

Rumo – RAIL3

Trilhando o caminho da rentabilidade.

Highlights

> Iniciamos cobertura da Rumo Logística com preço alvo de R\$ 23. Enxergamos um upside de 48,4% nas ações da Rumo a partir de nossa avaliação de preço justo através do fluxo de caixa descontado para os próximos anos. Entre cenários, esperamos um range de R\$ 15,20 (piores cenário) a R\$ 29,30 (melhor cenário), o que reforça nossa tese de que o preço atual das ações reflete um nível de desafios que não deve se perpetuar nos próximos anos.

> **Consolidação do setor deve garantir a posição atual de liderança.** Alguns fatores reforçam a solidez do investimento em Rumo I) Posicionamento estratégico da malha ferroviária controlada pela empresa; II) Perspectivas de crescimento contínuo do setor agro, acima do PIB; III) Maior participação do modal ferroviário na matriz de transportes brasileira (Crescimento projetado de +7,4% a.a. pelos próximos 15 anos) e; IV) Recente sanção do novo Marco Legal das Ferrovias, ampliando as possibilidades de crescimento para rumo e reduzindo a burocracia e dependência necessária de novos investimentos do governo.

> **Normalização das Tarifas deve elevar margens da empresa.** O resultado de 2021 da Rumo foi afetado avanço da inflação com grande pressão no preço dos combustíveis, que tiveram impacto maior após às negociações tarifárias e não foram repassados integralmente aos contratos. Esperamos em 2022 um reajuste que deve ser traduzido em uma rápida recuperação de margens da companhia para os níveis históricos.

Compra

Empresa: Rumo Logística

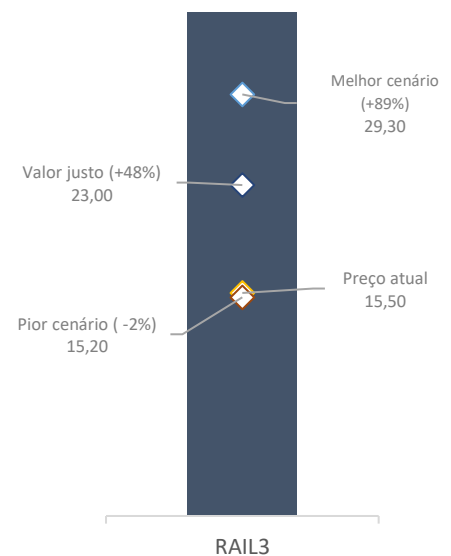
Ticker: RAIL3

Cap. Mercado: R\$ 29,4 bilhões

Preço atual: R\$ 15,50 – 28/02/2022

Preço alvo: R\$ 23,00 (+48,4%)

Cenários



Desempenho Financeiro & Premissas

(R\$ Milhões)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Receita Líquida	7.440	9.977	11.105	12.233	15.191	15.620	13.864
Crescimento %	6,8%	34,1%	11,3%	10,2%	24,2%	2,8%	-11,2%
EBITDA	3.350	5.122	6.055	6.749	8.841	9.311	8.554
Margem EBITDA	45,0%	51,3%	54,5%	55,2%	58,2%	59,6%	61,7%
Lucro Líquido	155	1326	1927	2302	3674	3906	3469
Margem Líquida	2,1%	13,3%	17,4%	18,8%	24,2%	25,0%	25,0%

	2021	2022E	2023E
EPS	0,08	0,72	1,04
P/E	185,4	21,7	14,9
Dív. Líq. /EBITDA	3,5	3,1	2,7
EV/EBITDA	20,2	10,7	9,0
Dividend Yield	0,0%	1,1%	1,6%

Sumário

Histórico da Empresa	3
Segmentos de atuação	4
Atividade	4
Sazonalidade	8
Concorrentes	9
Desempenho (Cenário) atual da empresa	10
Receitas / Desempenho Financeiro	10
Endividamento, Caixa e Liquidez.....	11
ESG	12
Nossa tese de investimento	14
Visão sobre a empresa	14
Catalisadores Positivos.....	16
Riscos.....	18
Valuation	20
Cenário Base.....	20
Worst Case	20
Best Case	21
Premissas utilizadas	21
Disclaimer.....	22

Histórico da Empresa

Surgindo como braço logístico do grupo COSAN S.A. em 2008, a Rumo nasceu como a maior operadora logística de exportação de açúcar do país, atuando principalmente no segmento de transporte intermodal de cargas. Com planos ambiciosos de expansão, a Rumo incorporou a gigante América Latina Logística (ALL) em 2015, adicionando à sua capacidade 28 mil vagões, 966 locomotivas, 11,7 mil funcionários e 12,9 mil quilômetros de malha ferroviária.

Em 2016, logo após a absorção da ALL, a empresa buscou fortalecer seu caixa por meio de um *follow-on* na bolsa de valores, onde 1,03 bilhões de ações foram emitidas para captar R\$ 2,6 bilhões. Entretanto, o montante não se demonstrou suficiente para sustentar o capital de giro da Rumo, e no ano de 2017 a empresa buscou mais U\$ 750 milhões em títulos de dívida no mercado internacional, além de um segundo aumento de capital, também no valor de R\$ 2,6 bilhões.

Como consequência de sua busca por crescimento, a Rumo participou de uma série de leilões e venceu a importante concessão da Ferrovia Norte-Sul em 2019, que permitiu o uso de 1,5 mil quilômetros da ferrovia que liga o Estado de São Paulo ao estado do Tocantins. Reforçando ainda mais suas ambições, a companhia optou por realizar um terceiro *follow-on* em 2020, desta vez captando R\$ 6,4 bilhões.

Atualmente, a Rumo possui uma presença nacional abrangendo 8 estados: MT, MS, SP, RS, SC, PR, TO e GO, com 1,2 mil locomotivas, 33 mil vagões e 13,4 mil quilômetros de linha férrea. Além do transporte multimodal, a empresa detém centros de distribuição, instalações de armazenagem e terminais de transbordo que têm capacidade de armazenagem estática de até 900.000 toneladas. A empresa conta ainda com o Complexo Logístico de Rondonópolis, maior terminal de grãos da América Latina, além de participações em 6 terminais portuários, sendo 5 deles localizados no Porto de Santos, e um no Porto de Paranaguá.

Imagem 1 Locomotiva utilizada pela Rumo com as marcas da empresa



Fonte: Rumo

Segmentos de atuação

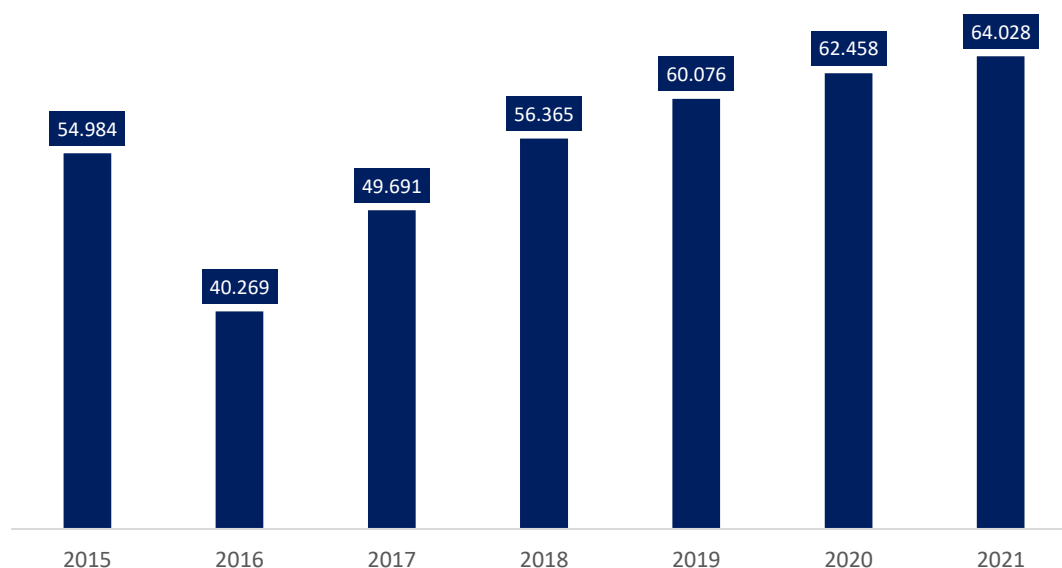
Atividade

A Rumo é uma empresa inserida no setor de transporte e logística, sendo um grande player para o modal Ferroviário no Brasil. As operações da companhia são estabelecidas via concessão, ou seja, o direito de exploração das malhas ferroviárias é concedido pelo Estado através de leilões. Ainda que seja uma empresa privada, está sujeita a demandas específicas do Poder Público.

