

Rumo

2T23. De volta ao crescimento.



Compra

R\$ 25,00

Preço-justo
(#RAIL3)

Após desafios majoritariamente alheios ao seu controle que impactaram o resultado observado no início de 2023, a Rumo trouxe números mais expressivos no segundo trimestre. A companhia enfrentou algumas adversidades no que tange à sua participação de mercado, mas que em nossa análise não foram capazes de impedir um bom resultado com crescimento expressivo nas principais linhas de desempenho. Entretanto, diferente do que se projetava, os ventos contrários observados no 1T23 causaram novas alterações no guidance para o ano, as quais abordamos ao longo do relatório. O alívio na alavancagem, agora de volta a 2,0x também foi bem-vindo e nos deixou confortável em **reafirmar a nossa tese de investimentos para RAIL3 com um preço-justo para R\$ 25.**

Com um volume recorde de 20,4 bilhões de TKU (9% acima do 2T22), a Rumo apresentou no segundo trimestre de 2023 uma Receita Líquida de R\$ 2,763 bilhões, cifra 12,1% superior ao observado no mesmo período do ano anterior diante de tarifas maiores. Após queda no 1T23, o volume total transportado voltou a crescer e permitiu que o EBITDA chegasse à marca de R\$ 1,448 bi, 20,9% acima do 2T22, com margens de 52,4% (ganho de 3,8 p.p. vs o mesmo período do ano anterior), resultando em um lucro líquido de R\$ 167 M, ante R\$ 30 M no 2T22 (+456%). A geração e Caixa após o FCI também apresentou melhora, chegando a R\$ 1,030 bilhão, acima dos R\$ 725 M no 2T22.

Destaques Positivos – I) Redução de 8,0% no custo variável, após alta anual de 25,7% no 4T22, principalmente por menores preços dos combustíveis (-29%); **II)** Crescimento nas tarifas em todas as operações, com avanço de 8,8% no consolidado e com destaque para: Operação Norte +7,7% (R\$ 107,9 → R\$ 116,2 / TKU x 1000); Operação Sul +7,8% (R\$ 144,6 → R\$ 155,9 / TKU x 1000) e Operação Contêiner +15,52% (R\$ 112,2 → R\$ 126,9 / TKU x 1000) e; **III)** Redução na alavancagem medida pela relação entre a dívida líquida e o EBITDA após alta no 1T23 (2,2x → 2,0x).

Destaques Negativos – I) Impacto negativo de R\$ 676 milhões no resultado financeiro (14,3% acima do 1T22) devido a um maior custo da dívida; **II)** Redução anual do *market share* de exportação de grãos em praticamente todas as operações, sendo: -4,4 p.p. em Santos (52,8% → 48,4%); -0,1 p.p. na participação do volume de exportação de grãos no Estado de Goiás (23,7% → 23,6%); -2,3 p.p. no MT (43,6% → 41,3%), com ganho registrado apenas na Operação Sul (+4,1 p.p., 23,2% → 27,3%); **III)** Piora de 1,8% na eficiência energética consolidada, com Consumo de diesel (litros/ '000 TKB) passando de 3,35 no 2T22 para 3,41 no último trimestre devido a um mix de cargas mais desfavorável ao indicador, parcialmente compensado por um melhor Transit time (-5,0%) e Giro de Vagões (-3,4%).

Desempenho Financeiro & Estimativas

| R\$ M | 2T23 | 2T22 | vs 2T22 | Est 2T23 AR |
|-----------------|-------|-------|-----------|-------------|
| Receita Líquida | 2.763 | 2.465 | +12,1% | 2.820 |
| Margem Bruta | 38,8% | 32,7% | +6,0 p.p. | 39,0% |
| EBITDA | 1.448 | 1.198 | +20,9% | 1.412 |
| Margem EBITDA | 52,4% | 48,6% | +3,8 p.p. | 50,1% |
| Lucro Líquido | 167 | 30 | +456% | 286 |
| Dívida / EBITDA | 2,0x | 2,7x | -0,7x | 2,1x |

