

## Ecorodovias (ECOR3): Incorporando os novos eventos, preço-alvo reiterado

### Revisitando estimativas: Preço alvo reiterado de R\$ 17,00

Neste relatório, estamos atualizando nossas estimativas para a Ecorodovias, incorporando: (i) a oferta subsequente; (ii) a assinatura de um acordo preliminar com o estado de governo de São Paulo para resolver desequilíbrios em sua concessão da Ecovias (estimamos um VPL-Valor Presente Líquido de ~R\$ 2 bilhões); (iii) o ativo BR-153 recentemente ganho (estimamos um VPL de ~R\$ 300 milhões); e (iv) nossas últimas premissas financeiras e operacionais. Quanto ao nosso modelo, estamos mantendo nosso preço-alvo de R\$ 17/ação (56% de alta).

### Aumento de capital e melhora na capacidade do balanço

Em junho, a Ecorodovias precificou uma oferta de ~R\$ 2 bilhões (R\$ 1,7 bilhão primário e R\$ 250 milhões secundário). Os recursos da oferta serão usados para financiar novos projetos e fortalecer o balanço da empresa. A oferta também foi fundamental para concluir uma reestruturação societária, como Gruppo ASTM (um dos acionistas controladores) subscrevendo R\$ 1,2 bilhão na oferta. Portanto, a participação do grupo na empresa aumentou de 47% para 51%, tornando-se o único controlador acionista da Ecorodovias.

### TIR – Taxa interna de retorno de 8% para ECOR3

A oferta subsequente foi importante para fortalecer o poder de fogo da Ecorodovias para buscar oportunidades no setor de rodovias, que é um dos pilares da nossa tese de investimento para a empresa. Dentre as principais oportunidades, acreditamos que a empresa deve visar ativos como Nova Dutra, Litoral Paulista e as rodovias do pacote paranaense (devido ao posicionamento estratégico). Mantemos nossa classificação de Compra na ECOR3, apoiada por um cenário de infraestrutura favorável no Brasil. A preços atuais, vemos ECOR3 sendo negociado a uma atraente TIR de 8%.

### Atualização do Modelo – Principais tópicos

Neste relatório, estamos atualizando nossas estimativas para a Ecorodovias, incorporando: (i) a oferta subsequente; (ii) o recente acordo com o estado de São Paulo; (iii) BR-153; e (iv) nossas últimas premissas financeiras e operacionais.

#### 1) Oferta de ações

Os recursos da oferta serão usados da seguinte forma: (i) 85% para novos projetos de concessões rodoviárias (ii) 15% para fortalecer o balanço da empresa (dívida líquida/EBITDA estava em 3,3x contra o limite da empresa de 3,5x).

Além disso, Gruppo ASTM (um dos controladores acionistas) subscreveu R\$ 1,2 bilhão da oferta. Portanto, a participação do grupo na empresa aumentou de 47% a 51%, tornando-se o único acionista controlador da Ecorodovias. Por outro lado, a Primav,

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Lucas Marquiori

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Fernanda Recchia

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Marcel Zambello

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

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

#### Ecorodovias (ECOR3)

Data	02/08/2021
Ticker	ECOR3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	17,0
Preço (R\$)	10,9
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	7.589,23
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	857,56

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	21,9x	37,0x
EV/EBITDA	4,5x	7,0x

#### Stock Performance:



que costumava fazer parte do grupo de controle antes da oferta, vendeu parte de suas ações na oferta secundária, reduzindo sua participação na empresa de 22% a 15% e marcando sua saída do grupo de controle.

## 2) Novos projetos de concessões

Há uma quantidade considerável de leilões até o final do ano que vem, com uma estimativa de R\$ 67 bilhões de investimentos até o final deste ano (com 6 ativos) e R\$ 80 bilhões em 2022. São 32 projetos com um total de mais de R\$ 145 bilhões em investimentos até o 4T22. Dos principais empreendimentos a serem leiloados, destacamos os que acreditamos que a Ecorodovias deveria ter o maior apetite, na sequência do relatório.

### • Nova Dutra:

A rodovia Nova Dutra é um dos melhores ativos do Brasil. Liga as duas áreas mais populosas do país (São Paulo e Rio de Janeiro), com tráfego rodoviário já consolidado. Como uma concessão de 34 anos, o risco de tráfego é pequeno, o que significativamente reduz o risco de viabilidade do investimento. O governo também pretende adicionar trechos rodoviários menos lucrativos (por exemplo, a rodovia Rio-Santos). O leilão está previsto para ocorrer no 4T21. Além da Ecorodovias, esperamos também que CCR, Patria e Arteris disputem o ativo.

**Figura 1: Geografia da Nova Dutra**



Fonte: PPI e BTG Pactual

### • Litoral Paulista:

A rodovia está localizada no litoral de São Paulo, estendendo-se por 222km e conectando 12 municípios entre as cidades de Mogi das Cruzes, ainda no Planalto Paulista, até Pedro de Toledo. Será um contrato de 30 anos com R\$ 3 bilhões em investimentos previstos. O leilão está agendado para 3T21. Além da Ecorodovias, esperamos também que a CCR participe.

