

Ecorodovias (ECOR3 – Compra)

Novas concessões e redução no tráfego

Atualizamos nossas projeções para Ecorodovias, incluindo a mais nova concessão adquirida (Ecovias do Serrado), que pode vir a iniciar a cobrança de pedágio no 4T20. Com isso, o Preço Justo para ECOR3 subiu de R\$ 15,50 para R\$ 15,90, mantendo a recomendação de Compra. Nossas projeções não levam em conta o acordo com o Ministério Público de São Paulo (R\$ 650 milhões), porque a empresa não forneceu detalhes de sua contabilização. As boas aquisições de três novas concessões e a forte baixa dos juros, beneficiaram muito a Ecorodovias até o 1T20. Porém, as restrições de movimentação, determinadas para o combate à pandemia de Covid-19, impactaram severamente o tráfego nas rodovias administradas pela empresa no 2T20. Esperamos que o fim da maioria das restrições a partir de julho, possa permitir a volta à normalidade na movimentação de veículos. As ações da Ecorodovias têm apresentado um bom desempenho ultimamente. Nos últimos doze meses ECOR3 subiu 26,4%, enquanto o Ibovespa teve uma queda de 5,1%. Assim, o potencial de alta desta ação não é grande (10%). Vale ainda citar que a Ecorodovias deve realizar uma oferta de ações expressiva nos próximos meses, com provável impacto negativo na ação.

É importante destacar os seguintes pontos da Ecorodovias:

- **Tráfego:** No 1T20, o tráfego comparável caiu 3,8%, mas cresceu 21,2%, considerando as novas concessões (Eco135 e Eco050). Tendo em conta os números semanais divulgados pela empresa desde o início das restrições de movimentação, estimamos que o tráfego total caiu 19% no 2T20 (incluindo Eco135 e Eco050);
- **Aquisições:** A empresa realizou três aquisições de concessões recentemente (Eco050, Eco135 e Ecovias do Serrado), que acrescentaram 1,2 mil quilômetros às rodovias administradas. Com isso, o prazo médio das concessões aumentou em 6 anos e 1 mês, totalizando agora 17 anos e 7 meses;
- **Endividamento:** Ao final do 1T20, a Ecorodovias apresentava uma dívida bruta elevada (R\$ 8,9 bilhões), sendo que R\$ 3,4 bilhões venciam no restante do ano. Porém, no 2T20 a empresa já captou R\$ 1,5 bilhão, reduzindo os vencimentos em 2020 para R\$ 1,8 bilhão (queda de 45,9%). Em julho, foi anunciada a captação de mais R\$ 1 bilhão através de debêntures;
- **Lançamento de ações:** Na teleconferência de resultados do 1T20, a diretoria da empresa colocou a possibilidade de uma emissão de ações. A Ecorodovias realmente precisa de recursos para reduzir seu endividamento, financiar o ousado programa de investimentos para 2020 (R\$ 2,1 bilhões - 60,6% acima do realizado em 2019) e ter recursos para participar dos próximos leilões de concessões. A empresa ainda não tem definidos valores ou datas para esta operação;
- **Reconhecimento de desequilíbrio:** A Agência Reguladora de Serviços Públicos Delegados de Transporte do Estado de São Paulo (Artesp), reconheceu no dia 6/julho, a ocorrência de desequilíbrio econômico-financeiro no contrato da controlada Ecovias dos Imigrantes, cujo valor atualizado em junho de 2020 chega a R\$ 1,6 bilhão. A forma de compensação para a Ecovias deve ser a extensão do prazo de concessão.

Luiz Francisco Caetano, CNPI

lcaetano@planner.com.br

+55 11 2172-2564

Disclosure e certificação do analista estão localizados na última página deste relatório.