Com presença em estados relevantes para o setor agrícola, a Rumo tem este como seu maior cliente. Em 2021, quando a companhia transportou um total de 64 bilhões de TKU (Toneladas por Kilômetro Útil), o agronegócio representou 80,9% do volume, cerca de ¼ do total de grãos exportados pelo Brasil no período.

A maioria desses produtos agrícolas é transportada diretamente para os portos com o objetivo de exportação. Dessa forma, a oscilação cambial passa a ser um fator importante para o volume transportado da empresa, uma vez que a desvalorização do real geralmente resulta em maior produção de commodities agrícolas para exportação, aumentando a demanda pelo transporte oferecido pela Rumo.

Imagem 2 – Evolução do volume no Transporte Ferroviário da Rumo (Milhões TKU*)

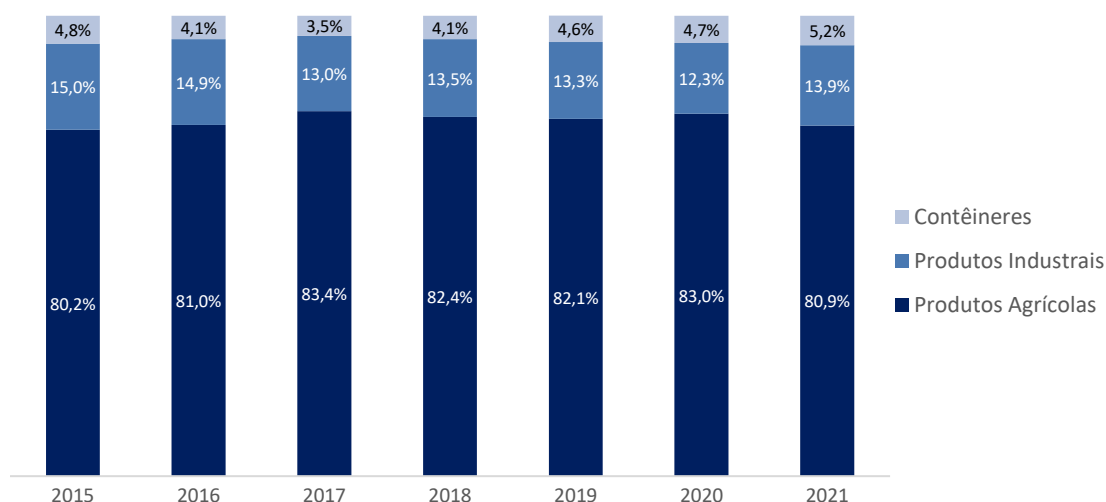


*TKU é uma unidade que mensura o esforço físico.

A produção em TKU é obtida multiplicando-se a tonelage transportada pela distância percorrida.

Fonte: RI Rumo; Elaborado por: Alkin Research

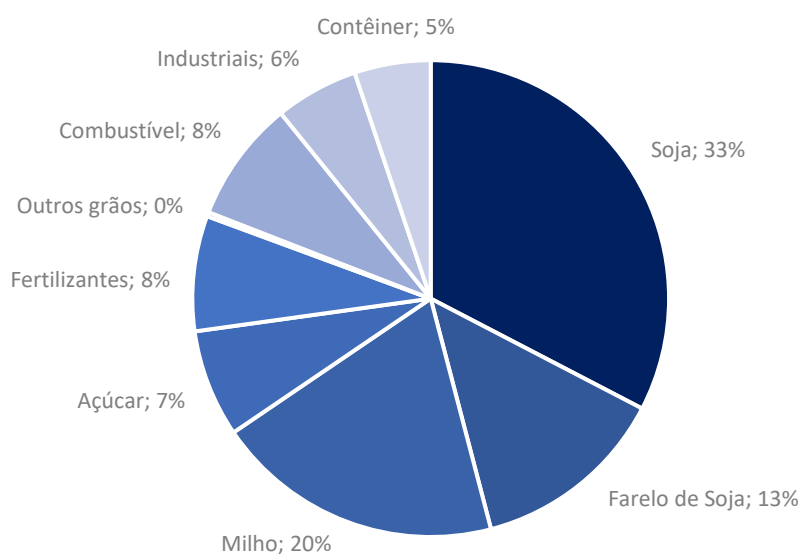
Imagem 2 – Representatividade dos produtos transportados pela Rumo em 2021 (% sobre o volume total)



Fonte: RI Rumo; Elaborado por: Alkin Research

Os principais produtos transportados pela Companhia são: Soja, Farelo de Soja e Milho, que correspondem a aproximadamente 66,5% de todo o volume transportado entre 2020 e 2021. No entanto, cabe destacar que a empresa também vê a oportunidade de aumentar o volume de transporte de outros tipos de carga. O açúcar, a celulose e os fertilizantes são produtos que estão em grande quantidade nas áreas de cobertura da Rumo, porém a companhia ainda não conseguiu se consolidar como operador logístico desses tipos de produtos em algumas regiões.

Imagem 3 Produtos transportados pela Rumo em 2021 (% volume total em TKUs)



Fonte: RI Rumo; Elaborado por: Alkin Research

A Rumo tem suas atividades segmentadas em quatro principais operações: **I) Operação Norte;** **II) Operação Sul;** **III) Operação Central** e; **IV) Operação de Contêineres**. Detalharemos cada um destes segmentos nos próximos parágrafos.

Imagem 4 – Mapa com as principais operações da Rumo no Brasil.



Fonte: RI Rumo

A Operação Norte faturou R\$ 5,4 bilhões em 2021 e foi responsável por 74% da receita líquida da companhia no último ano. É composta pelas malhas ferroviárias Norte e Paulista, pelos terminais de transbordo localizados no Mato Grosso e em São Paulo e pelas elevações portuárias no Terminal de Santos. As concessões detidas pela Rumo da Malha Norte e da Malha Paulista possuem vencimento previsto para maio de 2079 e dezembro de 2058, respectivamente.

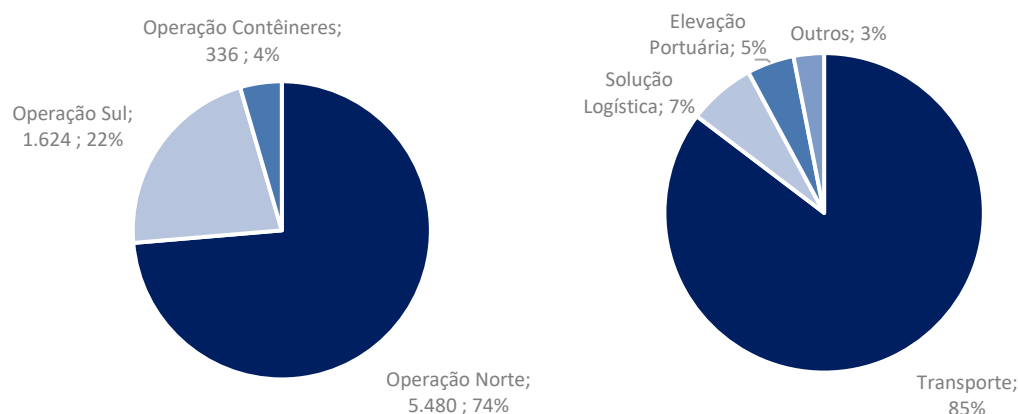
Como uma forma de aumentar em 13% a sua participação de mercado no Estado do Mato Grosso, a Rumo está realizando um projeto de extensão da Malha Norte, que deve conectar o terminal de Rondonópolis a Lucas do Rio Verde, passando também por Cuiabá e Nova Mutum, áreas do MT que devem ter maior crescimento de produção de grãos. Apesar da conclusão estimada da obra ser em 2030, o primeiro terminal deve estar pronto em 2025, ano em que devem ser observadas as primeiras contribuições do projeto no caixa gerado pela empresa.

