

# Ecorodovias (ECOR3 – Compra)

## Muitos desafios

A Ecorodovias tem vários desafios para 2021, que vão da recuperação do tráfego em meio às novas restrições de circulação, passando pelo vencimento de duas concessões ao final do ano, disputas milionárias com os poderes concedentes e uma necessária capitalização através da emissão de ações. Nos primeiros meses do ano, o tráfego dos veículos pesados vinha crescendo forte, mas a movimentação dos leves continuava fraca. As novas medidas de distanciamento social tomadas por vários estados nos últimos dias, devem complicar ainda mais esta retomada. O “esfriamento” do mercado de ações também é um complicador para o *follow-on* da empresa, que deverá ser realizado até setembro/2021. Com isso, revisamos as projeções da Ecorodovias, reduzindo o Preço Justo de ECOR3 para R\$ 14,00/ação, vindo de R\$ 15,90. Mantivemos a recomendação de Compra, mas sabemos das dificuldades da companhia no curto prazo, que devem impactar negativamente a ação.

É importante destacar os seguintes pontos da Ecorodovias:

- **Tráfego:** Segundo os dados fornecidos semanalmente pela empresa, o tráfego comparável em 2021, até o dia 14/março, mostrou uma redução de 3,9%. Considerando todas as concessões, este número é positivo em 5,4%. É importante lembrar que com as novas medidas restritivas adotadas em vários estados, a movimentação de veículos nas estradas deve diminuir nos próximos dias. Para 2021, a empresa espera que o tráfego volte ao patamar de 2019, o que seria um aumento de 8,9% comparado a 2020;
- **Receita:** O faturamento da Ecorodovias em 2021 será negativamente afetado pelo vencimento em novembro das concessões da Ecocataratas e Ecovia Caminho do Mar. Por outro lado, o início da cobrança em mais duas praças da Ecovias do Cerrado, ainda em março, vai ajudar na receita do ano;
- **Ecovias:** Em junho/2020, a Agência Reguladora de Serviços Públicos Delegados de Transporte do Estado de São Paulo (Artesp), reconheceu a ocorrência de desequilíbrio econômico-financeiro no contrato da Ecovias dos Imigrantes. O valor atualizado na época chegava a R\$ 1,6 bilhão. Estes e outros desequilíbrios que estão sendo negociados com a Artesp, podem levar a um aumento no prazo de concessão entre seis e oito anos. Originalmente, esta concessão vence em junho de 2026. A conclusão desta negociação será uma excelente notícia, dado que a Ecovias é a mais importante concessão da Ecorodovias, com o seu EBITDA sendo equivalente a 38% do total consolidado;
- **Ecoporto:** O Ministério de Infraestrutura não renovará o contrato de arrendamento da controlada Ecoporto Santos, que vence em junho/2023, com a Companhia Docas do Estado de São Paulo (atual Santos Port Authority). Isso levou a Ecorodovias a realizar no balanço do 4T20 a contabilização de perdas que totalizaram R\$ 616 milhões. A Ecorodovias está discutindo um processo de arbitragem para negociar passivos atrelados à concessão, que podem chegar a R\$ 800 milhões;

Luiz Francisco Caetano, CNPI

[lcaetano@planner.com.br](mailto: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	11,58
Preço justo	R\$/ação	14,00
Potencial	%	21
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$/ação	8,01 - 14,97
Total de ações	milhões	558,7
Ações Ordinárias	%	100,0
Free Float	%	30,9
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	48,74
Valor de Mercado	R\$ milhões	6,470

### Desempenho da Ação

	Dia	Ano	52 Sem.
ECOR3	1,6%	-13,4%	21,5%
Ibovespa	1,2%	-2,3%	70,1%

Cotação de 19/03/2021

### Principais Múltiplos

	2020	2021E	2022E
P/L (x)	-	13,1	17,5
VE/EBITDA (x)	10,3	5,4	5,9
ROE (%)	-40,7	115,7	52,6
Div. Líq./EBITDA (12m) (x)	3,5	2,8	3,1
Receita Líquida (R\$ mm)	4.000	4.439	4.283
Lucro Líquido (R\$ mm)	-424	492	369
Margem Bruta (%)	41,1	45,3	40,9
Margem EBITDA (%)	51,0	56,7	53,4
Margem Líquida (%)	-10,6	11,1	8,6
Payout (%)	-	25,0	25,0
Retorno Dividendo (%)	-	1,9	1,4
Cotação/VPA (x)	132,8	15,2	9,2

Fonte: Economática. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economática.