Dados da Ação

Cotação atual (R\$)	R\$ /ação	14,41
Preço justo	R\$ /ação	15,90
Potencial	%	10
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	8,01 - 19,22
Total de ações	milhões	558,7
Ações Ordinárias	%	100,0
Free Float	%	25,9
Vol. Méd, diário (1 mês)	R\$ milhões	72,97
Valor de Mercado	R\$ milhões	8.051

Desempenho da Ação

	Dia	Ano	52 Sem.
ECOR3	-3,3%	-11,6%	26,4%
Ibovespa	-0,6%	-14,3%	-5,1%

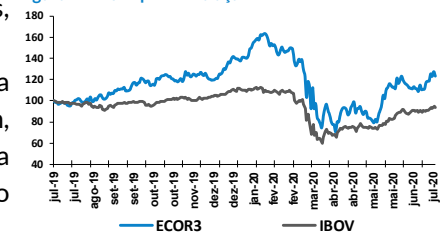
Cotação de 09/07/2020

Principais Múltiplos

	2019	2020E	2021
P/L (x)	-	30,1	21,8
VE/EBITDA (x)	11,5	8,5	7,1
ROE (%)	59,7	43,6	46,3
Div. Líq./EBITDA (12m) (x)	4,9	4,2	3,7
Receita Líquida (R\$ mm)	3.953	3.787	4.196
Lucro Líquido (R\$ mm)	-185	268	370
Margem Bruta (%)	38,0	41,7	44,6
Margem EBITDA (%)	34,5	50,1	55,7
Margem Líquida (%)	-4,7	7,1	8,8
Payout (%)	-	50,0	50,0
Retorno Dividendo (%)	-	1,7	2,3
Cotação/VPA (x)	10,1	13,1	10,1

Fonte: Economática. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economática.

Além deste, a Ecovias tem outros pedidos de reequilíbrio junto ao Poder Concedente, que somados podem levar a um aumento do prazo de sua concessão entre seis e oito anos;

- **Novos leilões:** Os problemas derivados da pandemia impediram a continuação dos leilões de concessões, mas há uma boa lista do Governo Federal para ser realizada. As concessões que devem ser leiloadas são da NovaDutra, BR-101 em Santa Catarina, BR-153 entre Goiás a Tocantins, lote BR-381 e BR-262 de Minas Gerais ao Espírito Santo, BR-163 no Pará; Rio-Teresópolis e a Rio-Juiz de Fora. Acreditamos que a Ecorodovias tem no seu endividamento um limitador para participar nestes leilões.

Acordo com o MPSP: Em abril/2020, a controlada Ecovias assinou o com o Ministério Público do Estado de São Paulo (MPSP), um acordo de não persecução cível no qual a empresa terá de dispendar R\$ 638 milhões + R\$ 12 milhões de multas.

A Ecorodovias não informou como vai contabilizar este acordo, mas isso vai determinar a redução dos resultados da empresa neste ano.

As formas de pagamento do valor acordado serão as seguintes: Construção de obras de interesse público, não previstas no contrato de concessão da Ecovias (R\$ 450 milhões), desconto tarifário de 10% dos usuários das Rodovias Imigrantes e Anchieta, nas praças de pedágio da Ecovias localizadas em Riacho Grande e Piratininga por 90 dias (R\$ 150 milhões), pagamento de seis parcelas de R\$ 6 milhões (R\$ 36 milhões) ao Governo do Estado e mais multas e outros no valor de R\$ 14 milhões.

A empresa estimou que o gasto médio anual será de R\$ 48 milhões para quitação do acordo.

Como consequência da assinatura deste acordo, o MPSP vai encerrar os procedimentos e discussões de natureza cível, administrativa ou sancionatória contra a Ecovias.

Vale lembrar que em agosto de 2019 a Ecorodovias e suas controladas, assinaram um Acordo de Leniência com o Ministério Público Federal (MPF) - Procuradoria da República no Paraná. Os valores envolvidos no acordo totalizaram R\$ 400 milhões.

Ecovias do Serrado: Esta concessão foi adquirida no leilão realizado em setembro de 2019, da constituída da BR-364/365/GO/MG, no trecho de 437 quilômetros entre os entroncamentos com a BR-060 (Jataí-GO) e a LMG-479 (Contorno Oeste de Uberlândia-MG). O prazo da concessão é de 30 anos. Segundo o edital do leilão, os investimentos previstos são de R\$ 4,59 bilhões, sendo R\$ 2,06 bilhões referentes aos gastos em melhorias e intervenções com mais R\$ 2,53 bilhões de custos operacionais.

O contrato desta concessão foi assinado em fevereiro/2020, sendo que o início da cobrança do pedágio estava inicialmente planejado para janeiro de 2021, mas poderá ser adiantado para outubro deste ano. O tráfego é estimado em 33 milhões de veículos equivalentes ao ano, próximo do número obtido pela Eco135.