A Operação Sul é responsável por aproximadamente 22% da receita da Rumo (R\$ 1,6 bilhões com base no desempenho de 2021), sendo composta pelas malhas ferroviárias Oeste e Sul e pelos terminais de transbordo do Estado do Paraná. Abrange os Estados do Mato Grosso do Sul, Paraná, Santa Catarina e Rio Grande do Sul.

A Operação Central ainda está em estágio de desenvolvimento, porém possui um grande potencial de volume a ser transportado. Teve início efetivo apenas em fevereiro de 2021 e ainda representa uma porcentagem ínfima da receita da companhia, de tal forma que seus resultados ainda são apresentados junto à Operação Norte.

Por último, a **Operação de Contêineres**, que transporta produtos agrícolas e industriais dentro dos contêineres até os portos, correspondeu a 5,2% da receita líquida da empresa em 2021. Cabe ressaltar que esse segmento é operado pela Brado Logística, empresa que a Rumo possui uma participação acionária de 62,22%.

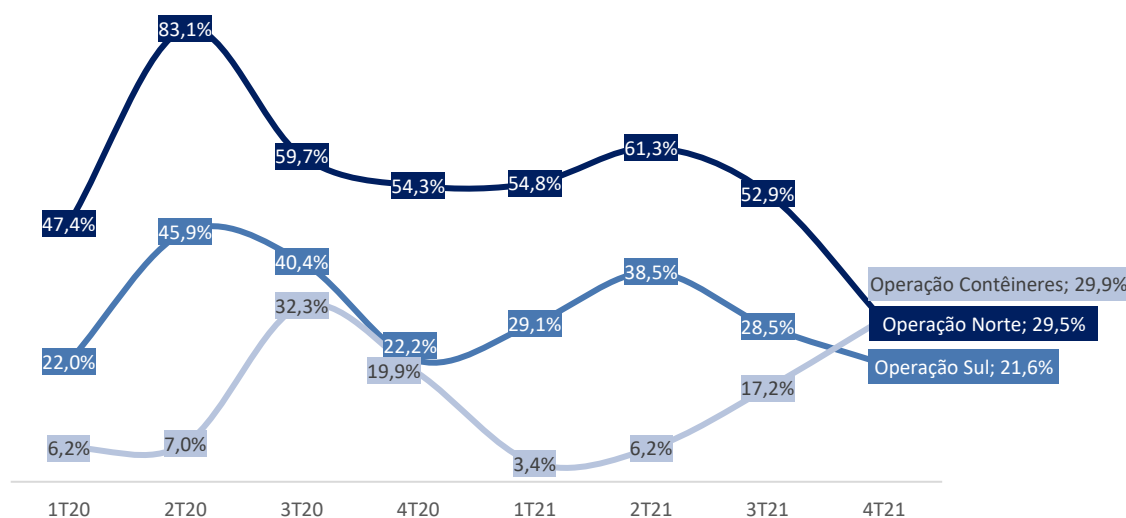
Imagem 5 — Receita por operação (esquerda) e por atividade (direita) - (2021; R\$ milhões; % Sobre o Total)



*Por estar em estágio inicial, os dados da Malha Central são divulgados junto com a Malha Norte

Fonte: RI Rumo; Elaborado por: Alkin Research

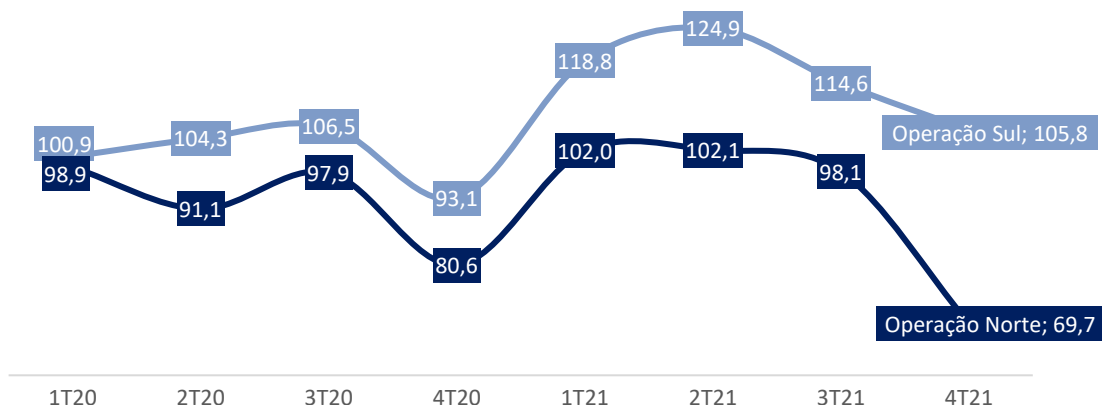
Imagem 6 – Margem EBITDA de cada uma das operações (%)



Fonte: RI Rumo; Elaborado por: Alkin Research

Pelo fato da Rumo operar malhas ferroviárias que são concessões do Estado brasileiro, também está sujeita a uma regulamentação tarifária imposta pelo governo. Sendo assim, há um preço máximo e um preço mínimo estabelecidos que a empresa precisa cumprir na hora de precificar o seu frete. Os valores podem mudar conforme as seguintes variáveis: **I)** Localização das malhas ferroviárias; **II)** Tipo do produto transportado; **III)** Quilômetros percorridos e; **IV)** Peso.

Imagem 7 - Custo do frete médio (R\$/TKU * 1000) da Rumo:

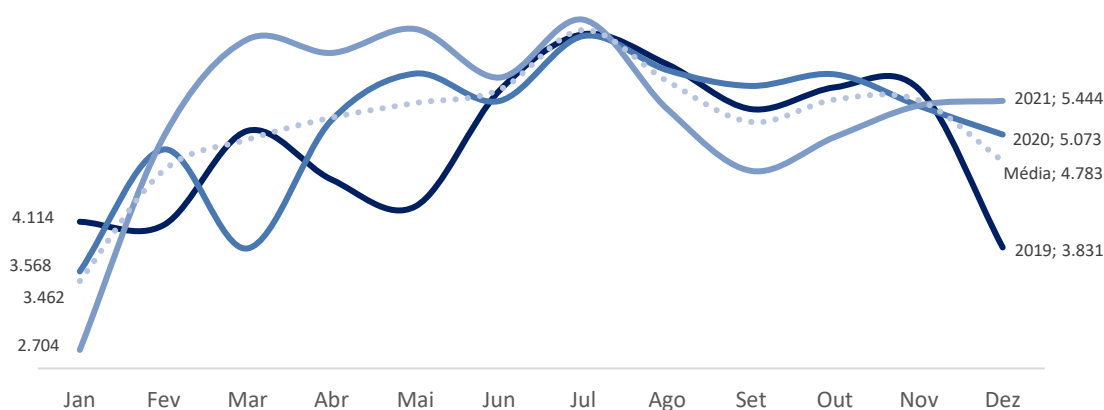


Fonte: RI Rumo; Elaborado por: Alkin Research

Sazonalidade

É importante destacar que a operação da Rumo depende de alguns fatores externos, em sua maioria atrelados à agricultura, em virtude da exposição da companhia ao setor. Em nossa análise, observamos que o ápice operacional da Rumo acontece durante mês de julho, uma vez que o período representa o fim da colheita da segunda safra de milho, seu segundo principal produto transportado, resultando em uma demanda acentuada pelo transporte dos grãos.