Preço / Lucro

56,6x

EV/EBITDA

11,1x

Dividend Yield

0,3%

Dívida Líquida / EBITDA

2,0X

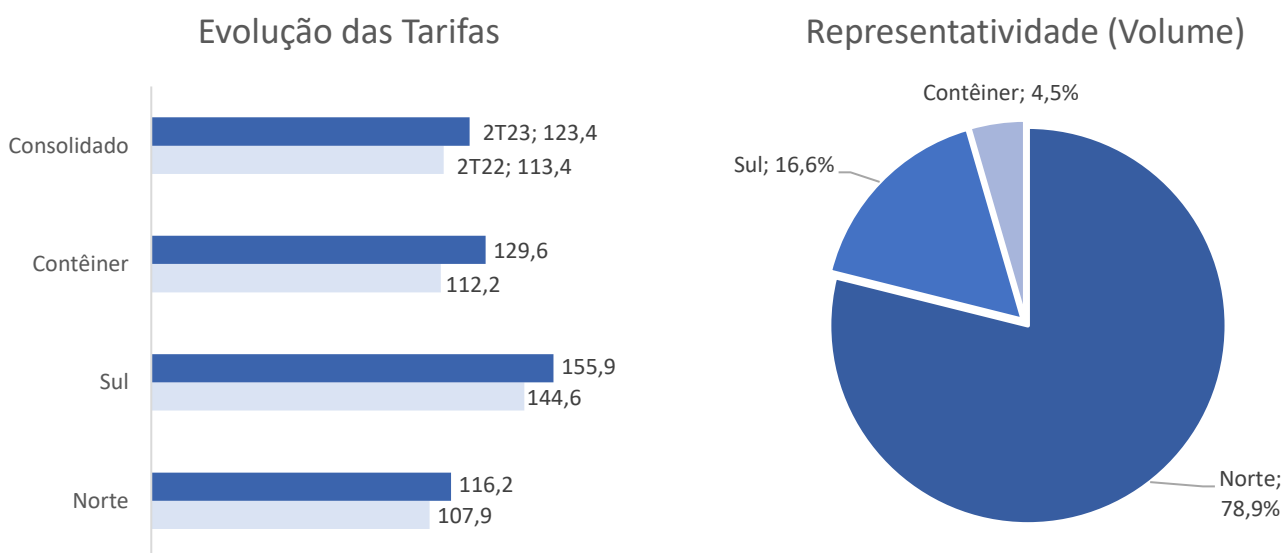
O que achamos do resultado? – Após um primeiro trimestre atípico, marcado por atos de vandalismo e paradas em suas operações na Malha Paulista, a Rumo apresentou um segundo trimestre de 2023 mais aderente ao seu desempenho histórico. Destacamos o volume recorde, acompanhado de melhores tarifas em todas as operações, que permitiram um reflexo positivo nas demais linhas do resultado.

Apesar dos atos de vandalismo na Baixada Santista terem sido controlados, identificamos um impacto negativo de R\$ 40 milhões com custos de reparação no resultado do 2T23, o que impediu números ainda melhores. Também vimos com bons olhos o *Operating Ratio* (66%), que representa a parcela de custos e despesas como percentual da receita líquida e apresentou melhora no trimestre (estava em 72%), com crescimento da receita (+12%) superior à alta de custos incluindo depreciação (+3%).

Precisamos também mencionar a perda de *market share* observada em algumas operações. No caso do Porto de Santos, a queda se deve a um maior nível de utilização dos terminais ferroviários operados pela Rumo que, combinada com um mercado de grãos aquecido, direcionou a demanda excedente para outras ferrovias e modais. Já no MT, a perda de 2,3 p.p. se deve muito mais à competitividade com outras soluções logísticas. Iremos acompanhar esses indicadores nos próximos trimestres, mas apesar do efeito negativo, não vemos como um problema estrutural para a Rumo, vide a qualidade dos números apresentados.

Ainda que a Rumo tenha apresentado alguns números ligeiramente abaixo do esperado, principalmente para o Lucro Líquido, julgamos este mais um bom resultado trimestral para a companhia, que reforçou no 2T23 o seu poder de precificação em um setor bastante aquecido.

Imagem 1 Evolução das Tarifas e participação de cada operação em relação ao volume total. Tarifas em R\$/TKU x1000



Fonte: Demonstrações Financeiras Rumo; Elaborado por: Alkin Research

O que esperar para os próximos trimestres? – Esperamos que os próximos trimestres tragam números ainda melhores para a Rumo, acompanhados de uma recuperação saudável e gradual de market share. A prévia de julho apresentada pela companhia indicou uma retração de 2,1% no volume transportado (7,004 bi TKUs em jul/22 → 6,856 bi em jul/23). Ainda que o início do segundo semestre possa ser influenciado pelo atraso na safra de soja causando um ritmo relativamente lento da temporada de exportação do milho, estamos otimistas.

Acreditamos que a companhia tem grandes chances de superar seu guidance, principalmente se considerada a perspectiva positiva da atual do agronegócio. Se em 2022 o Brasil teve uma safra de 129 milhões de toneladas com 60% desse volume exportado, em 2023 é esperado um crescimento de 21%, com a nova safra de Soja atingindo um total de 156 milhões de toneladas, com grande percentual (60%) destinado à exportação. Para o milho, o recorde também deve ser observado, com 132 Mt (37% exportadas).

