

RUMO (RAIL3): Novo preço-alvo de R\$ 28

Aumentando ligeiramente nosso preço-alvo após o follow-on; continuamos Compradores

Após o anúncio recente da Rumo da conclusão de seu follow-on de R\$ 6,4 bilhões, estamos aproveitando a oportunidade para revisar nossos números para refletirem: (i) a oferta de follow-on; (ii) pré-pagamento das taxas de concessão da Malha Paulista e Central; e (iii) resultados e volumes recentes. Com tudo incluído, estamos elevando nosso preço-alvo para R\$ 28,0 (saindo de R\$ 27,0). Ainda não estamos contabilizando o projeto Lucas do Rio Verde nesses números (se o fizermos, nosso preço-alvo sobe para R\$ 31,0).

Parte dos recursos do follow-on será usado para pagar as taxas de concessão

Em 24 de agosto, a Rumo divulgou fato relevante para anunciar a precificação de sua oferta pública, que captou R\$ 6,4 bilhões ao preço de R\$ 21,75/ação. De acordo com a empresa, parte dos recursos será usada para pagar antecipadamente a renovação da rede Paulista e as taxas de concessão da rede Central, que juntas somam R\$ 6,2 bilhões (R\$ 3,3 bilhões para a rede Paulista e R\$ 2,9 bilhões para a rede Central). No entanto, considerando a natureza de longo prazo de ambos os contratos (a rede Paulista irá expirar em 2058 e a rede Central em 2049), acreditamos que a empresa não pagará antecipadamente os valores totais a fim de manter alguma flexibilidade para quaisquer reequilíbrios de contrato. Em nosso modelo, estamos considerando que a empresa pagará um montante de R\$ 5,1 bilhões (R\$ 2,7 bilhões para a Malha Paulista e R\$ 2,4 bilhões para a Malha Central). De acordo com nossas estimativas, o pagamento dessas concessões acrescenta um VPL de ~R\$ 4 bilhões. Mas, uma vez que não estávamos ajustando as taxas de concessão da Rumo para o WACC nominal anteriormente no modelo, quando incorporamos o pré-pagamento das taxas de concessão, o impacto líquido não é relevante no valuation do nosso valor justo.

Nossas principais mudanças de premissas

Estamos ajustando nossas premissas de yield e volume para refletir a última divulgação de resultados e expectativas futuras. Após os impactos nas tarifas no 2T, principalmente na Operação Norte, devido aos menores preços dos combustíveis e à negociação de contratos take-or-pay em meio a um cenário de mercado desfavorável, principalmente em março, esperamos que os yields nos próximos trimestres se recuperem t/t, uma vez que esses fatores terão um impacto mais suave nas operações da Rumo (embora ainda caindo a/a). No longo prazo, estamos reduzindo nossas estimativas de yield na Operação Norte, pois

BTG Pactual – Equity Research:

Lucas Marquiori
São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

BTG Pactual Digital – Equity Research & Strategy:

Ricardo Cavalieri
São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.
fundamentalista@btgpactual.com

Rumo S.A.

Data	11/09/2020
Ticker	RAIL3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	28,0
Preço (R\$)	21,5
Listagem	Novo Mercado

Trading Data:

Market Cap (R\$ mn)	39.752,62
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	210,50

Múltiplos:

	2020E	2021E
P/L	46,9x	26,4x
EV/EBITDA	12,9x	11,3x

Stock Performance:

Setembro (%)	-5,1%
LTM (%)	-7,5%



Fonte: BTGPactual e Economática

esperamos que seja afetado pela entrada de novos players e a pavimentação da BR-163 (novo crescimento de yield de longo prazo por ano de 1,3%, ante 1,4% anteriormente). Em termos de volumes, estamos mantendo nossas premissas de curto prazo intactas e reduzindo nossas premissas de longo prazo (novo crescimento de longo prazo de 1,8% vindo de 1,9% antes). Também cortamos nosso capex de longo prazo para 7% da receita líquida (de 11% antes), ainda muito conservador. Por fim, cortamos nossa premissa de custo da dívida em 50 bps, o que reduz nosso WACC em 10 bps.

