos os três terminais estão no Porto de Itaqui

Os três ativos arrematados pela STBP estão localizados no Porto de Itaqui, sob jurisdição da Empresa Maranhense de Administração Portuária (EMAP), vinculada ao Ministério da Infraestrutura. A (i) área de arrendamento do IQI03 é um greenfield, com vocação para oferecer instalações de armazenamento de grãos líquidos, com 8 tanques para armazenamento de derivados de petróleo, além de outras instalações complementares. A área de locação é de 25.416 m² (incluindo área de expansão) e a capacidade futura de armazenamento estático total desses tanques é estimada em 46.406 m³, com ligações à ferrovia, rodovia e píer. O volume total estimado para a operação é de 504 mil toneladas por ano, o capex estimado é de R\$ 107 milhões e o prazo de concessão é de 20 anos. Estimamos uma TIR real do projeto de um dígito alto. A (ii) área de arrendamento IQI11 é um brownfield, com vocação para uma instalação de armazenamento de grãos líquidos, com 8 tanques para armazenamento de derivados de petróleo, além de outras instalações complementares. A área de locação é de 33.217 m² e a capacidade de armazenamento estática total futura estimada em 64.897 m³, com ligações à ferrovia, rodovia e píer. O volume total estimado para a operação é de 705 mil toneladas por ano, o capex estimado é de R\$ 133 milhões e o prazo de concessão é de 20 anos. Estimamos uma TIR real do projeto de um dígito alto. Por fim, a (iii) área de locação do IQI12 é uma área greenfield com vocação para a armazenagem de grãos líquidos, com previsão de instalação de 10 tanques para armazenamento de derivados de petróleo, além de outras instalações complementares. A área de locação é de 38.683 m² e a capacidade estática total de armazenamento futuro desses tanques está estimada em 78.724 m³, com ligações à ferrovia, rodovia e píer. O volume total estimado da operação é de 856 mil toneladas por ano, o capex estimado é de R\$ 177 milhões e o prazo de concessão é de 20 anos.

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

Santos Brp (STBP3)

Data	12/04/2021
Ticker	STBP3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	6,0
Preço (R\$)	7,3
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	6.246,46
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	29,04

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	58,4x	40,7x
EV/EBITDA	18,9x	14,1x

Stock Performance:

Abril (%)	6,3%
LTM (%)	82,0%



Conclusão do leilão - STBP com lances consecutivos para explorar ganhos de eficiência

O leilão envolveu cinco novos terminais portuários: quatro no Porto de Itaqui (Maranhão) e um em Pelotas (RS). Resultado do leilão: (1) Terminal PEL01 foi ganho pelo player de celulose CMPC, licitante único com uma taxa de R\$ 10 mil; (2) O Terminal IQI03, em Itaqui, foi adquirido pela Santos Brasil, com uma licitação de R\$ 61,3 milhões, implicando em um ágio de 44,2% sobre a tarifa base. O segundo lance (R\$ 50 milhões) veio da Empresa Brasileira de Terminais e Armazéns Gerais; (3) O Terminal IQI11 teve lance único da Santos Brasil de R\$ 56 milhões (ágio de 15% sobre a tarifa básica); (4) O Terminal IQI12 também foi adquirido pela Santos Brasil, com uma licitação de R\$ 40 milhões, superando o do Tequimar (Terminal Químico de Aratu) R\$ 37,6 milhões; e (5) o Terminal IQI13 foi comprado pelo Tequimar, com um lance de R\$ 59 milhões, superando os R\$ 58 milhões da Santos Brasil. Ao adquirir três terminais no mesmo porto, esperamos que a Santos capture uma significativa sinergia de capex e opex neste terminal. Além disso, a empresa terá a maior capacidade no porto de Itaqui, o que acreditamos deve se traduzir em uma vantagem competitiva vs. Tequimar.

Raio-X de Itaqui: maior porto exportador de grãos do Norte

O Porto de Itaqui fica no Maranhão, no Nordeste do Brasil, e pertence ao complexo portuário da capital São Luís, ao lado dos terminais Ponta da Madeira (Vale) e Alumar. Itaqui é o maior porto exportador de grãos do Corredor Norte (Barcarena é o nº 2), movimentando 8,6 milhões de toneladas de soja em 2020 e 3,4 milhões de toneladas de milho. A carga total de fertilizantes em 2020 foi de 2,6 milhões (+ 21% a/a), impulsionada pela alta produção de grãos e intensa atividade agrícola no ano passado. Acesso ferroviário: o porto é servido pela EFC (Estrada de Ferro Carajás - operada pela Vale). Há também uma ligação indireta com a ferrovia Norte-Sul (FNS - operada pela VLI), ligada à EFC em Açailândia, permitindo ao porto receber cargas de grãos do interior do Centro-Oeste. Estrutura operacional: o porto possui 8 berços de 12 a 19 metros de profundidade, permitindo a movimentação de navios de grande porte.