Tráfego crescendo com adição de novas concessões: O tráfego total durante o 1T20 nas nove concessões rodoviárias administradas pela Ecorodovias cresceu 21,2%, comparado ao mesmo trimestre do ano passado. Este forte aumento ocorreu com a adição de duas novas concessões

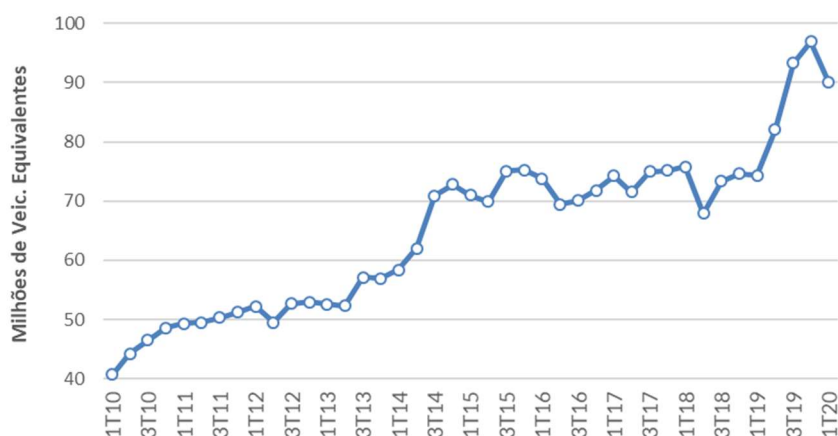
10 de julho de 2020

(Eco135 e Eco050). Desconsiderando as novas concessões, o tráfego total diminuiu 3,8%, já refletindo os primeiros efeitos das restrições de movimentação com a pandemia.

Neste ano, o tráfego comparável nas concessões da Ecorodovias, em relação ao mesmo mês de 2019, cresceu 0,7% em janeiro e também em fevereiro (9,3%). Os efeitos das restrições de movimentação começaram a afetar o tráfego em março (-5,5%) e tiveram seu pior momento em abril, com uma queda de 19,0%. Esta diminuição foi amenizada em maio, quando o percentual de redução em relação a maio/19 ficou em 11,9% e bem melhor em junho (-6,1%).

No gráfico seguinte pode se ver um salto no volume de tráfego a partir do 2T19, sendo que isso se deveu ao início da cobrança de pedágio durante aquele trimestre na Eco135 e Eco050.

Figura 1: Ecorodovias – Evolução do Tráfego



Fonte: Ecorodovias

Após o início das restrições de movimentação determinadas pelos governos para combate à pandemia, na segunda quinzena de março, a Ecorodovias tem divulgado semanalmente seus dados operacionais. O tráfego total comparável (sem Eco135 e Eco050) caiu 18,9% entre 16/março a 7/julho (início da quarentena até a última terça-feira), em relação a um período similar de 2019 (18/3 a 9/7). Na mesma base, o tráfego acumulado deste ano caiu 13,4% em relação ao mesmo período de 2019. Os dados sem as duas rodovias é o que permite melhor comparação, dado que estas concessões foram agregadas no primeiro semestre de 2019, sendo a Eco135 em abril/19 e Eco050 em junho/19.

10 de julho de 2020

Ecorodovias - Tráfego por Concessionária

<i>mil veículos equivalentes</i>	18/3 a 9/7/19	16/3 a 7/7/20	Var.	2019	2020	Var.
Ecovias dos Imigrantes	17.759	13.941	-21,5%	31.081	27.045	-13,0%
Ecopistas	26.358	15.953	-39,5%	44.719	33.723	-24,6%
Ecovias Caminho do Mar	4.774	5.245	9,9%	8.216	9.217	12,2%
Ecocataratas	8.031	6.697	-16,6%	13.730	12.972	-5,5%
Ecosul	8.726	8.518	-2,4%	13.291	13.326	0,3%
Eco101	14.304	12.401	-13,3%	24.445	22.502	-7,9%
Ecoponte	9.045	5.576	-38,4%	15.001	11.463	-23,6%
Total Comparável	88.997	68.330	-23,2%	150.483	130.248	-13,4%
Eco135	8.761	8.380	-4,3%	8.585	15.274	77,9%
Eco050	13.045	13.176	1,0%	21.273	21.860	2,8%
Total Consolidado	110.803	89.886	-18,9%	180.340	167.383	-7,2%

Fonte: Ecorodovias

Situação financeira: A Ecorodovias tem um endividamento elevado, com grande concentração no curto prazo, que vai exigir novas emissões e rolagens no curto prazo, assim como alguma capitalização, se a empresa quiser dispor de fundos para os próximos leilões de concessões, que devem ocorrer em breve.

