

Hidroviás do Brasil (HBSA3): Atualização do modelo

Cortando nosso preço-alvo para R\$ 8 devido a perspectiva de curto prazo mais desafiadora e guidance atualizado

Decidimos revisar nosso modelo para a Hidroviás do Brasil devido ao seu recente cortes no guidance de curto prazo (redução de volumes de 27% e corte de EBITDA de 20%, ambos em 2021, considerando o ponto médio da faixa), que agora aponta para uma perspectiva mais desafiadora de curto prazo, devido a (i) agravamento da hidrologia no corredor sul, o que dificulta a navegação na região; e (ii) impactos da safra mais fraca neste ano, especialmente para milho. Em suma, estamos ajustando nossas estimativas de receita líquida para 2021 em -19% e do nosso EBITDA ajustado de -19% e lucro líquido em -109%. Dada a natureza não recorrente destes fatores, não estamos fazendo grandes mudanças em nossas premissas de médio / longo prazo (não houve mudança nas previsões de longo prazo da empresa). Nosso preço-alvo está agora em R\$ 8 (vs. R \$ 11 antes), ainda com potencial de 89% de alta. Estamos mantendo nossa classificação de Compra intacta, pois acreditamos que os níveis de valuation atuais já incorporam uma perspectiva mais difícil de curto prazo à frente, enquanto no longo prazo os fundamentos econômicos permanecem praticamente intactos.

O preço das ações já incorpora um cenário desafiador à frente

Com queda de 44% desde seu IPO, o desempenho das ações da Hidroviás do Brasil é sempre um tema debatido entre os investidores. Em nossa opinião, as principais preocupações que afetam o ação desempenho são: (i) aumento nas taxas de juros de longo prazo, dado o perfil de fluxo de caixa de longa duração (duration); (ii) dinâmica competitiva de curto e longo prazo na região do Mato Grosso (MT), devido a perspectiva de instalação de mais capacidade de transporte na região, como projetos ferroviários como o Lucas do Rio Verde (espera-se que a Rumo assine o projeto hoje) e Ferrogrão (que a Hidroviás estuda junto com outra companhia (iii) a safra mais fraca este ano, principalmente de milho, que está prejudicando a HBSA, assim como outras empresa da região; (iv) risco hidrológico, principalmente na região Sul do continente, que mais uma vez enfrenta um ano mais seco do que o normal (depois de um já difícil 2020); (v) cortes em seu guidance para o ano de 2021, dada a perspectiva desafiadora de curto prazo; e (vi) em termos de macro, o ambiente global de aversão ao risco, que em última instância afeta a liquidez das ações.

Apesar da falta de catalisadores de curto prazo, o valuation ainda é atraente

Em suma, apesar da falta de gatilhos de curto prazo, a ação é inegavelmente barata, e o recente desempenho inferior nos parece bastante exagerado, com a empresa negociando a uma TIR real de 12,5%, ~ 400 pontos base acima de seus pares mais próximos. Do ponto de vista da empresa, também sinalizamos que a

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

Hidroviás (hbsa3)

Data	20/09/2021
Ticker	HBSA3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	8,0
Preço (R\$)	4,2
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

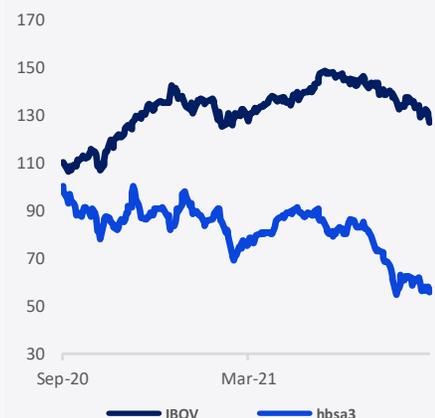
Market Cap. (RS mn)	3.224,02
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	16,76

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	n.m	14,6x
EV/EBITDA	10,8x	8,5x

Stock Performance:

Setembro (%) -4,5%



companhia entregou muito do que foi prometido durante o IPO, como novos projetos (Porto Velho e Imperial), reajustes de preços e melhora da visibilidade do longo prazo (guidance de 5 anos). Olhando no longo prazo, acreditamos que os catalisadores estão praticamente intactos, com a empresa beneficiando-se das perspectivas positivas para o mercado de grãos brasileiro. Vemos as atualizações em Lucas do Rio Verde como o principal obstáculo de curto prazo para a ação, enquanto notícias positivas para Ferrogrão podem ser um importante gatilho.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
EV/EBITDA	0,0	12,5	10,8	8,5	7,2
P/L	0,0	-49,2	-101,0	14,6	11,2

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\$ 4,24, em 17 de setembro de 2021.