Posição de caixa confortável para novo ciclo de investimento

De acordo com os resultados do leilão, a STBP se comprometeu com um investimento adicional de R\$ 389 milhões (relacionado às 3 concessões adquiridas hoje) mais os R\$ 157 milhões relacionados à taxa do governo (25% adiantado e restante em 5 anos). Isso combina com uma estimativa de investimento para este ano de R\$ 250-300 milhões, conforme o guidance anual divulgado recentemente. No entanto, ainda vemos a desalavancagem da STBP, por conta de uma expansão significativa do EBITDA, como fica claro pelo mesmo guidance divulgado (EBITDA do ano fiscal de 2021 deve atingir R\$ 400-450). A empresa encerrou o 4T20 com R\$ 1,07 bilhão em caixa e dívida bruta de R\$ 433 milhões, o que significa uma posição de caixa líquido de R\$ 637 milhões. Após a conclusão do plano de investimentos da Fase I do Tecon Santos, os investimentos devem desacelerar significativamente, pois projetamos um investimento médio em 2023-26 de R\$ 133 milhões (excluindo novos ativos de Itaqui).

Follow-on arrecadou R\$ 790 milhões para novas oportunidades portuárias, verticalização e M&As

Em setembro, a Santos Brasil arrecadou R\$ 790 milhões por meio de um follow-on. O montante será utilizado principalmente em: (i) novas oportunidades nos Portos; (ii) verticalização da logística de terceiros; e (iii) fusões e aquisições de operadores de terminais de contêineres. Destacamos o atraente (já mapeado) pipeline de infraestrutura de projetos no setor portuário, com altas TIRs esperadas (TIR regulatória é bastante atraente em 12,4%). A Santos Brasil já possui uma operação 3PL oferecendo uma solução logística porta a porta para alguns clientes. A ideia é expandir essa operação para capturar valor adicional por meio de uma função de valor agregado mais ampla na rede e aumentar sua participação na carteira e segurar o cliente por meio de vendas cruzadas. Por fim, vemos a empresa bem posicionada para aproveitar as oportunidades de consolidação que devem surgir a partir do esperado aumento da atividade de contêineres no Brasil.

Seguindo com a estratégia de diversificação de cargas

Durante e após o follow-on, a STBP disse que pretende diversificar as cargas, uma vez que a sua atividade se concentra principalmente na movimentação de contêineres (Santos, Imituba e Vila do Conde) e veículos (Santos). A carga prevista pela empresa diz respeito ao agronegócio, segmento mais exposto às exportações. Tal movimento visa reduzir a dependência da STBP do mercado importado, como o de contêineres. A STBP já passou a operar outros tipos de cargas em Santos, com as duas autorizações temporárias para operar atividades portuárias na região de Saboó, no Porto de Santos. Nessas operações, a STBP administra carga geral, celulose e carga de projeto, entre outras. Em entrevista no início deste ano, o CEO disse que estaria disposto a disputar terminais de grãos também em Santos, um tipo de carga muito desejado na região (a SPA anunciou hoje o início dos estudos para o leilão do STS11 em Santos).

Muitos motivos para ser (ou permanecer) otimista - Compra

Ainda vemos um caso de investimento sólido para a Santos Brasil, baseado em: (A) abordagem top-down: (i) ambiente regulatório aprimorado para a indústria portuária no Brasil nos últimos anos, variando de um vasto pipeline de novos portos a serem leiloados a um atualização do marco regulatório (BR do Mar e Lei dos Portos), além da decisão de privatizar as docas; (ii) forte recuperação da indústria naval nos últimos meses, levando a preços recordes de frete para as empresas de navegação e uma recuperação impressionante nos volumes de movimentação na maioria dos portos, incluindo no Tecon Santos; (iii) oportunidades de investimento decorrentes da vasta carteira de leilões do governo, representada pela oferta da STBP no Porto de Itaquí; (B) visão bottom-up: (i) conclusão recente de grande pendência regulatória, como a remodelação de capex no Tecon Santos, (ii) parada operacional, realizada durante o período de forte competição em Santos (2014-19), (iii) reestruturação acionária, concluída recentemente após o follow-on do ano passado, e (iv) posição de caixa mais forte (-6,4x dívida líquida/ EBITDA) para explorar novas oportunidades de investimento em portos e logística. Por todas essas razões, reiteramos a Compra.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	5,0	6,4	4,9	8,8	12,9
EV/EBITDA	14,6	25,9	18,5	18,9	14,1
P/L	947,4	367,7	-728,2	58,4	40,7
Dividend Yield %	0,0	0,1	0,1	0,7	1,1