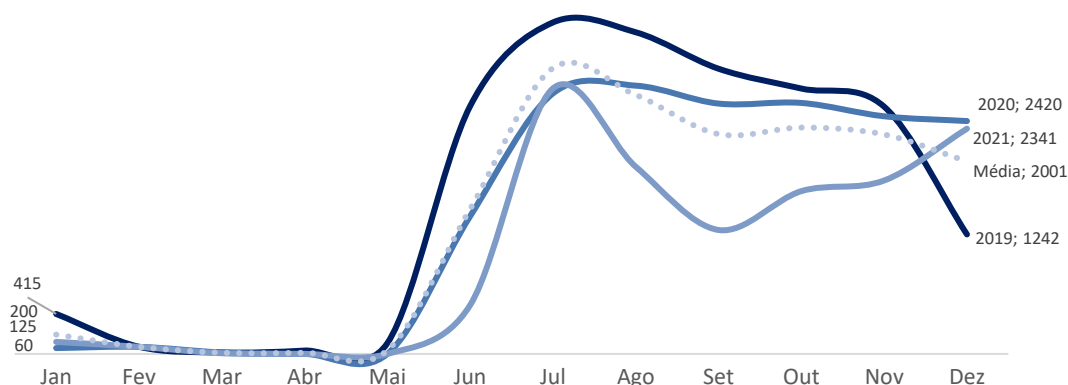
Imagem 8 – Evolução do volume mensal transportado pela Rumo em cada um dos últimos três anos. (Mil TKUs)



Fonte: RI Rumo; Elaborado por: Alkin Research

Os primeiros meses do ano são destinados ao plantio e trato da safra de milho, estabelecendo uma forte relação entre o volume de toneladas transportadas no período e a produtividade do plantio. Um grande exemplo dessa correlação pode ser observada em 2021 no gráfico acima. No último ano, o milho teve resultados substancialmente abaixo da média, muito em função da baixa produtividade da safra no período, que sofreu com climas áridos e pragas.

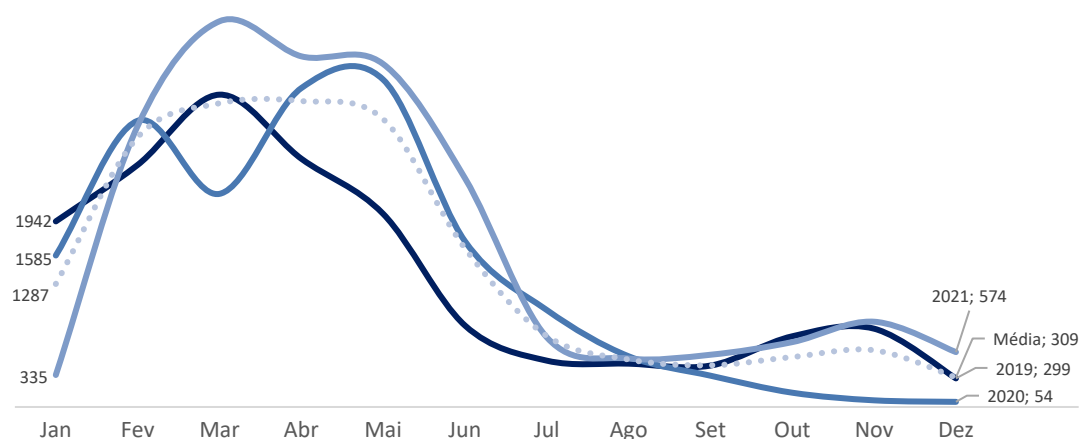
Imagem 9 – Evolução do volume mensal de Milho transportado em cada um dos últimos 3 anos. (Mil TKUs)



Fonte: RI Rumo; Elaborado por: Alkin Research

Por outro lado, a soja, principal produto transportado pela companhia, é o que aquece a atividade empresarial no primeiro semestre do ano, e, em contraste com o déficit observado no milho, permitiu um aumento de seu volume transportado em 2021.

Imagem 10 – Evolução do volume mensal de Soja transportado em cada um dos últimos 3 anos. (Mil TKUs)



Fonte: RI Rumo; Elaborado por: Alkin Research

Concorrentes

Atualmente, há 7 *players* do setor em atuação no Brasil: Rumo, VLI, MRS, Vale, TLSA, FTC e Ferroeste. A principal concorrente da Rumo é a **VLI**, empresa subsidiária da Vale S.A. e que possui aproximadamente 11.000 km de malha ferroviária, 800 locomotivas e uma receita líquida de cerca de R\$ 2,7 bilhões. A operação da VLI está concentrada na região sudeste, em Goiás e no Nordeste. Entretanto, no último ano participou de leilões de concessões de malhas ferroviárias em Goiás e no Mato Grosso.

Apesar de possuir uma malha menos representativa, a **MRS Logística** consolida um volume significativo de transporte de cargas. A sua operação está concentrada no eixo Rio-São Paulo-Minas, uma área que atualmente não apresenta conflitos com a zona de atuação da Rumo.

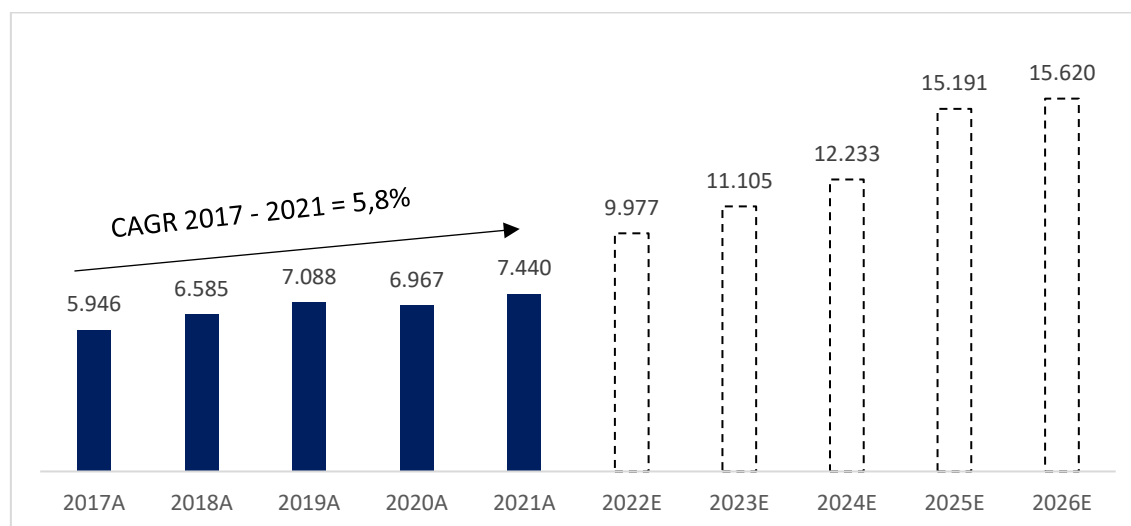
Devido à distribuição da malha ferroviária controlada pela Rumo, que se estende ao interior do país, e ao perfil exportador do Brasil, a razão entre o tamanho da malha e as toneladas transportadas tende a ser maior do que a das demais empresas. Devido às distâncias percorridas, há valor adicionado ao transporte, elevando comparativamente a receita da Rumo.

Desempenho (Cenário) atual da empresa

Receitas / Desempenho Financeiro

A Rumo apresentou um crescimento consistente ao longo dos últimos anos. Analisando o período de 2017 a 2021, a companhia foi capaz de entregar um CAGR (crescimento anual composto) de 5,8% ao ano. Em 2021 a companhia teve um aumento de 6,8% da receita, que pode ser explicado por: **I**) Aumento do volume transportando (+2,5%) e; **II**) Reajustes tarifários da operação de contêineres (+4,5%) e na Operação Sul (+14,7%).