Apesar de reiterado no 1T23, o guidance da Rumo para o ano não escapou de uma revisão negativa após os eventos adversos registrados no primeiro trimestre. Com os novos números, a empresa agora vê um volume de 77 Bilhões de TKU, R\$ 5,550 bilhões de EBITDA e um CAPEX de R\$ 3,7 bilhões, considerando o ponto médio do intervalo projetado. Acreditamos que tais revisões não devem surpreender tanto o mercado, sendo mais atribuídas a eventos alheios ao controle da companhia. Há de se destacar ainda a revisão menor no EBITDA (-0,9%) do que em volumes (-5,5%), o que pode indicar uma precificação melhor do que o esperado.

Tabela 1 Novas Projeções da Rumo para 2023. *Crescimento Estimado para 2023 vs 2022 considera ponto médio do novo guidance.

| Indicador | Guidance Anterior (A) | Novo Guidance 2023 (B) | Cresc. (B) Est.* vs 2022 |
|----------------------|-----------------------|------------------------|--------------------------|
| Volume (Bilhões TKU) | 80 ≤ Δ ≤ 83 | 76 ≤ Δ ≤ 78 | +2,8% |
| EBITDA (R\$ M) | 5.400 ≤ Δ ≤ 5.800 | 5.400 ≤ Δ ≤ 5.700 | +22,4% |
| Capex (R\$ M) | 3.600 ≤ Δ ≤ 4.000 | 3.600 ≤ Δ ≤ 3.800 | +36,1% |

Fonte: Rumo; Elaborado por: Alkin Research

Dentre os pontos que terão nossa atenção nos próximos trimestres, destacamos: **I)** Evolução do market share; **II)** Poder de precificação das tarifas com o novo cenário de preços para o diesel; **III)** Evolução do Projeto Lucas do Rio Verde (atualmente projetado para início em 2026) e; **IV)** Alavancagem, que apesar de normalizada no 2T23, havia apresentado ligeira alta no 1T23. Gostaríamos de ver mais alguns trimestres de endividamento sob controle.

Apesar da alteração do guidance anteriormente apresentado pela companhia, seguimos confiantes em nossa tese de investimento para a Rumo. Vemos a companhia negociada a um múltiplo de 9,7x EV/EBITDA projetado para 2023, que apesar de esticado se considerada uma perspectiva de curto prazo, se torna ainda mais atrativo analisando o potencial de crescimento para a Rumo nos próximos anos. **Reiteramos o valor justo por ação RAIL3 em R\$ 25 e recomendamos Compra.**

Disclaimer

Este relatório foi elaborado e distribuído pela Alkin Research para uso exclusivo de de seus assinantes com o objetivo de informar e auxiliar os investidores em suas decisões de investimento, não constituindo oferta de compra ou venda de nenhum título ou valor mobiliário contido neste relatório.

Todo o conteúdo, análise e elaboração deste relatório foi feito sob a ótica da Instrução 20 da CVM, que regulamenta a atividade do analista de valores mobiliários e estabelece as diretrizes necessárias para que este produto seja transparente e imparcial.

Conforme o artigo 20, parágrafo único da Resolução CVM 20, o analista responsável, Anderson de Almeida Meneses, detentor da certificação CNPI nº 2362, declara-se responsável pela recomendação proferida neste relatório de análise.

De acordo com a exigência regulatória do artigo 21 previsto na Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, o analista de valores mobiliários, responsável principal por este relatório, declara:

(i) que as recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal sobre a companhia analisada e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e (ii) que as informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

Nos termos da CVM, o analista responsável por este relatório, o faz respeitando às normas estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários na Resolução CVM 20, Artigo 13.

Todas as informações utilizadas nesta publicação foram baseadas em informações públicas e de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis de diligência para verificar a qualidade e veracidade das informações reportadas, a Alkin Research e os seus analistas não se responsabilizam por futuras e eventuais rerepresentações de informações contábeis e financeiras das instituições.

A Alkin Research reserva-se ao direito de atualizar seus relatórios e preços-alvos em periodicidade que julgar apropriada, com base nos desenvolvimentos com a empresa em questão, o setor ou o mercado que possam ter um impacto material nas visões ou opiniões de pesquisa aqui expressas.

Reforçamos que o referido preço-alvo mencionado neste relatório não constitui promessa ou garantia, por parte do analista responsável e da Alkin Research, de que este será alcançado em qualquer período de tempo. A instituição provedora deste conteúdo busca a proteção de capital e maximização do patrimônio em suas recomendações, mas exime-se da responsabilidade pela tomada de decisão no investimento, a qual deve ser restrita ao investidor.

Este relatório é destinado exclusivamente aos assinantes da Alkin Research. A sua reprodução ou distribuição não autorizada, sob qualquer forma, no todo ou em parte, implicará em sanções cíveis e criminais cabíveis, incluindo a obrigação de reparação de todas as perdas e danos causados, nos termos da Lei nº 9.610/98 e de outras aplicáveis.