

## Hidroviás do Brasil (HBSA3): Resultado do 2T21

### Números em linha conosco; lucro líquido foi a principal surpresa

Os números do segundo trimestre da Hidroviás do Brasil estiveram em linha com nossas estimativas, com receita líquida e EBITDA sem surpresas, enquanto o lucro líquido foi a principal surpresa positiva. A receita operacional líquida consolidada aumentou 18% a/a para R\$ 412 milhões (em linha conosco), enquanto o EBITDA ajustado (com *joint ventures*) foi de R\$ 224 milhões (+ 20% a/a; em linha conosco), resultando em 54% de margem (+ 70 pontos base ano/ano e ligeiramente acima de nossos 51%). Finalmente, o lucro líquido contábil foi R\$ 98 milhões (vs. prejuízo de R\$ 8 milhões no ano passado e acima da nossa estimativa de R\$ 26 milhões). A principal diferença os nossos números referem-se aos resultados financeiros, já que este ano a empresa teve um resultado positivo de variação cambial devido à valorização do real.

### Receita do corredor norte ajudada pelo aumento das tarifas; Volumes do sul impactados pela seca

Os volumes transportados caíram 6% a/a (6% abaixo de nós), devido ao fraco desempenho na operação de cabotagem (-27% a/a; em linha conosco) e no Corredor Norte (- 12% a/a; em linha conosco). O declínio foi impulsionado principalmente por (i) um ritmo mais lento do que o esperado na retomada das operações dos clientes da Hidroviás no negócio de navegação costeira após um problema em seu cais de descarga que tem impactado os resultados da Hidroviás desde 4T20 e (ii) quebra da safra de milho no Brasil, que resultou em menor volume de grãos na operação Norte. O Corredor Sul apresentou um desempenho ano/ano positivo, impulsionado pelo aumento dos volumes transportados pela Vale (aumento de 35% a/a), mas ainda 13% abaixo da nossa previsão, impactado pelos baixos níveis de calado. As receitas operacionais líquidas do Corredor Norte foram R\$ 176 milhões (aumento de 10% a/a; em linha conosco) e o EBITDA foi de R\$ 117 milhões (aumento de 10% a/a; em linha conosco), ajudado pelo aumento real das tarifas. As receitas líquidas do Corredor Sul foram R\$ 167 milhões (+ 28% a/a; 8% abaixo de nós) e o EBITDA ajustado (com JVs) foi de R\$ 96 milhões (+ 47% a/a). O desempenho operacional foi positivamente impactado por R\$ 7 milhões relacionados à combinação de negócios que foi alocada para o corredor sul. Sem esse impacto, o EBITDA ajustado (com JVs) foi de R\$ 89 milhões (+ 36% a/a; 14% acima de nós). Por fim, as receitas operacionais da navegação Costeira foram de R\$ 63 milhões (-24% a/a; em linha conosco) e o EBITDA ajustado foi de R\$ 31 milhões (-7% a/a; estável em relação a nossa estimativa.).

### Alavancagem de 4,8x; posição de caixa ainda confortável

O investimento no 2T21 foi forte em R\$ 610 milhões (acima dos R\$ 129 milhões no último trimestre), dos quais 96% foram relacionados para a expansão. Indicamos que este CAPEX acima da média reflete a manutenção e reparo de um navio de bauxita que ocorre a cada 5 anos. A alavancagem líquida para foi 4,8x dívida Líquida/EBITDA (queda ligeira de 4,9x no último trimestre). A posição de caixa da Hidroviás caiu para R\$ 547 milhões (contra R\$ 1,1 bilhão último trimestre), explicado principalmente pelo pagamento para aquisição das operações da *Imperial Logistics* na América do Sul

#### 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)

#### Hidroviás (HBSA3)

Data	17/08/2021
Ticker	HBSA3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	11,0
Preço (R\$)	4,1
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

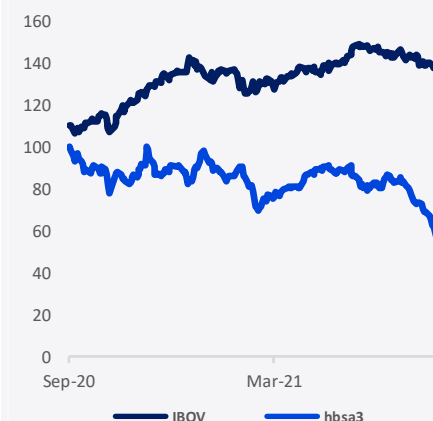
Market Cap. (RS mn)	3.132,78
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	35,30

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	8,4x	7,5x
EV/EBITDA	7,2x	6,4x

#### Stock Performance:

Agosto (%) -25,5%



(US\$ 86 milhões) em abril, bem como investimentos em expansão nas operações da companhia. Depois de concluir o processo de reestruturação de dívida no primeiro trimestre, a Hidrovias não tem mais vencimentos de dívida significativos nos próximos anos. Portanto, a posição de caixa atual mais do que cobre as suas obrigações de pagamentos de dívida até 2024.

### Corte de guidance de volume e EBITDA

Além dos resultados, a empresa também atualizou seu guidance para 2021, reduzindo suas projeções de volume e EBITDA. Mais especificamente, o volume esperado para 2021 foi revisado para baixo em 26% (no ponto médio) para 11 a 13 milhões de toneladas (vs. 16 a 17 milhões de toneladas antes e nossa estimativa de 16 milhões de toneladas). O corte foi impulsionado principalmente pelo Corredor Norte (-33%), impactado por uma redução nas exportações de milho no Brasil (algo que também estamos vendo na Rumo, com a empresa suspendendo seu guidance para 2021) e gargalos operacionais no Corredor Sul (-22%) relacionado aos níveis de água atipicamente baixos. O EBITDA para 2021 também teve corte de 20% para R\$ 630 a 710 milhões (vs. R\$ 800 a 880 milhões antes, nossos R\$ 820 milhões e o consenso de mercado de R\$ 778 milhões). Sinalizamos que a nova orientação do EBITDA reflete um cenário de não navegação por 2 meses na região de Corumbá devido ao agravamento do nível de calado. O Capex projetado para 2021 foi mantido em R\$ 900 a 1,1 bi, acima de nossos R\$ 345 milhões, principalmente devido à aquisição da Imperial (estimamos o guidance para o capex sem a Imperial da Hidrovias de R\$ 450 a 658 milhões). Os números previstos para 2025 permanecem inalterados.

### Momento de curto prazo desafiador apesar do valuation atraente; Perspectivas de longo prazo são sólidas

A revisão do guidance para 2021 corrobora nossas expectativas de desafios de curto prazo para a Hidrovias que está sendo pressionado por (i) pela safra mais fraca deste ano; (ii) dinâmica competitiva na região do MT (especialmente após reajustes tarifários reais no corredor Norte e a privatização da BR-163) e (iii) risco hidrológico no Sul. Embora vejamos a Hidrovias com uma TIR implícita muito atraente de 15,2% em termos reais, um grande prêmio para seus principais pares, esperamos que a ação continue pressionada até que haja melhor visibilidade do crescimento de curto prazo. Uma vez que a empresa entregue o crescimento esperado, a ação deve ter uma nova avaliação pelo mercado, conforme sinalizamos que a tese de investimento de longo prazo permanece intacta.

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	7,2	6,4
P/L	-	-	-799,0	8,4	7,5
Dividend Yield %	-	-	0,0	3,0	3,3
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\$ 4,12, em 16 de agosto de 2021.

## 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)