

Rumo

3T23. Margens a todo o vapor.



Compra

R\$ 25,00

Preço-justo
(#RAIL3)

Superando os desafios observados no início do ano, a Rumo trouxe um sólido resultado no 3T23. O trimestre foi marcado por uma expansão considerável nas margens, possível através de ganhos de eficiência operacional e maiores tarifas, mesmo em um cenário de queda no preço de combustíveis. A sólida geração de caixa permitiu alívio adicional na alavancagem, agora em 1,8x, o que deve deixar a Rumo mais confortável diante do período de maior emprego de capital com o projeto de Lucas do Rio Verde. Com perspectivas positivas para o 4T23, no qual a empresa se encaminha para cumprir fielmente o guidance projetado para o ano e sólida demanda projetada para 2024, **reafirmamos a nossa tese de investimentos para RAIL3 com um preço-justo para R\$ 25.**

Com um novo volume recorde de 21,2 bilhões de TKU (4% acima do 3T22), a Rumo apresentou no terceiro trimestre de 2023 uma Receita Líquida de R\$ 3,175 bilhões, cifra 7,6% superior ao observado no mesmo período do ano anterior diante de maiores tarifas. Após queda no 1T23, o volume total transportado voltou a crescer e permitiu que o EBITDA chegasse à marca de R\$ 1,815 bi, 27,0% acima do 3T22, com margens de 57,2% (ganho de 8,7 p.p. vs o mesmo período do ano anterior), resultando em um lucro líquido de R\$ 483 M, ante R\$ 309 M no 3T22 (+56,1%). A geração e Caixa após o FCI também apresentou melhora, chegando a R\$ 950 milhões, alta anual de 55,1%.

Destaques Positivos – I) Redução de 28,0% no custo variável, principalmente por menores preços dos combustíveis, que apresentaram um recuo de 39%; **II)** Crescimento nas tarifas em todas as operações, com avanço de 10,2% no consolidado e com destaque para: Operação Norte +10,8% (R\$ 120,6 → R\$ 133,7 / TKU x 1000); Operação Sul +8,3% (R\$ 143,9 → R\$ 155,9 / TKU x 1000) e Operação Contêiner +12,2% (R\$ 129,1 → R\$ 144,9 / TKU x 1000); **III)** Redução na alavancagem medida pela relação entre a dívida líquida e o EBITDA após alta no 2T23 (2,0x → 1,8x). e; **IV)** *Operating ratio* reduzindo de 66% para 60% na comparação anual, impulsionando as margens.

Destaques Negativos – I) Impacto negativo de R\$ 678 milhões no resultado financeiro (10,8% acima do 3T22) devido a correções de contingências no trimestre; **II)** Redução anual do *market share* de exportação de grãos em todas as operações, sendo: -15,7 p.p. em Santos (68,8% → 52,9%); -7,1 p.p. na participação do volume de exportação de grãos no Estado de Goiás (27,2% → 20,0%); -4,6 p.p. no MT (43,3% → 38,7%) e Operação Sul (-11,9 p.p., 32,7% → 20,8%), apesar de maiores volumes.

Desempenho Financeiro & Estimativas

R\$ M	3T23	3T22	vs 3T22	Est 3T23 AR
Receita Líquida	3.175	2.951	+7,6%	3.092
Margem Bruta	45,3%	38,0%	+7,3 p.p.	44,4%
EBITDA	1.815	1.429	+27,0%	1.756
Margem EBITDA	57,2%	48,4%	+3,8 p.p.	56,8%
Lucro Líquido	483	309	+456%	389
Dívida / EBITDA	1,8x	2,0x	-0,2x	1,9x