A dívida líquida consolidada da Ecorodovias ao final de março/2020 era de R\$ 6,8 bilhões, que cresceu 35,1% em doze meses e 3,1% no trimestre, com os maiores investimentos em novas concessões. No 1T20, a relação dívida líquida/EBITDA ficou em 3,2x, vindo do mesmo valor no trimestre anterior e 2,9x no 1T19.

Ecorodovias - Endividamento

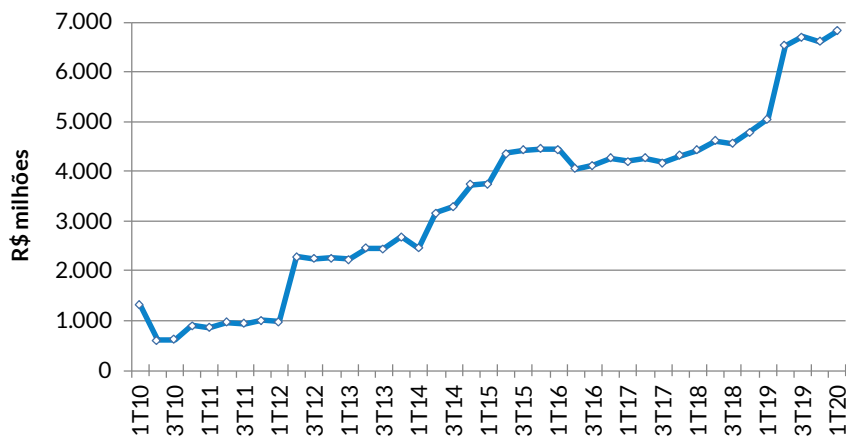
<i>R\$ milhões</i>	1T19	4T19	1T20	1T20/4T19	1T20/1T19
Curto Prazo	1.586	3.295	3.420	3,8%	115,6%
Longo Prazo	6.061	5.384	5.478	1,7%	-9,6%
Dívida Bruta	7.647	8.679	8.898	2,5%	16,4%
Caixa	2.599	2.069	2.080	0,5%	-20,0%
Dívida Líquida	5.048	6.610	6.818	3,1%	35,1%
Dívida Líquida/EBITDA	2,9x	3,2x	3,2x	-	-

Fonte: Ecorodovias

Uma das principais razões para o crescimento do endividamento foi a elevação dos investimentos, requerida pelas novas concessões. Em 2019, a Ecorodovias investiu R\$ 1,3 bilhão, valor 45,9% maior que os R\$ 888 milhões gastos no ano anterior (+R\$ 408 milhões). Deste total, 18,5% foram investidos nas novas concessões (R\$ 238 milhões). Para 2020, os investimentos estimados são ainda maiores (R\$ 2,1 bilhões), 60,6% acima dos realizados em 2019.

Para financiar investimentos e permitir a empresa competir novos leilões, a diretoria colocou durante a teleconferência dos resultados do 1T20 a possibilidade uma captação através da emissão de ações.