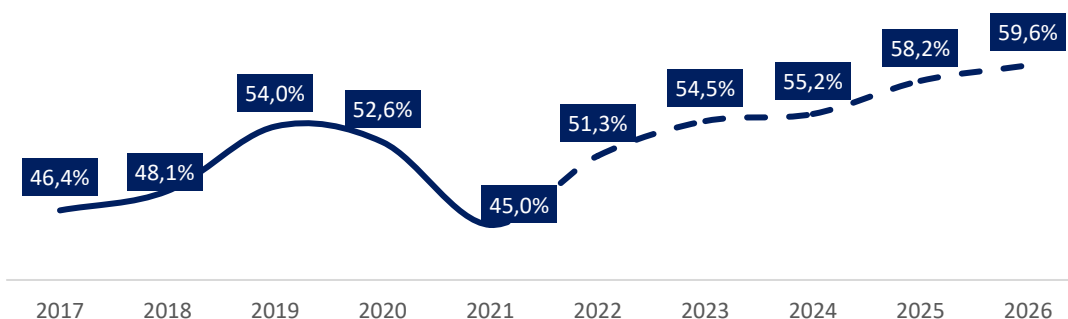
Imagem 11 – Evolução e Projeção da Receita (Milhões de Reais)



Fonte: RI Rumo; Elaborado por: Alkin Research

Após anos subsequentes de crescimento da Margem EBITDA, a Rumo apresentou uma queda no indicador após os desafios observados em 2021. A queda na rentabilidade se deu principalmente por um revés no desempenho da Operação Norte, maior da companhia. Entretanto, consideramos esta uma performance atípica, que deve ser recuperada já em 2022.

Imagem 12 – Evolução e Projeção da Margem EBITDA



Fonte: RI Rumo; Elaborado por: Alkin Research

Endividamento, Caixa e Liquidez

Apesar de atuar num setor intensivo em capital, a Rumo apresenta sólidos níveis de endividamento e solvência. Como exemplo, destacamos a liquidez corrente registrada no 4T21 de 2,8 vezes (vs apenas 0,3x no início de 2016) e a relação dívida líquida/EBITDA, de 3,5 vezes, ante 4,7x observadas anteriormente. De modo a ampliar sua saúde financeira, a Rumo possui um cronograma de amortização da dívida bastante concentrado no longo prazo, com 83% do saldo devedor apresentando vencimentos a partir de 2025.

Imagem 13 – Evolução da Dívida Líquida / EBITDA

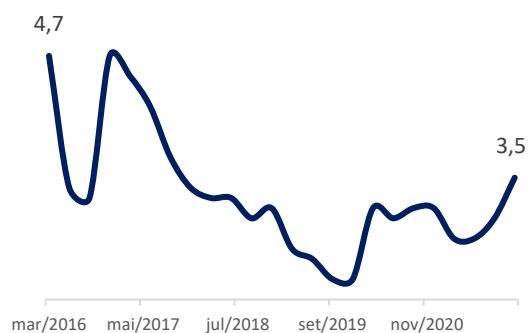
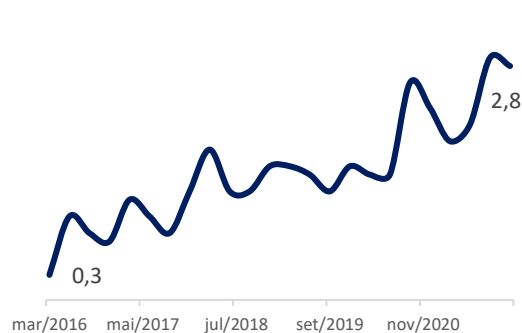
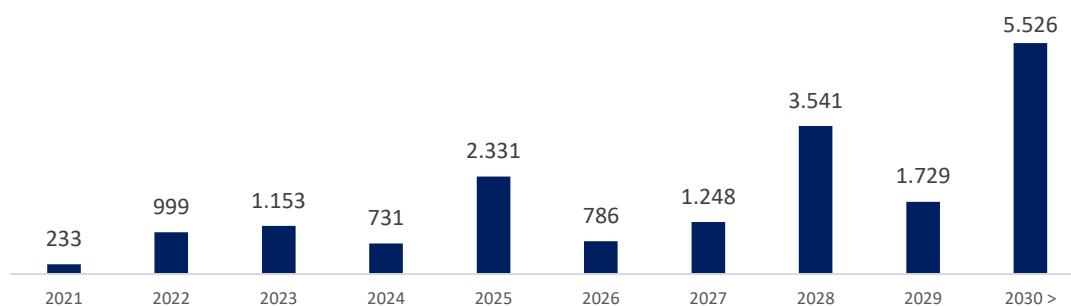


Imagem 14 – Evolução da Liquidez Corrente



Fonte: Economatica; Elaborado por: Alkin Research

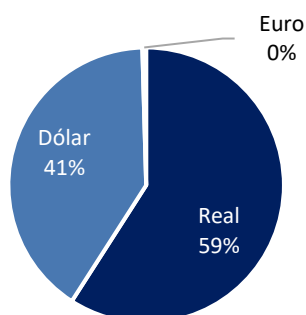
Imagem 15 – Cronograma de Amortização da Dívida (R\$ Milhão)



Fonte: RI Rumo; Elaborado por: Alkin Research

Ademais, 42% da dívida da Rumo foi emitida em moeda estrangeira, o que permite acesso a um capital de menor custo, uma vez que as taxas de juros do mercado internacional são usualmente inferiores à Selic brasileira.

Imagem 16 – Porcentagem da dívida bruta ao final de 2021 por moeda (%)



Fonte: RI Rumo; Elaborado por: Alkin Research

ESG

Ambiental (E): A empresa possui um forte compromisso de Política Ambiental, o que faz suas operações seguirem as legislações ambientais aplicáveis e as boas práticas de mercado. A Rumo tem visado reduzir tanto as emissões de carbono e GEE (Gases do Efeito Estufa), quanto o impacto físico necessário para estabelecer sua infraestrutura.

Em termos de emissão de GEE, o Departamento de Meio Ambiente e Sustentabilidade da Rumo realiza a contabilização de emissões, e os relatórios produzidos são validados por um auditor independente, o que eleva o nível de confiança sobre os resultados apresentados. De forma complementar, a companhia estabeleceu uma meta de redução de 15% de suas emissões entre 2020 e 2025, além de um programa de aumento do uso de biodiesel, que deve gerar ganhos significativos na economia de combustível e uma redução de 8% da emissão de GEE no primeiro ano de implementação da meta.

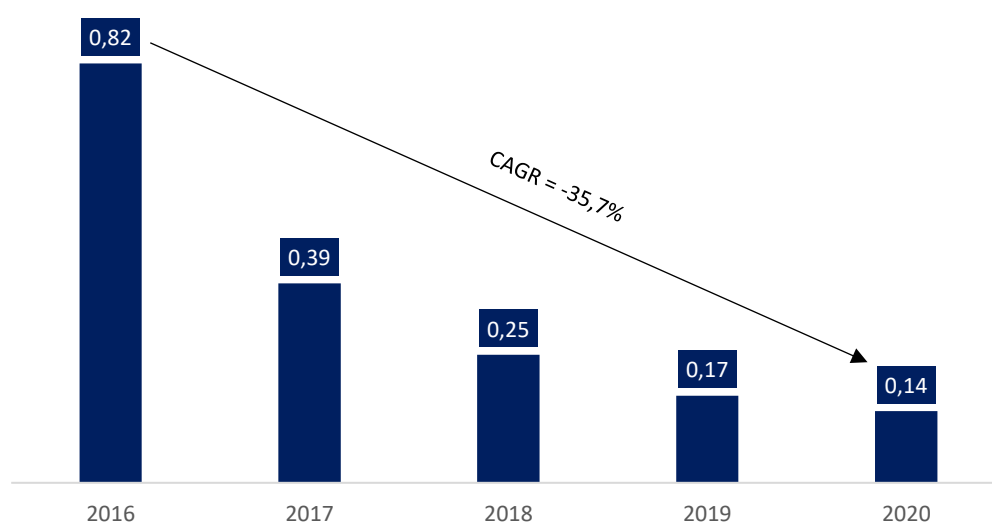
A Rumo tem três principais objetivos ambientais: **I)** Garantir o rastreamento de 100% das commodities agrícolas transportadas até 2025; **II)** Reduzir a perda de carga ao longo do processo logístico, evitando desperdício de capital natural e; **III)** Promover ações com os clientes para reduzir a emissão de GEE na cadeia produtiva como um todo.

Em 2021 a empresa captou US\$ 500 milhões em dívidas com primeiro lote de *sustainability-linked bonds*, um tipo de dívida internacional com promessas ambientais atreladas. Na emissão a empresa se comprometeu com metas de redução de GEE até 2026, e caso não cumpra com o acordado, haverá um aumento de 25 bps no retorno dos títulos, que em um cenário base trazem retornos de 4,0% a 4,5% ao ano para os detentores.