Lucas do Rio Verde é a prioridade - projeto adiciona R\$ 3/ação ao nosso preço-alvo

A administração afirmou que, após a conclusão da Malha Paulista, Lucas do Rio Verde (ex-Sorriso) será sua próxima prioridade e vemos o projeto com muito potencial de valor para a Rumo. Observamos que (i) o balanço patrimonial da Rumo deve continuar a desalavancar uma vez que o capex comece, com os fluxos de caixa operacionais anuais da empresa provavelmente o suficiente para financiar o capex do projeto; e (ii) o projeto reduzirá os riscos de logística concorrente (já que a ferrovia Ferrogrão continua sendo o principal risco para o projeto Lucas do Rio Verde). Em nossas estimativas preliminares, o projeto poderia adicionar um EBITDA líquido de R\$ 1,4-R\$ 1,6 bilhão em seu primeiro ano completo normalizado (2025, assumindo que o capex começa em 2020), com uma TIR real do projeto de 16%, ou VPL de R\$ 6 bilhões (não incluído em nosso preço-alvo).

Governo tem um ousado pipeline de infraestrutura ferroviária

Além de Lucas do Rio Verde, o governo também possui um arrojado pipeline de projetos ferroviários, entre eles: FIOLE, FICO, Ferroeste e Ferrogrão. Vemos maiores chances de a Rumo ser competitiva na Ferroeste e na FICO. (1) Ferroeste é uma ferrovia de 248 km no sudeste do Paraná e é interessante para a Rumo porque se conecta com sua malha sul. A ferrovia é controlada pelo governo estadual (com 99% das ações), mas está em processo de privatização. Em junho, o PPI aprovou sua privatização, que agora aguarda a aprovação do presidente Bolsonaro, da ANTT e do governo do estado do Paraná (que inscreveu o projeto no PPI). A privatização da Ferroeste também pode incluir uma extensão ferroviária adicional para a região sul do estado de Mato Grosso do Sul, garantindo acesso a uma produção crescente de grãos na região. (2) A FICO ligará os municípios de Mara Rosa (GO) e Água Boa (GO), ligando a parte leste do estado de Mato Grosso à rede Central na região norte de Goiás. Em julho, o TCU aprovou a renovação antecipada da concessão da EFVM (Vitória-Minas) pela Vale, o que desencadeou investimentos cruzados na FICO, cujas obras de construção estão previstas para começar no 1T21, com investimentos totais de R\$ 2,73 bilhões e prazo de quatro anos para conclusão. No início de setembro, o Ministro da Infraestrutura do Brasil (Tarcísio de Freitas) detalhou seu plano de estender o FICO de Água Boa (MT) a Lucas do Rio Verde (MT) usando o trecho FICO-FIOLE, que consideramos muito atraente para a Rumo.

História de volume protegida negociando a atraentes 11,3x EV/EBITDA; TIR real de 7%

Os negócios da Rumo estão se mostrando defensivos e confirmam sua sólida tese de investimento, beneficiando-se (i) do crescimento das exportações de grãos do Brasil, que vem melhorando sequencialmente nos últimos anos, e (ii) da expansão da capacidade ferroviária no estado do MT, à medida que a empresa implanta seu plano de investimento de longo prazo. Vemos a empresa capitalizada (principalmente pós-follow-on) e preparada para assumir outros projetos que consideramos relevantes, como Lucas do Rio Verde e novos leilões. Apesar da fraca visibilidade global, esperamos que os volumes de grãos no 2S permaneçam sólidos, especialmente para o milho, enquanto a safra de soja no 1S21 também parece promissora. A preços atuais, vemos as ações RAIL3 sendo negociadas a uma TIR real implícita de 7% e 11,3x EV/EBITDA 2021, sustentando nossa Compra.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	11,9	12,9	12,3	13,1	15,8
EV/EBITDA	10,1	14,0	12,9	11,3	9,4
P/L	96,0	49,7	46,9	26,4	18,8
Dividend Yield %	0,0	0,0	0,0	0,5	1,3

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	6.585	7.090	7.542	8.919	10.242
EBITDA	3.435	3.814	4.191	4.762	5.601
Lucro Líquido	276	819	847	1.506	2.109
LPA (R\$)	0,18	0,53	0,46	0,81	1,14
DPA líquido (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dívida Líquida/Caixa	-8.162	-12.534	-14.352	-13.908	-13.065

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\$ 21,45, em 10 de setembro de 2020.