Preço / Lucro

45,1x

EV/EBITDA

10,0x

Dividend Yield

0,3%

Dívida Líquida / EBITDA

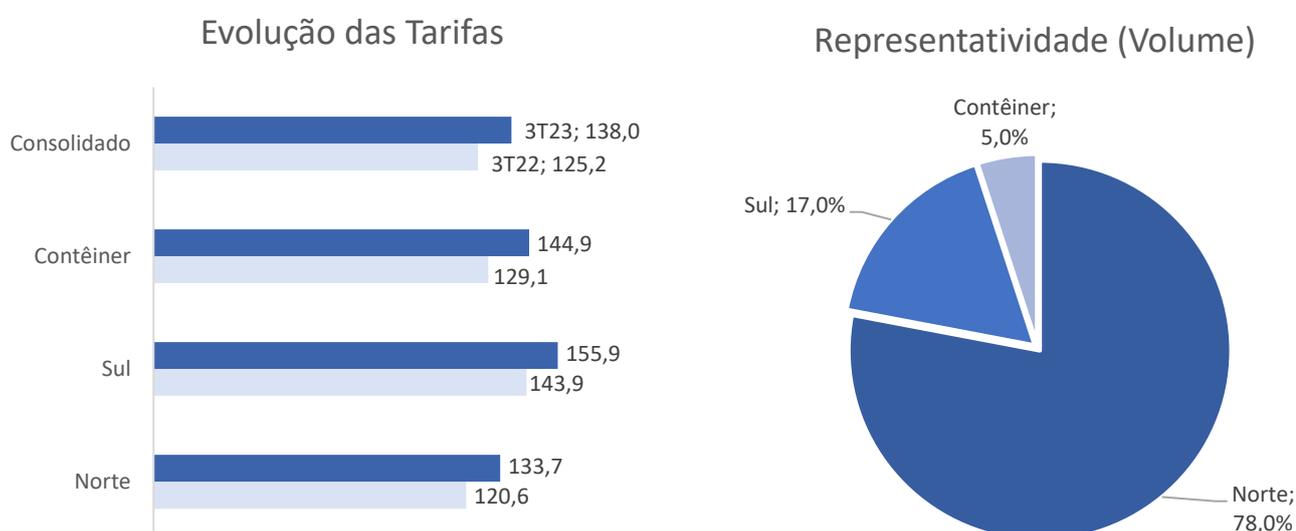
1,8X

O que achamos do resultado? – A Rumo apresentou uma evolução sequencial em 2023 depois de iniciar o ano em um trimestre bastante atípico marcado pelos eventos de vandalismo na Baixada Santista. Com uma demanda aquecida, a Rumo foi capaz de superar no 3T23 o recorde de volume alcançado no segundo trimestre, acompanhado de melhores tarifas em todas as operações, o que se traduziu em uma expansão de margens generosa levando ao que julgamos um excelente resultado.

Salientamos que o avanço consolidado de 10,2% nas tarifas foi alcançado mesmo com a queda de 39% no preço dos combustíveis, o que eleva nossa percepção sobre a capacidade de precificação da companhia. Também vimos com bons olhos mais um trimestre de melhora no *Operating Ratio* (60%), que representa a parcela de custos e despesas como percentual da receita líquida e apresentou melhora no trimestre (estava 66% no 2T23 e 72 no 1T23%), com crescimento da receita (+7,6%) superior à queda de custos incluindo depreciação (-3%).

Apesar dos destaques positivos, precisamos mencionar a perda de *market share* observada em algumas operações, que manteve a tendência de queda observada no 2T23 e deve ser um ponto de atenção para os investidores. 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 4,6 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.

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 outubro apresentada pela companhia indicou um avanço anual de 3,2% no volume transportado (6,593 bi TKUs em out/22 → 6,801 bi em out/23), apesar da queda de 6,4% em relação ao mês anterior. Ainda que o avanço esteja abaixo do esperado, entendemos que o desempenho possa contemplar atrasos no carregamento de navios em função das chuvas, o que por sua vez pode permitir volumes superiores nos últimos 2 meses de 2023.

Com os números do 4T23 a Rumo deve chegar a um volume anual 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 em seu guidance.

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

Indicador	Guidance 2023	Crescimento est. vs 2022*
Volume (Bilhões TKU)	$76 \leq \Delta \leq 78$	+2,8%
EBITDA (R\$ M)	$5.400 \leq \Delta \leq 5.700$	+22,4%
Capex (R\$ M)	$3.600 \leq \Delta \leq 3.800$	+36,1%

Fonte: Rumo; Elaborado por: Alkin Research

Nosso otimismo é reiterado diante das perspectivas positivas para o agronegócio (motor para a demanda da Rumo), que deve ter, de acordo com estimativas preliminares, uma nova safra recorde em 23/24 de cerca de 166 milhões de toneladas (+5,1% vs 22/23), com 102 milhões desse volume destinado à exportação

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 segue controlada a 1,8 vezes, mas pode apresentar avanços diante de maior consumo de CAPEX projetado.

Vale destacar que a Rumo também anunciou junto ao resultado do terceiro trimestre de 2023 um programa de recompra de 4,5 milhões de ações (equivalente a 0,8% das ações em circulação), que deve vigorar até 10 de maio de 2025. Apesar do percentual pouco representativo sobre o *free float*, vemos como uma sinalização importante da percepção da companhia sobre o atual desconto observado nas ações.

Após o 3T23 seguimos confiantes em nossa tese de investimento para a Rumo. Vemos a companhia negociada a um múltiplo de 9,5x 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.