22 de março de 2021

- **Rearranjo societário:** Este mês os controladores da Ecorodovias (Primav e o grupo Italiano Igli SpA), executaram o primeiro ato da reorganização societária. O próximo passo será uma emissão de ações por parte da Ecorodovias, o que deve acontecer até o final de setembro/21. Este *follow-on* está estimado em R\$ 1,8 bilhão e a Igli já se comprometeu a aportar até R\$ 1,2 bilhão;
- **Dívidas:** Os pesados investimentos realizados nos últimos anos levaram a uma expressiva elevação do endividamento líquido, que aumentou 60,5% entre 2017 e 2020. Uma capitalização seria importante para a redução das dívidas, permitindo a Ecorodovias ter fôlego para adquirir novas concessões;
- **Próximos leilões:** A empresa já anunciou que pretende participar dos leilões da BR-116/RJ/SP (Dutra), do Lote Rodovias do Litoral Paulista (trechos das rodovias SP-98, SP-88 e SP-55) e da BR-153/414/080/TO/GO, que deve ocorrer no dia 29 de abril.

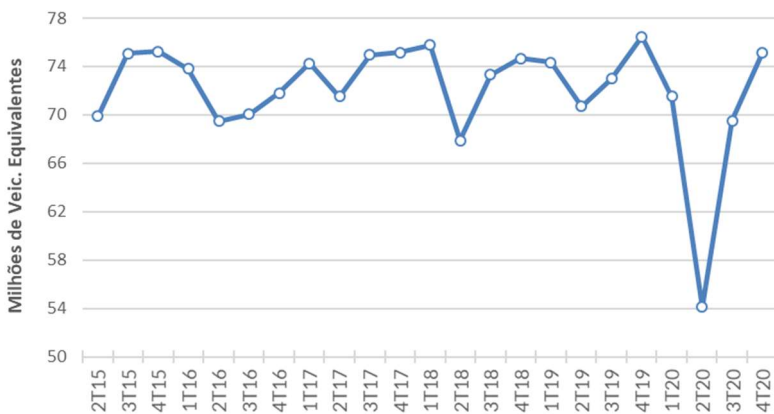
**Reorganização societária:** Em julho do ano passado os controladores da Ecorodovias (Primav Construções e Comércio S/A e Igli SpA), comunicaram que iriam fazer um rearranjo societário, simplificando a estrutura de controle e aumentando a participação do grupo italiano. Um dos objetivos desta reorganização do controle da Ecorodovias é facilitar uma captação, estimada em R\$ 1,8 bilhão.

Em março/2021, ocorreu o Primeiro Fechamento previsto no Contrato de Dissociação anunciado no ano passado. Na implementação deste Primeiro Fechamento, a Igli realizou um aporte de R\$ 880,9 milhões na Primav. Com isso, a Primav transferiu para a Igli 232,5 milhões de ações da Ecorodovias e 135,9 milhões de ações da Concessionária do Monotrilho Linha 18 Bronze S/A (Vem ABC).

Após esta operação, o controle acionário da Ecorodovias ficou dividido entre a Igli (46,7% das ações), Primav (22,4%) e um *free float* de 30,9%.

**Evolução recente do tráfego:** Em 2020, a Ecorodovias sofreu uma expressiva redução no tráfego comparável (sem considerar as aquisições recentes: Eco135, Eco050 e Ecovias do Cerrado), que caiu 8,2%. Isso ocorreu devido às restrições de movimentação, usadas para combater a pandemia de Covid-19.

**Figura 1: Ecorodovias – Evolução do Tráfego Trimestral**



Fonte: Ecorodovias

No 4T20, comparado ao mesmo trimestre de 2019, o tráfego comparável apresentou uma redução de 1,7% e o total (considerando todas as concessões) aumentou 2,7%.