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	922	972	917	1.122	1.304
EBITDA	189	222	207	299	398
Lucro Líquido	3	16	-6	107	154
LPA (R\$)	0,00	0,02	-0,01	0,12	0,18
DPA líquido (R\$)	0,00	0,01	0,00	0,05	0,08
Dívida Líquida/Caixa	26	-11	690	610	647

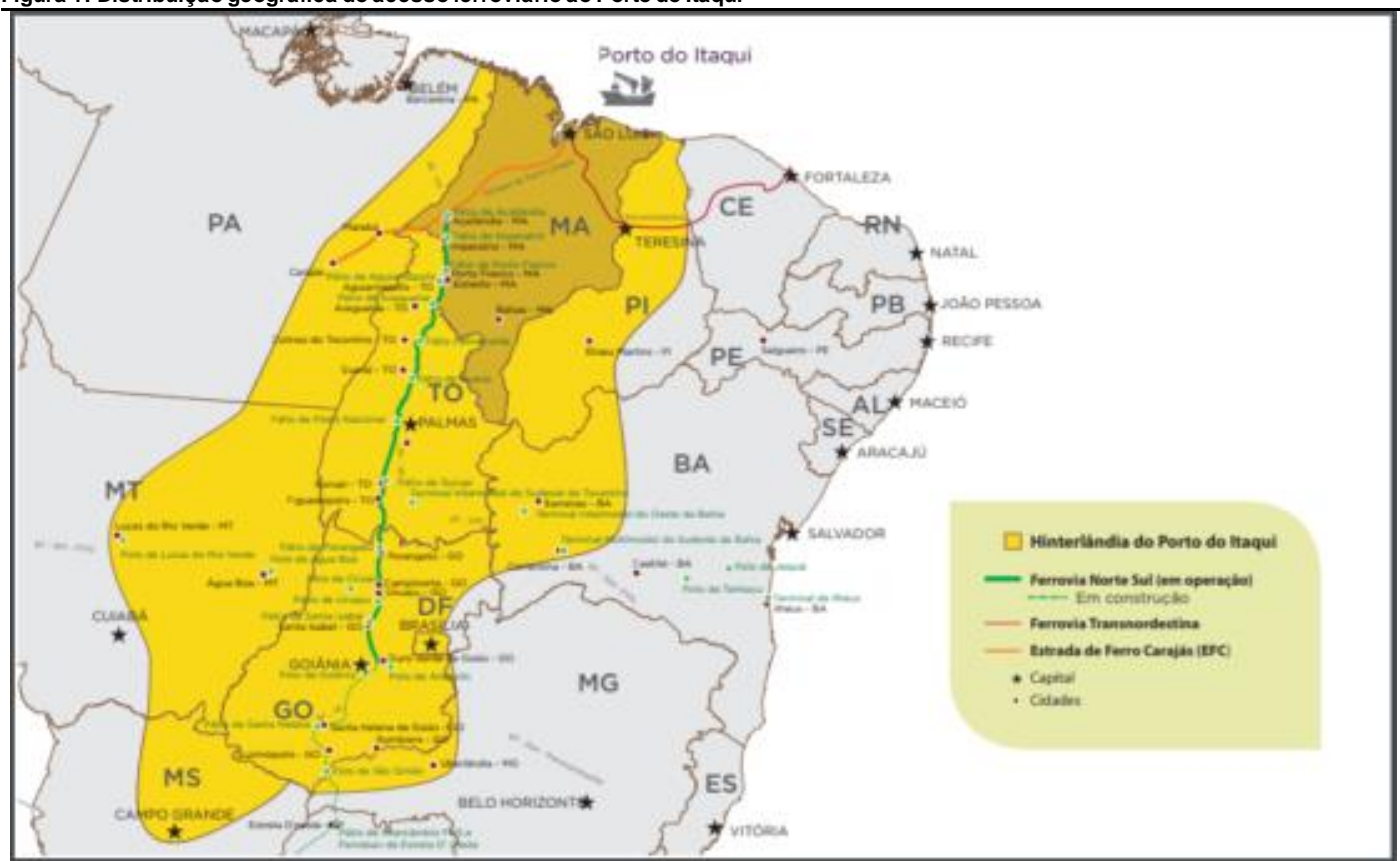
Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 7,25, em 9 de abril de 2021.