Tabela 1: Resumo das principais mudanças nas estimativas do BTG

Consolidado (R\$ milhões, IFRS)	Atual			Anterior			Variação (%)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Receita Líquida	7.542	8.919	10.242	7.867	9.355	10.742	-4,1%	-4,7%	-4,7%
<i>Crescimento (%)</i>	<i>6,4%</i>	<i>18,3%</i>	<i>14,8%</i>	<i>11,0%</i>	<i>18,9%</i>	<i>14,8%</i>	<i>-4,6 p.p.</i>	<i>-0,7 p.p.</i>	<i>0,0 p.p.</i>
Lucro Bruto	2.687	3.452	4.251	2.741	3.563	4.382	-1,9%	-310,0%	-3,0%
<i>Margem Bruta (%)</i>	<i>35,6%</i>	<i>38,7%</i>	<i>41,5%</i>	<i>34,8%</i>	<i>38,1%</i>	<i>40,8%</i>	<i>0,8 p.p.</i>	<i>0,6 p.p.</i>	<i>0,7 p.p.</i>
EBITDA	4.191	4.762	5.601	4.080	4.910	5.758	2,7%	-3,0%	-2,7%
<i>Margem EBITDA (%)</i>	<i>55,6%</i>	<i>53,4%</i>	<i>54,7%</i>	<i>51,9%</i>	<i>52,5%</i>	<i>53,6%</i>	<i>3,7 p.p.</i>	<i>0,9 p.p.</i>	<i>1,1 p.p.</i>
Lucro líquido	847	1.506	2.109	524	1.501	2.153	61,7%	0,3%	-2,0%
<i>Margem Líquida (%)</i>	<i>11,2%</i>	<i>16,9%</i>	<i>20,6%</i>	<i>6,7%</i>	<i>16,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>4,6 p.p.</i>	<i>0,8 p.p.</i>	<i>0,6 p.p.</i>

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 2: Comparação entre as estimativas do BTG e o guidance da Rumo

(Nº ex- Malha Central)	Estimativas BTG		Guidance		Δ (%)		Δ (%)	
	2020E	2023E	2020E	2023E	2020E (baixo)	2020E (alto)	2023E (baixo)	2023E (alto)
Volume (TKU milhões)	64.184	88.945	64.000 - 68.000	88.000 - 94.000	0%	-6%	1%	-5%
EBITDA (R\$ milhões)	4.191	6.289	4.150 - 4.650	6.200 - 6.900	1%	-10%	1%	-9%
Capex (R\$ milhões)	2.607	14.132	2.600 - 3.400	13.000 - 15.000	0%	-23%	9%	-6%

Notas: 2020E Capex não inclui trabalhista referente à renovação antecipada da Malha Paulista. Capex considera o valor acumulado do desde 2019A (por exemplo, para 2023E considera o valor acumulado de 5 anos de 2019A a 2023E)

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 3: Estimativas Preliminares para o Projeto Lucas do Rio Verde

Oportunidade de Receita	
Combinação - frete de caminhão por tonelada (R\$)	84
Frete de caminhão por tonelada (R\$) de Sorriso para Rondonópolis	104
Frete de caminhão por tonelada (R\$) de Nobres para Rondonópolis	65
Volume Total (mntpa)	36
Novos Volumes (mntpa)	10
Migração de Rondonópolis (65% de 28mntpa)	26
Desconto no preço	34%
Combinação de frete ferroviário, Sorriso/Nobres para Rondonópolis (R\$/ton)	56
Receitas anuais (R\$mn)	2.006
Margem EBITDA	70%
EBITDA ajustado (R\$mn)	1.404
Capex (R\$mn)	6.000
TIR	15,6%
VPL do projeto (R\$mn)	6.073

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 4: Visão geográfica de Ferroeste e FICO


Fonte: PPI 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 Padrão:

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 passam 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