Tópicos de discussão

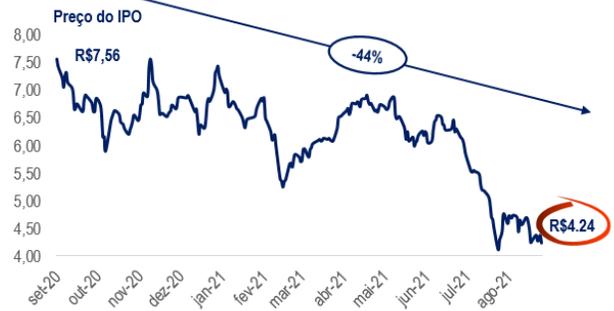
Estamos aproveitando a oportunidade para revisar nossas projeções. Além disso, também estamos fornecendo mais detalhes em: (i) desempenho das ações; (ii) a dinâmica competitiva na região do MT; (iii) impactos de safras mais fracas; (iv) risco hidrológico no Corredor Sul; e (v) guidance revisado.

1) Desempenho da ação

Com queda de 44% desde o IPO, o desempenho das ações da Hidrovias do Brasil é sempre um ponto de atenção entre os investidores. Em nossa opinião, as principais preocupações que afetam o desempenho da ação são:

- (i) Aumento nas taxas de juros de longo prazo, dado o fluxo de caixa de longo prazo da empresa na maturidade;
- (ii) Dinâmica competitiva no MT, com perspectivas de aumento de capacidade de transporte na região, como o projeto da ferrovia Lucas do Rio Verde (com a Rumo prevista para assinar o projeto) e Ferrogrão (que a Hidrovias estuda junto com outra empresa);
- (iii) Impactos da safra mais fraca deste ano, principalmente para o milho, que está prejudicando a companhia;
- (iv) Risco de hidrologia, que enfrenta uma seca maior do que o normal (após um já difícil de 2020);
- (v) O corte em suas projeções para 2021 dada o desafiador curto prazo; e
- (vi) Em termos de ação, o ambiente global de aversão ao risco, que em última instância afeta a liquidez das ações.

Em suma, apesar da falta de gatilhos de curto prazo, a ação está inegavelmente barata, e o baixo desempenho recente parece bastante exagerado. Do lado da empresa, nós também sinalizamos que a companhia que entregou muito do que foi prometido durante o IPO, como novos projetos (Porto Velho e Imperial), aumento de preços e melhora da visibilidade de longo prazo (5 anos de guidance).

Gráfico 1: Desempenho de HBSA3 desde o IPO (em R\$)


Fonte: Bloomberg, em 17 de setembro de 2021 e BTG Pactual

2) Dinâmica competitiva na região do MT

Dois eventos importantes ocorreram desde o IPO que acreditamos que poderiam impactar a dinâmica competitiva no Corredor Norte daqui para frente:

a) Privatização da BR-163: Em julho-21, a Via Brasil venceu o leilão da BR-163, oferecendo um desconto de 8,1% na tarifa máxima (~ R\$ 0,08 por km) e conquistando o direito de comercializar o trecho por 10 anos. Lembramos que a pavimentação da BR-163 foi concluída no final de 2019, alterando a logística de exportação para grande parte da região Norte do MT e contribuindo para a diminuição da custos de frete e aumento da produtividade na região. No entanto, com o leilão, esperamos aumento no custo do frete devido ao pedágio da rodovia (esperado para 2023), o que poderia ser parcialmente compensado por uma melhora nas condições de manutenção da rodovia.