A Ecorodovias tem apresentando semanalmente seus números de tráfego. No último dado disponível (entre 16 de março/2020 e 14/03/2021), o tráfego total comparável apresentou uma redução de 8,9%, comparado ao um período similar (18/03/19 a 15/03/20). Este número é igual à redução mostrada na semana anterior.

Em 2021, até o dia 14/março, o tráfego comparável acumulado caiu 3,9% em relação ao mesmo período de 2020. Na semana anterior este número era negativo em 3,7%. O tráfego total no ano teve um crescimento de 5,5%.

**Um ano difícil:** A redução no tráfego e a contabilização de muitos itens não recorrentes, levou a Ecorodovias a um expressivo prejuízo em 2020. O resultado negativo no ano passado foi de R\$ 424 milhões (R\$ 0,76 por ação), valor 128,6% maior que o prejuízo de 2019. Sem considerar os itens não recorrentes, o resultado seria positivo no R\$ 332 milhões (R\$ 0,59/ação), maior 14,3% que o lucro de 2019 nas mesmas bases.

Os principais itens não recorrentes que impactaram negativamente o resultado de 2020 foram os acordos de leniência e multas (R\$ 125 milhões), além do *impairment* (R\$ 382 milhões) e baixa do imposto diferido do Ecoporto (R\$ 234 milhões).

No 4T20, a Ecorodovias obteve um razoável resultado operacional, mas que foi comprometido por perdas no Ecoporto Santos. O prejuízo líquido foi R\$ 631 milhões (R\$ 1,13 por ação), contra ganhos de R\$ 79 milhões no 4T19. Desconsiderando os fatores não recorrentes, o lucro líquido no 4T20 seria de R\$ 55 milhões (R\$ 0,10/ação).

#### Ecorodovias - Resultados Trimestrais

R\$ milhões	4T19	3T20	4T20	4T20/3T20	4T20/3T21
Receita Líquida (1)	804	771	832	7,9%	3,5%
Custo dos Serviços Prestados (1)	-395	-345	-380	10,3%	-3,7%
Lucro Bruto	409	426	451	5,9%	10,5%
Margem Bruta	50,9%	55,3%	54,3%	-1,0 pp	3,4 pp
EBITDA pró-forma	592	528	550	4,2%	-7,1%
Margem EBITDA	73,7%	68,4%	66,1%	-2,3 pp	-7,5 pp
Resultado Financeiro	-212	-202	-288	42,2%	35,3%
Lucro Líquido Ajustado	79	89	-631	-	-
Tráfego - Mil Veículos Equivalentes	96.878	91.033	99.602	9,4%	2,8%
Tarifa Média - R\$	8,45	8,50	8,35	-1,8%	-1,2%

Fonte: Ecorodovias

**Endividamento:** Os pesados investimentos que a Ecorodovias vem realizando, principalmente nas novas concessões, somada à queda na geração de caixa dada pela redução do tráfego, tem levado a um contínuo aumento do endividamento.

A dívida líquida consolidada da Ecorodovias ao final do 4T20 era de R\$ 6,9 bilhões, 4,9% maior que no 4T19 e 1,3% acima do trimestre anterior. A relação dívida líquida/EBITDA no 4T20

ficou em 3,4x, vindo de 3,3x no trimestre anterior e 3,2x no 4T19. A dívida é toda denominada em moeda nacional, com custo médio de 7,0% ao ano.

A dívida total tem sua maior parte vencendo no longo prazo (81,3% no 4T20). Os vencimentos de curto prazo, somam R\$ 1,6 bilhão, valor equivalente a 103,7% do caixa, portanto, devem também ser renegociados. Em 2022, haverá um volume elevado de vencimentos (R\$ 2,2 bilhões - 26,1% da dívida bruta., sendo que nos anos seguintes os valores serão decrescentes.

A empresa vem alongando o perfil da dívida, sendo exemplo disso a diminuição dos vencimentos que deveriam ocorrer em 2021 de R\$ 3,3 bilhões (valor do balanço de dez/2019) para R\$ 1,6 bilhão (valor em dez/20).