Tabela 1: Resumo dos vencedores dos terminais portuários leiloados na Infra Week

Terminal portuário	Vencedor	Participante	Valor (R\$ '000)
PEL01	CMPC	Itáú	10
IQI03	Santos Brasil	XP Investimentos	61.300
IQI11	Santos Brasil	XP Investimentos	56.000
IQI12	Santos Brasil	XP Investimentos	40.000
IQI13	Tequimar	Itáú	59.000

Fonte: B3 e BTG Pactual

Figura 1: Distribuição geográfica do acesso ferroviário ao Porto do Itaqui



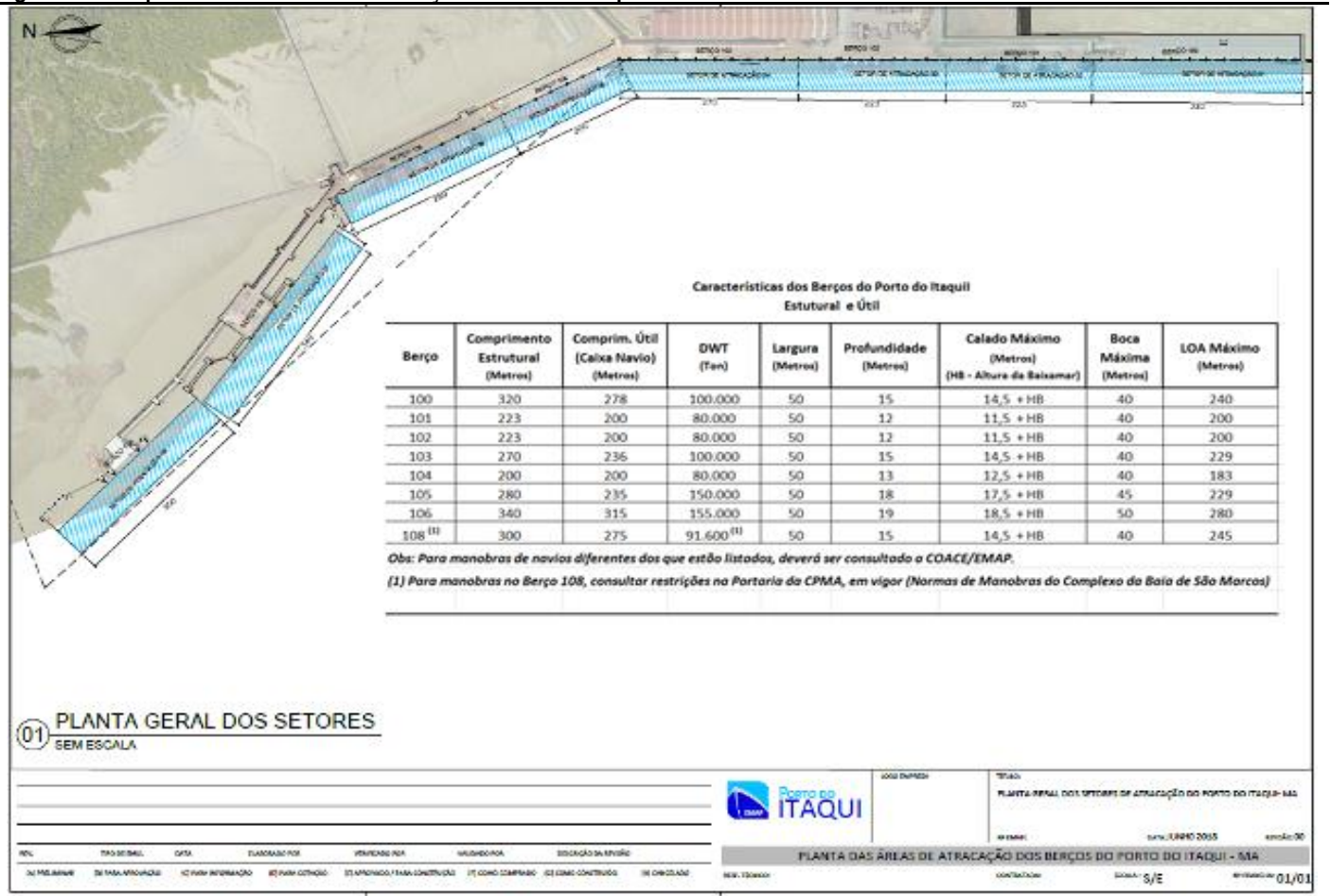
Fonte: Porto de Itaqui e BTG Pactual

Figura 2: Porto de Itaqui possui oito berços operacionais com profundidades que variam de 12m a 19m



Fonte: Porto de Itaqui e BTG Pactual

Figura 3: Principais características dos 8 berços do Porto do Itaqui



Fonte: Porto de Itaqui 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