No que tange à redução do impacto físico de sua infraestrutura, a Rumo criou corredores de fauna para tartarugas em trechos de concentração da espécie. Esses corredores permitem a mobilidade das tartarugas, além de fornecer uma rota de passagem para animais silvestres, permitindo que eles evitem cruzar os trilhos de suas ferrovias.

Social (S): O aspecto social mais relevante para as empresas operadoras de ferrovias é a segurança no trabalho. Neste quesito, a Rumo se destaca em relação aos pares por ter uma política de segurança robusta que se estende aos contratados e é complementada por uma meta de redução de taxas de acidentes com afastamento. As políticas têm apresentado resultado satisfatório nos últimos anos, uma vez que os acidentes de trabalho com afastamento agora representam apenas 14% dos acidentes totais (ante 82% em 2016).

Imagem 17 – Proporção de Acidentes de Trabalho (acidentes com afastamento/acidentes totais)



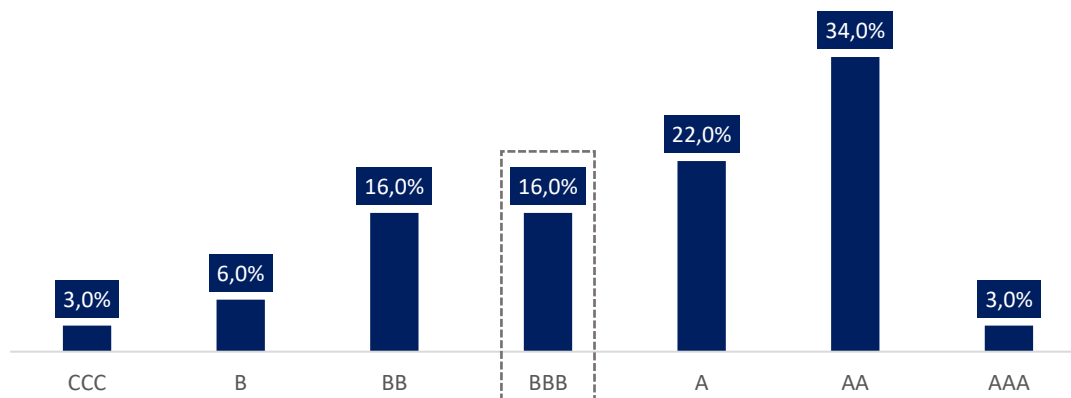
Fonte: Rumo; Elaborado por: Alkin Research

Governança (G): A recente reestruturação societária dos controladores da Rumo foi um passo importante para a simplificação da estrutura societária vigente. A empresa, que possui 65% de suas ações livres para negociação no mercado, é controlada pelo Grupo Cosan, e tem parte das ações do seu grupo de controle detidas pela Sra. Julia Arduini.

Apesar de ser listada no mais alto nível de governança da B3, o Novo Mercado, a empresa carece de uma evolução no que tange à presença feminina em seu quadro executivo. Considerando os dados mais recentes, não foi possível identificar mulheres na diretoria da Rumo, que tem apenas 18% de seu Conselho de Administração e 27% dos membros independentes representados por mulheres.

Ratings: A companhia tem uma classificação MSCI ESG Rating de BBB, levemente abaixo da média das 32 empresas analisadas pela agência no setor de transporte rodoviário e ferroviário.

Imagem 18 – Distribuição de Ratings das Empresas Analisadas pela MSCI.



Fonte: MSCI; Elaborado por: Alkin Research

Nossa tese de investimento

Visão sobre a empresa

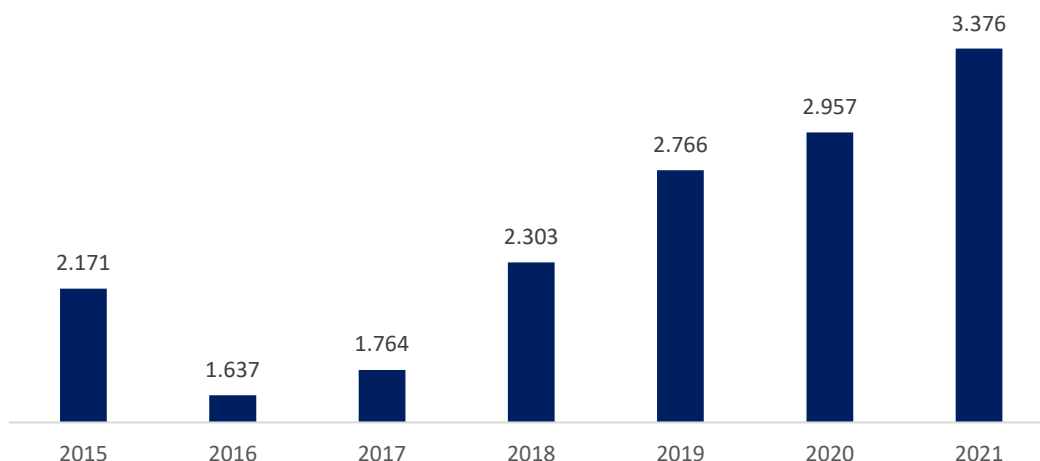
Em nossa profunda análise sobre a companhia, acreditamos que a Rumo demonstra ser uma empresa sólida, ávida por produtividade e inserida em um setor com grandes perspectivas de crescimento no Brasil. Alguns fatores despertaram inicialmente nosso interesse pelo case de Rumo. São eles: **I)** Posicionamento estratégico da malha ferroviária controlada pela empresa; **II)** Perspectivas de crescimento contínuo do setor agro, acima do PIB; **III)** Maior participação do modal ferroviário na matriz de transportes brasileira (Crescimento projetado de +7,4% a.a. pelos próximos 15 anos) e; **IV)** Recente sanção do novo Marco Legal das Ferrovias, ampliando as possibilidades de crescimento para rumo e reduzindo a burocracia e dependência necessária de novos investimentos do governo.

É importante destacar que, apesar de ter concorrentes, a Rumo não sofre ameaças significativas no setor de logística agrícola, uma vez que a empresa tem uma operação estrategicamente posicionada e com uma barreira de entrada bastante elevada. Além disso, não vemos outras concessionárias do setor de logística buscando competir em sua região de atuação.

Ademais, identificamos um forte comprometimento da empresa em expandir e tornar suas operações atuais mais eficientes. A Operação Central, por exemplo, tem como objetivo aumentar a capacidade de escoamento de commodities agrícolas da região central do Brasil, com foco no Mato Grosso, e busca levar seu *know-how* de transporte de bens agrícolas para uma região atualmente não atendida por esse modal de transporte.

Em relação às demais operações, como o transporte de contêineres, é possível notar que a empresa apresentou um aumento de volume considerável, que por mais que esta ainda não seja uma operação de grande porte da empresa, sinaliza uma busca por diversificação e consequente diluição da volatilidade operacional.

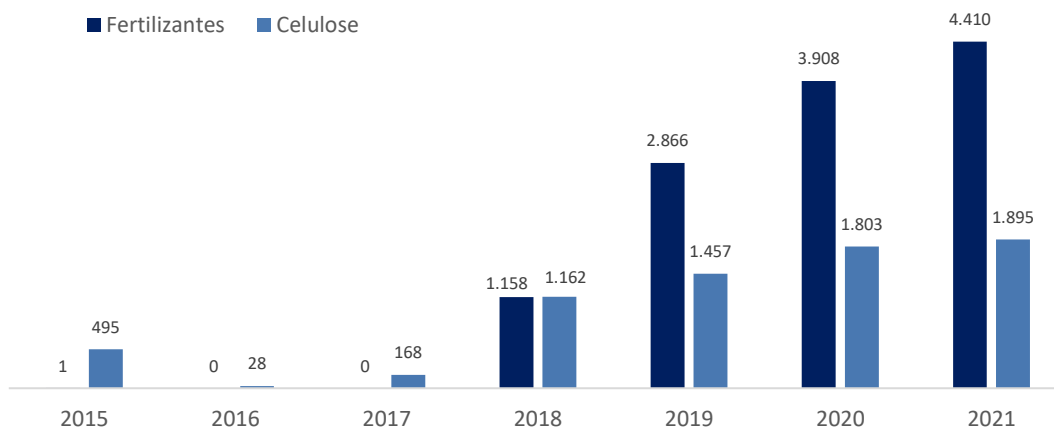
Imagem 19 – Volume total transportado na Operação Contêineres (TKU Milhões)



Fonte: RI Rumo; Elaborado por: Alkin Research

Além da operação de contêineres, a Rumo busca se consolidar na logística de produtos que hoje representam uma participação pouco relevante em seu resultado. Adicionar clientes do segmento de celulose e fertilizantes está entre os objetivos de crescimento da empresa, que apresenta um aumento constante no volume transportado desses produtos.