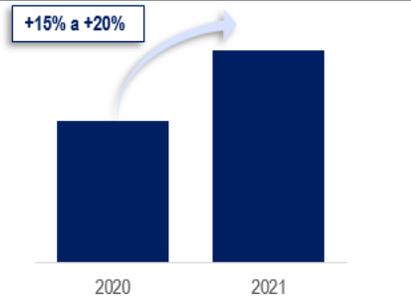
Tabela1: Resultado do leilão da BR-163/230/MT/PA

BR-163/230/MT/PA			
Posição	Participante	Tarifa (R\$/km)	Desconto
Primeiro colocado	Consortio Via Brasil	0,079	-8,1%

Fonte: B3 e BTG Pactual)

b) Aumento da tarifa real: Neste ano, a Hidrovias do Brasil conseguiu aumentar sua tarifa no corredor norte em 15-20% ao ano. Embora a empresa tenha ganhado participação de mercado (espera-se que termine o ano em 39%, ante 37% em 2020), esperamos que o aumento de preço altere a atratividade relativa do corredor norte. Além disso, sinalizamos que o recente ganho de mercado participação também foi suportada pelo gargalo de capacidade no Porto de Santos.

Gráfico 2: Aumento tarifário da Hidrovias no Corredor Norte

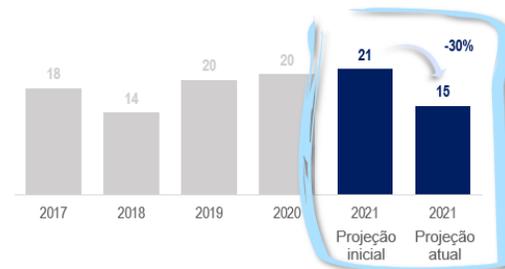


Fonte: Hidrovias do Brasil e BTG Pactual

3) Impactos da safra mais fraca

O clima mais seco durante a época de plantio do milho está pressionando volumes. A Safrinha atualmente responde por ~ 73% para a produção de milho do Brasil, da qual Mato Grosso (MT) representa 46%. O plantio de milho no estado foi atrasado devido ao atraso na colheita da soja (o mesmo ocorreu em outras regiões), e tivemos apenas 45% de terreno semeado após a estação ideal. Isso não implica necessariamente que os rendimentos serão menores, mas o risco disso é maior. Sinalizamos que este é um evento não recorrente e deve melhorar nos próximos anos.

Gráfico 3: Exportação de milho no Mato Grosso (em milhões de toneladas)



Fonte: Comexstat, Agriconsult, Hidrovias do Brasil e BTG Pactual

4) Risco de hidrologia no Corredor Sul

Os níveis dos rios permanecem abaixo da média histórica, afetando as condições de navegação ao longo da Hidrovia Paraná-Paraguai. É importante sinalizar que a área mais crítica em termos do nível de calado está no trecho norte da hidrovia, que tem um calado de rio mais baixo (~ 6,4 pés) e é geralmente usado para transporte de minério de ferro. Sinalizamos que a empresa tem conseguido operar ao longo deste trecho usando a frota da Imperial, que é capaz de navegar em trechos de apenas 6,3 pés. As condições de navegação ao longo do trecho sul do rio são mais viáveis (a região transporta principalmente grãos).

Indicamos que a Hidrovias do Brasil não foi afetada pela interferência do governo nos níveis de água no Brasil (visando a manutenção dos níveis dos reservatórios), uma vez que essas iniciativas são sendo realizado em outros sistemas fluviais como a Hidrovia do Tietê, onde a companhia não possui negócios. Olhando para o futuro,

acreditamos que o crescimento inorgânico adicional permanece uma opção para a companhia, principalmente nas operações do corredor Sul. A Hidrovias do Brasil é um consolidador de mercado natural na região.