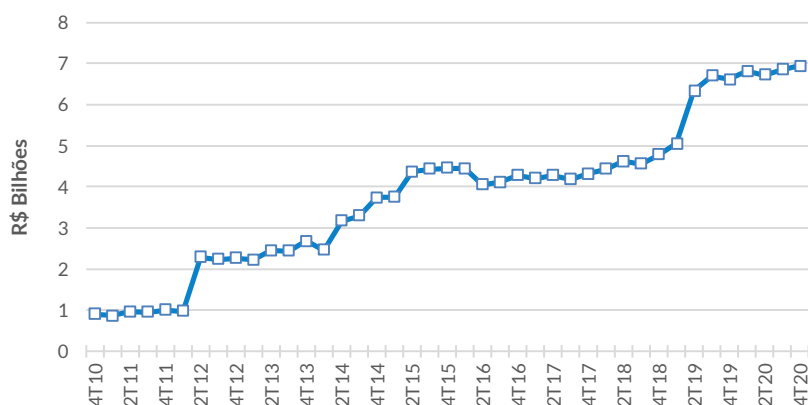
## Ecorodovias - Endividamento

R\$ milhões	4T19	3T20	4T20	4T20/3T20	4T20/4T19
Curto Prazo	3.295	1.516	1.579	4,2%	-52,1%
Longo Prazo	5.384	7.623	6.880	-9,8%	27,8%
<b>Dívida Bruta</b>	<b>8.679</b>	<b>9.139</b>	<b>8.458</b>	<b>-7,4%</b>	<b>-2,5%</b>
Caixa	2.069	2.290	1.522	-33,6%	-26,5%
<b>Dívida Líquida</b>	<b>6.610</b>	<b>6.849</b>	<b>6.937</b>	<b>1,3%</b>	<b>4,9%</b>
<b>Dívida Líquida/EBITDA Ajustado</b>	<b>3,2x</b>	<b>3,3x</b>	<b>3,4x</b>	-	-

Fonte: Ecorodovias

A Ecorodovias tem investido fortemente nos últimos anos, principalmente em suas concessões adquiridas recentemente, como as obras iniciais na Ecovias do Cerrado e as duplicações na Eco050 e Eco101. Nos últimos três anos, foram investidos R\$ 3,5 bilhões, sendo R\$ 888 milhões em 2018, R\$ 1,3 bilhão durante 2019 e mais R\$ 1,3 bilhão no ano passado.

Figura 2: Ecorodovias - Evolução da Dívida



Fonte: Ecorodovias

22 de março de 2021

## Ecorodovias - Resumo dos Resultados Projetados

R\$ milhões	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Receita Líquida</b>	<b>3.953</b>	<b>4.000</b>	<b>4.439</b>	<b>4.283</b>	<b>4.555</b>
Lucro Bruto	1.504	1.643	2.010	1.752	1.916
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>-708</b>	<b>-777</b>	<b>-271</b>	<b>-289</b>	<b>-305</b>
Desps. Gerais, Administrativas e com Vendas	-291	-319	-271	-289	-305
Outras Rec. (Desp.) Operacionais	-417	-458	0	0	0
<b>Resultado Operacional (EBIT)</b>	<b>796</b>	<b>866</b>	<b>1.739</b>	<b>1.463</b>	<b>1.611</b>
Result. Financ. Líquido	-700	-787	-993	-904	-887
<b>Resultado Antes do I. R e C. Social</b>	<b>96</b>	<b>79</b>	<b>746</b>	<b>559</b>	<b>725</b>
I.R e Contr. Social	-281	-497	-254	-190	-246
Participações Minoritárias	0	-6	0	0	0
<b>Resultado Líquido</b>	<b>-185</b>	<b>-424</b>	<b>492</b>	<b>369</b>	<b>478</b>
Lucro por Ação	-0,33	-0,76	0,88	0,66	0,86
<b>EBITDA</b>	<b>1.363</b>	<b>1.413</b>	<b>2.518</b>	<b>2.287</b>	<b>2.483</b>
Margem Bruta	38,0%	41,1%	45,3%	40,9%	42,1%
Margem EBITDA	34,5%	35,3%	56,7%	53,4%	54,5%
Margem Líquida	-4,7%	-10,6%	11,1%	8,6%	10,5%

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.