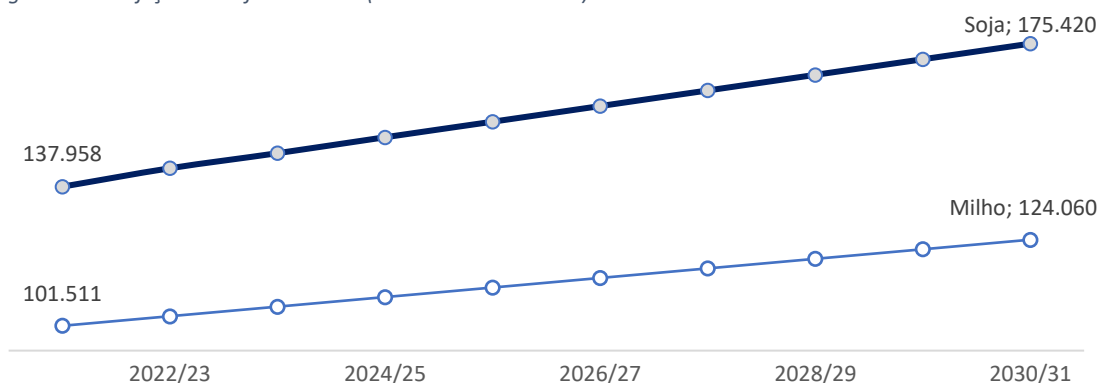
Imagem 20 – Volume transportado na Operação Norte (TKU Milhões)



Fonte: RI Rumo; Elaborado por: Alkin Research

Além dos pontos analisados, é essencial entender como o cenário macroeconômico é capaz de afetar a empresa. Com uma operação essencialmente voltada para commodities, os resultados tendem a seguir as perspectivas de crescimento do agronegócio. Diante desta dependência, avaliamos as perspectivas de crescimento para a produção de soja e milho (principais produtos transportados pela Rumo), onde é possível observar que o interesse por esses produtos deve continuar elevado, aumentando a demanda pelo transporte oferecido pela Rumo.

Imagem 21 – Projeção da safra nacional (Milhões de toneladas)



Fonte: Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento; Elaborado por: Alkin Research

Ainda em relação às commodities, é importante notar que a Rumo optou por uma estrutura de escoamento para os portos, sendo altamente sensível aos níveis de exportação do Brasil. Considerando que o a moeda americana é um fator crucial para determinar os volumes que serão redirecionados ao mercado externo, avaliamos as perspectivas para a moeda, onde acreditamos que apesar da tendência recente de depreciação ante o Real, o dólar deve permanecer em patamares atrativos para a exportação.

Imagem 22 – Cotação Dólar / Real – 04 de janeiro de 2018 a 16 de fevereiro de 2022.



Fonte: Banco Central do Brasil; Elaborado por: Alkin Research

Catalisadores Positivos

Identificamos três principais catalisadores positivos para a Rumo, que tendem a impulsionar o valor da companhia (e potencialmente o preço das ações) caso concretizados. Dois desses fatores estão ligados ao setor de logística ferroviária e um terceiro endógeno à empresa. Detalharemos cada um deles na sequência.

- I) **Aumento da Produção Agrícola** – As principais estimativas do mercado apontam para aumentos significativos na produção e exportação das commodities no Brasil em 2022. Segundo o IBGE, a estimativa de janeiro para a produção de milho na safra

de 21/22 é de 109,9 milhões de toneladas, volume 42% superior à safra anterior. O crescimento se deve principalmente ao aumento na quantidade de hectares plantados e à quebra da safra do milho ocorrida em 20/21. A safra de soja - que, somada ao farelo de soja, representa cerca de 35% dos produtos transportados pela empresa - também deve crescer e atingir 131,8 milhões de toneladas. Essas projeções já consideram as estiagens no centro-sul do país.

Até a safra de 25/26, a ComexStat MDIC estima que as exportações de grãos em geral devem ultrapassar as 170 milhões de toneladas, enquanto, em 20/21, totalizaram 140 milhões de toneladas. Os mercados de fertilizantes, açúcar e celulose também possuem projeções de crescimento elevadas, o que comprova o vigor do agronegócio brasileiro e o excelente posicionamento da Rumo, que tende a elevar substancialmente seu volume transportado.

- II) **Evolução do modal Ferroviário** – Solidificamos este catalisador na intenção já declarada do Governo brasileiro de elevar a participação das ferrovias na matriz de transportes brasileira. O atual Ministro da Infraestrutura, Tarcísio Gomes, afirmou em eventos recentes que o objetivo do governo é elevar a participação deste modal de 20% para 40% em 15 anos, um crescimento anual composto superior a 4,7% ao ano, acima das projeções para o PIB no mesmo período. Para que tal crescimento seja atingido, serão necessárias novas concessões ferroviárias, que devem se traduzir em novas oportunidades para a Rumo ampliar suas operações.
- III) **Produtividade e ampliação das operações** – Nos últimos anos, a Rumo tem investido no aumento de capacidade de suas malhas e terminais, e acreditamos que caso a companhia continue a fazê-lo de modo eficiente, deve permitir uma robusta geração de valor para seus acionistas. Destacamos alguns projetos relevantes neste sentido:
- Extensão da Malha Norte, a ser concluída em 2030 e com potencial de adição de 18 milhões de toneladas de grãos a serem transportados;
 - Projetos de eficiência na Malha Paulista, que devem adicionar 40 milhões de toneladas em capacidade;
 - Projeto de construção na Malha Central, que deve adicionar 18 milhões de toneladas em capacidade;
 - Melhorias de eficiência e capacidade no Porto de Santos; o Terminal 39 deve ser finalizado em 2022 e acrescentar 5 milhões de toneladas em capacidade; outro Terminal deve ser entregue em 24/25 e adicionar 8 milhões de toneladas de grãos e 3 milhões de toneladas de fertilizantes.

Riscos

Destacamos abaixo alguns dos principais riscos em nosso radar que podem afetar negativamente o desempenho da Rumo e se traduzir em um revés para suas ações.

Em relação aos produtos transportados pela Rumo, reduções no consumo mundial de commodities e a **quebra de safras** no Brasil - como ocorreu com a safra do Milho em 2021 - podem reduzir a demanda pelos serviços da companhia.

Outro importante risco é o **custo de capital**. Caso a empresa não consiga levantar capital - seja por dívida ou emissões de ações - a níveis atrativos, os investimentos futuros da empresa precisariam ser reavaliados, o que poderia reduzir sua perspectiva de crescimento.

Além disso, o envolvimento de ex-funcionários da ALL, antes da fusão com a Rumo, com pagamento de **propina** a funcionários públicos pode acarretar o pagamento de multas pela empresa, e a investigação ainda está em andamento.

Vale destacar que a Rumo está inserida em um **setor altamente regulado** pelo governo. A ANTT - Associação Nacional de Transportes Terrestres - funciona como um braço do Ministério da Infraestrutura e tem como objetivo criar e regular as concessões, além de fiscalizar se a empresa tem se adequado a todos os fatores previstos pela concessão e cobrar possíveis multas e indenizações. A concessão define uma faixa de preços para as tarifas de transporte cobradas pela companhia aos seus clientes. E ao mesmo tempo que as tarifas fixas trazem maior previsibilidade ao negócio, podem impactar negativamente nas margens em um cenário de custos elevados.