5) Guidance

Quando a empresa divulgou seus resultados do 2T21, ela também atualizou sua orientação para o ano de 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 nossas 16 milhões de toneladas projetadas). O corte foi devido principalmente ao Corredor Norte (-33%), impactado pela redução nas exportações de milho (algo que também estamos vendo na Rumo, com a empresa suspendendo seu guidance para o ano de 2021) e gargalos operacionais no Corredor Sul (-22%) relacionado aos níveis de água atipicamente baixos. O EBITDA para 2021 foi também cortado em 20% para R\$ 630 a 710 milhões (vs. R\$ 800 a 880 milhões antes, nossos R\$ 820 milhões e consenso de mercado de R\$ 778 milhões). Indicamos que o novo guidance de EBITDA reflete um cenário de não navegação por 2 meses na região de Corumbá devido ao agravamento do nível de calado. A previsão de Capex para 2021 foi mantida em R\$ 900 a 1,1 bilhões, acima dos nossos R\$ 345 milhões, principalmente devido à aquisição da Imperial (estimamos o guidance para capex sem a Imperial de R\$ 450 a 658 milhões). Os números previstos para 2025 permanecem inalterado.

Tabela 2: Comparação entre o guidance da Hidrovias do Brasil e estimativas do BTG

	BTGe		Guidance		Guidance vs. BTGe			
	2021E	2025E	2021E	2025E	2021E (menor)	2021E (maior)	2025E (menor)	2025E (maior)
Volume (kilo toneladas)	11.439	25.111	11200 - 13000	23900 - 26400	2%	-12%	5%	-5%
Corredor Norte	4.707	10.642	4500 - 5100	10200 - 11200	5%	-8%	4%	-5%
Corredor Sul	3.792	5.880	3400 - 4600	5500 - 6100	12%	-18%	7%	-4%
Navegação Costeira	2.608	4.773	2800 - 3000	4500 - 5000	-7%	-13%	6%	-5%
Santos/Sal	332	3.816	300 - 300	3700 - 4100	11%	11%	3%	-7%
EBITDA ajustado (R\$ milhões)	642	1.356	630 - 710	1350 - 1500	2%	-10%	0%	-10%
Capex (R\$ milhões)	1.082	2.817	900 - 1100	2550 - 3000	20%	-2%	10%	-6%

Fonte: Hidrovias do Brasil e BTG Pactual

6) Novas estimativas

Com base no nosso cenário mencionado acima, estamos reduzindo nossos números. Nós estamos agora assumindo: (i) volumes de 2021 e 2025 de 11,4 milhões e 25,1 milhões de toneladas, respectivamente (vs. orientação de 11,2 a 13,0 milhões de toneladas e 23,9 a 26,4 milhões de toneladas, respectivamente); (ii) Estimativa de Ebitda para 2021e e 2025 de R\$ 656 milhões e R\$ 1,4 bilhão, respectivamente (vs. guidance de R\$ 630 a 710 milhões e R\$ 1,3 a 1,5 bilhões, respectivamente); e (iii) Capex em 2021 de R\$ 1,1 bilhão e R\$ 2,8 bilhões no período entre 2021 a 2025 (vs. guidance de R\$ 0,9 a 1,1 bilhões e R\$ 2,6 a 3,0 bilhões, respectivamente).

Em comparação com nossas estimativas anteriores, estamos ajustando nossa receita líquida de 2021 em -19% nosso EBITDA ajustado em -19% e lucro líquido em -109%. Dessa forma, reduzimos nosso preço-alvo de R\$ 11 para R\$ 8, ainda rendendo 89% de potencial. Estamos mantendo nossa classificação de compra intacto, pois acreditamos que os níveis de valuation atuais já incorporam um cenário de curto prazo mais desafiador. Entretanto, os fundamentos econômicos de longo prazo permanecem praticamente intactos.

Tabela 3: Resumo das principais mudanças do BTG

Consolidado (R\$ milhões, IFRS)	Atual		Anterior		Mudança	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Receita Líquida	1.369	1.989	1.688	1.852	▼ -19%	▲ 7%
EBITDA Ajustado	642	873	794	877	▼ -19%	▼ 0%
<i>Margem EBITDA ajustada (%)</i>	47%	44%	47%	47%	▼ -0,1p,p,	▼ -3,5p,p,
Lucro Líquido	-32	221	371	417	▼ -109%	▼ -47%
<i>Margem Líquida (%)</i>	-2%	11%	22%	23%	▼ -24,3p,p,	▼ -11,4p,p,

Fonte: Hidrovias do Brasil e BTG Pactual. Nota: O EBITDA ajustado inclui os impactos de hedge accounting, equivalência patrimonial, despesas não recorrentes e JVs.

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