Figura 2: Ecorodovias - Evolução da Dívida

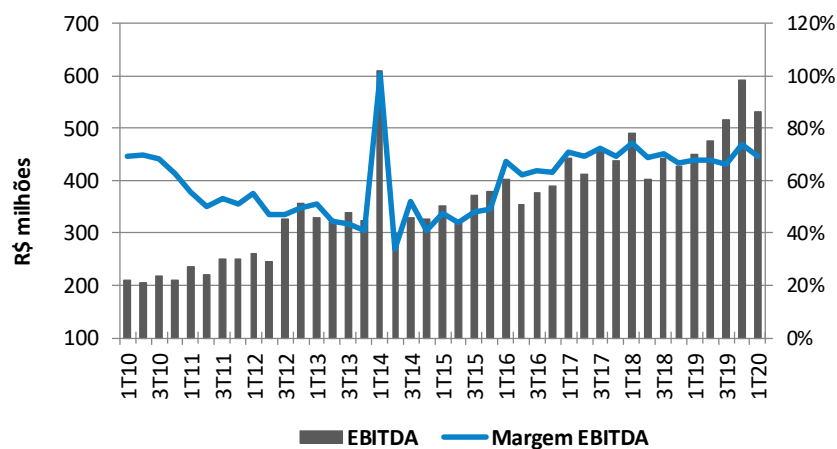


Fonte: Ecorodovias

Em março de 2020, a Ecorodovias tinha dívidas ainda vencíveis no ano de R\$ 3,4 bilhões e R\$ 951 milhões em 2021. Porém, no 2T20 a empresa fez captações de R\$ 1,2 bilhão na holding, R\$ 250 milhões na Ecosul e R\$ 65 milhões no Ecoporto, somando R\$ 1.545 milhões. Com isso, os compromissos que venceriam ainda este ano caíram para R\$ 1,8 bilhão (queda de 45,9%), mas com aumento de 33,1% nos vencimentos para 2021. Em julho, a Ecorodovias anunciou a captação de R\$ 1 bilhão, através de debentures simples com vencimento em três anos.

Bons resultados: Os números da Ecorodovias no 1T20 apresentaram crescimento de receita com novas concessões rodoviárias e aumento do lucro, mesmo com uma grande elevação dos custos financeiros. O lucro líquido ajustado no 1T20 de R\$ 103 milhões (R\$ 0,18 por ação), valor 13,6% maior que o resultado nas mesmas bases do trimestre anterior e 23,0% acima do 1T19.

Figura 3: Ecorodovias - EBITDA e Margens Trimestrais



Fonte: Ecorodovias

10 de julho de 2020

O EBITDA consolidado pró-forma no 1T20 foi de R\$ 530 milhões, 17,8% acima do 1T19, com aumento de 1,3 ponto percentual na margem. Este ganho foi decorrente do incremento de receitas, além dos custos controlados.

Ecorodovias - Resumo dos Resultados Projetados

R\$ milhões	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Receita Líquida	3.169	3.953	3.787	4.196	4.375
Lucro Bruto	1.389	1.504	1.580	1.872	1.951
Despesas Operacionais	-223	-708	-307	-314	-334
Desps. Gerais, Administrativas e com Vendas	-210	-291	-304	-314	-334
Outras Rec. (Desp.) Operacionais	-13	-417	-3	0	0
Resultado Operacional (EBIT)	1.166	796	1.273	1.558	1.617
Result. Financ. Líquido	-461	-700	-765	-836	-927
Resultado Antes do I. R e C. Social	705	96	508	722	689
I.R e Contr. Social	-323	-281	-240	-352	-336
Participações Minoritárias	-8	0	0	0	0
Resultado Líquido	375	-185	268	370	353
Lucro por Ação	0,67	-0,33	0,48	0,66	0,63
EBITDA	1.618	1.363	1.896	2.337	2.441
Margem Bruta	43,8%	38,0%	41,7%	44,6%	44,6%
Margem EBITDA	51,0%	34,5%	50,1%	55,7%	55,8%
Margem Líquida	11,8%	-4,7%	7,1%	8,8%	8,1%

Fonte: Ecorodovias e Planner Corretora

Parâmetros do Rating da Ação

Nossos parâmetros de rating levam em consideração o potencial de valorização da ação, do mercado, aqui refletido pelo Índice Bovespa, e um prêmio, adotado neste caso como a taxa de juro real no Brasil, e se necessário ponderação do analista. Dessa forma teremos:

Compra: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for superior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Neutro: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for em linha com o potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Venda: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for inferior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

EQUIPE

Mario Roberto Mariante, CNPI*
mmariante@plannercorretora.com.br

Karoline Borges
kborges@plannercorretora.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI
lcaetano@plannercorretora.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins, CNPI
vmartins@plannercorretora.com.br

Ricardo Tadeu Martins, CNPI
rmartins@planner.com.br

DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pela Planner Corretora e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas das companhias analisadas e de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada ou redistribuída sem prévio consentimento da Planner Corretora de Valores.

O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Planner Corretora.

As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas em julgamento do(s) analista(s) de investimento envolvido(s) na sua elaboração ("analistas de investimento") e são, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Instrução CVM 598/18:

O(s) analista(s) de investimento declara(m) que as opiniões contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Planner Corretora e demais empresas do Grupo.