**Figura 2: Geografia do litoral Paulista**

Fonte: PPI e BTG Pactual

#### • Rodovias do Paraná:

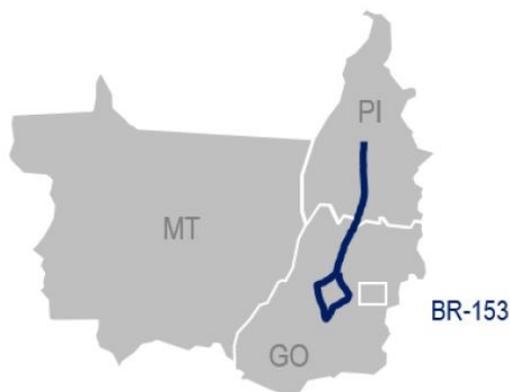
Dividida em seis trechos, a concessão tem mais de 2.000km de rodovias, com investimentos de R\$ 44 bilhões, incluindo: (i) Ecocataratas (387km - atualmente operado pela Ecorodovias), (ii) Ecovia (136km - atualmente operado pela Ecorodovias); (iii) Rodonorte (487km - atualmente operada pela CCR); (4) Viapar (484km); (v) Caminhos do PR (389km) e (vi) Econorte (312km). O governo ainda discute se vai leiloar as rodovias individualmente ou todos juntos, embora acreditemos que seja mais provável leiloá-los individualmente para atrair mais concorrência. O leilão está previsto para o final deste ano/início do próximo.

**Figura 3: Geografia das rodovias do Paraná**

Fonte: PPI e BTG Pactual

#### • BR-153:

Em abril, o consórcio Ecorodovias com GLP (65% ECOR | 35% GLP) conquistou o leilão para operação dos trechos da BR153/414/080/TO/MG, por 35 anos. A concessão tem ~851 km de rodovia. O leilão utilizou metodologia híbrida, sendo composta por (i) a menor tarifa de pedágio apresentado, correspondente a ~R\$ 0,10, (deságio de 16,25%) e (ii) o maior valor da concessão, correspondente a R\$ 320 milhões (prêmio de ~ 174%), quase 3x maior que a oferta apresentada pela CCR, outra postulante pelo ativo. Em uma avaliação preliminar, depois de incluir a taxa de concessão e aumentando ligeiramente as premissas de tráfego, alcançamos uma TIR de (7%) e VPL variando de R\$ 300-400 milhões.

**Figura 4: Geografia da BR-153**


Fonte: PPI e BTG Pactual

## 2) Rebalanceamento da rodovia Imigrantes

Em maio, a Ecorodovias divulgou fato relevante anunciando a conclusão do acordo preliminar com o governo do estado de São Paulo em relação aos desequilíbrios na concessão da Ecovias, encerrando a disputa judicial relacionada a metodologia usada para calcular os aditivos de contrato de 2006. A Ecorodovias conseguiu a prorrogação da concessão até 2033. A Ecorodovias também concordou em pagar R\$ 613 milhões ao estado de São Paulo, que serão depositados em juízo até a assinatura dos termos finais, além de R\$ 843 milhões em capex a ser investido ao longo dos anos. De acordo com nossa avaliação preliminar, o acordo representa um VPL adicional de ~ R\$ 2 bilhões para a Ecorodovias.

## 3) Novas estimativas

Ajustamos nossas estimativas para incorporar os eventos recentes. Os ajustes das estimativas de receita líquida para 2021 e 2022 (sem construção) foi de 9% e 8%, respectivamente, EBITDA de -3% e -7%, respectivamente, e nosso lucro líquido em -39% e -57%, respectivamente. Estamos mantendo nosso preço-alvo de R\$ 17 inalterado, com potencial de alta de 56% para Ecorodovias.

**Tabela 1: Comparação de estimativas do BTG (novas x antigas)**

Dados Financeiros (R\$ milhões)	Atual			Prévio			Diferença (%)		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Receita Líquida (sem construção)	3.574	3.145	3.458	3.293	2.908	3.173	8,5%	8,2%	9,0%
<b>EBITDA</b>	<b>2.324</b>	<b>2.016</b>	<b>2.352</b>	<b>2.387</b>	<b>2.176</b>	<b>2.407</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-7,3%</b>	<b>-2,3%</b>
Margem EBITDA (%)	65,0%	64,1%	68,0%	72,5%	74,8%	75,9%	-7,5 p.p.	-10,7 p.p.	-7,9 p.p.
<b>Lucro Líquido</b>	<b>347</b>	<b>205</b>	<b>312</b>	<b>566</b>	<b>480</b>	<b>624</b>	<b>-38,8%</b>	<b>-57,2%</b>	<b>-50,0%</b>
Margem Líquida (%)	9,7%	6,5%	9,0%	17,2%	16,5%	19,7%	-7,5 p.p.	-10,0 p.p.	-10,6 p.p.

Fonte: Companhia 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)