De modo similar às agências ferroviárias, as operações nos terminais portuários da Rumo são fiscalizadas pela ANTAQ - Agência Nacional de Transporte Aquaviário -, que cria e administra concessões para o uso de terminais públicos e autoriza o uso e a expansão de terminais privados. O risco neste sentido está atrelado à eventuais restrições determinadas pela agência.

Entretanto, o novo marco legal das ferrovias, sancionado em dezembro de 2021, deve propiciar menor dependência da empresa e de seus projetos de expansão à criação de concessões, uma vez que foi determinado que a iniciativa privada pode sugerir ao governo a construção e a subsequente operação de novas linhas ferroviárias, dependendo apenas de uma autorização por parte do governo.

Pelas atividades da empresa serem, em grande parte, ferroviárias, sabe-se que o **preço do óleo diesel** contribui de maneira significativa para os custos da operação. Vemos que o petróleo Brent, matéria prima do óleo diesel, teve um aumento considerável de preço nos últimos 12 meses (+51% desde março de 2021), e foi um dos principais causadores do maior nível de custos.

Além disso, a regulação dos preços das tarifas pela ANTT prevê que os reajustes sejam atualizados com base em índices inflacionários - como o IGP (+16,91% nos últimos 12 meses) e o IPCA (+10,06% em 2021). Assim, percebe-se que há uma subprecificação das tarifas, que atualmente não acompanham o preço do Brent e fazem com que a Rumo tenha uma pressão acentuada nas margens. Portanto, caso a tendência de alta do preço do petróleo se perpetue no

curto e médio prazo, e não haja um repasse equivalente às tarifas praticadas pela Rumo, podemos ter impactos ainda maiores na rentabilidade da empresa.

Imagem 23 – Evolução do Preço do contrato futuro do petróleo tipo Brent (1 p.b. = US\$ 1.000)



Fonte: Bloomberg; Elaborado por: Alkin Research

De modo a mitigar o impacto dessa alta no aumento de custos, a Rumo capturou resultados positivos em relação à economia de combustível, apresentando entre os anos de 2015 a 2019, uma redução no consumo do derivado de petróleo em aproximadamente 15%.

Outro fator que apresenta um risco externo é o **preço do alumínio**, que também demonstrou um aumento constante desde o início de 2020, e a continuidade desse aumento pode afetar os planos de expansão para a empresa, uma vez que o alumínio é usado para confeccionar novos vagões e peças de reposição do maquinário utilizado.

Imagem 24 – Evolução do Preço do alumínio (1 p.b. = US\$ 25)



Fonte: Bloomberg; Elaborado por: Alkin Research

Valuation

Partindo de um preço base de R\$ 15,50 para as ações da RAIL3, estimamos um upside de 48,4% através de nosso modelo de fluxo de caixa descontado. **O preço justo de R\$ 23** é justificado pelas perspectivas de crescimento da operação da empresa em razão dos crescimentos projetados para as safras de grãos e dos outros produtos transportados pela empresa, além dos projetos de expansão que têm sido realizados e que aumentarão a capacidade operacional da empresa e, conseqüentemente, sua geração de receitas. Além disso, projeta-se um crescimento de margens em função dos seus projetos de eficiência e da normalização do preço médio das tarifas de transporte.

O futuro promissor se sobrepõe ao cenário desafiador enfrentado em 2021, quando a companhia teve seu desempenho afetado negativamente em função da quebra da safra do milho ocorrida no Brasil e da disparidade entre seus custos operacionais e as tarifas ferroviárias. Já em 2022, projeta-se uma recomposição tarifária acompanhada do aumento anual de 13% da sua capacidade transportada. Diante desse cenário, **recomendamos Compra para #RAIL3**.

Cenário Base

Em nosso cenário base, temos o Valuation mencionado de R\$ 23, onde consideramos um crescimento de receita de dois dígitos até 2026, ano em que acaba a concessão da Malha Sul. Após essa data, existe uma oscilação negativa apenas no ano de 2027, caso a concessão não seja renovada, com uma recuperação na sequência.

Em relação ao Capex, projetamos os investimentos conforme previsto no guidance da própria companhia, com uma estimativa de 15 bilhões de reais investidos até 2030. O EBITDA projetado possui um crescimento relevante até 2025, chegando na casa de dois dígitos, mas reduzindo na sequência. Para os próximos anos, esperamos uma expansão da operação da Malha Central e Norte, impulsionado pelo Projeto Lucas do Rio Verde, e por uma expectativa de colheitas mais produtivas. Cabe destacar também que não se espera um avanço maior preço do petróleo para esse cenário, o qual foi projetado conforme os preços do mercado futuro em fevereiro de 2022.

Worst Case

No pior cenário que projetamos para a Rumo, o preço da ação é avaliado em R\$ 15,20, uma potencial queda de 1,9% sobre os preços atuais. Nesse modelo, consideramos uma redução no crescimento da receita em relação ao base case, com um CAGR de apenas 6,4% até 2030. Isso ocorre em função das variações estimadas para o preço do barril de petróleo, uma vez que mesmo que a redução resulte em um ganho de eficiência no uso de combustíveis nas locomotivas, ainda assim haverá uma redução no preço do frete cobrado por TKU, prejudicando as receitas. Ademais, esse cenário inclui uma possível redução de 3% no valor capturado pelos

frete devido a um cenário de competições elevadas com outros players do setor, ou maior atratividade de outros modais, como o rodoviário.

Posto isso, as projeções de Capex permanecem iguais ao do cenário base, no entanto calcula-se uma redução de até 10 pontos percentuais no EBITDA, presumindo um contexto em que a Rumo não conseguirá ganhar eficiência operacional, não superando 60% de margem EBITDA.

Best Case

Já no melhor cenário projetado, enxergamos um valor justo para a Rumo de até R\$ 29,30, um upside de 89%. Nesse modelo, consideramos um aumento significativo da receita até 2030, com uma taxa de crescimento de aproximadamente 9,7% ao ano. Neste cenário, consideramos que os Projetos de Lucas do Rio Verde e de expansão da operação da Malha Central atingem integralmente seus objetivos, resultando em uma adição de 10% no EBITDA, de tal modo que a margem projetada superaria os 60% em 2025 e continuaria crescendo nos anos subsequentes.

Pode-se ressaltar que nesse cenário houve a projeção de um aumento de 10% no preço do petróleo para os próximos anos, o que resultaria em um aumento significativo da receita por conta do aumento do frete médio de transporte. O ganho operacional só não seria maior pois os custos de transporte das locomotivas também devem crescer com o combustível em patamares mais elevados. Além disso, calcula-se uma possibilidade da Rumo conseguir se consolidar como principal operadora em várias regiões do país, aumentando ainda mais o seu poder de barganha frente ao cliente e podendo elevar o preço do frete além do já estabelecido por uma possível alta do petróleo.

Premissas utilizadas

O WACC (custo médio ponderado de capital) utilizado para trazer os fluxos de caixa projetados da Rumo foi de 9,03%. Para chegar a esse número, estimamos um Custo de Capital Próprio (Ke) de 11,05% e um Custo da Dívida (Kd) de 9,22%. Além disso, para calcular o valor presente do fluxo de caixa da empresa na perpetuidade, utilizamos um crescimento de longo prazo (G) de 2,05%, que corresponde às projeções de mercado para o PIB brasileiro no longo prazo.

A análise de sensibilidade a seguir mostra que, mesmo no cenário de maior WACC e menor G, ainda haveria upside em relação aos atuais R\$ 15,50 aos quais as ações da empresa negociam.

Imagem 25 – Matriz de Sensibilidade do Preço-Alvo para o Cenário Base do Valuation.

		G							
		1,1%		1,6%		2,1%		2,6%	
WACC	10,0%	R\$ 16,95	R\$ 17,99	R\$ 19,17	R\$ 20,51	R\$ 22,04			
	9,5%	R\$ 18,60	R\$ 19,81	R\$ 21,18	R\$ 22,75	R\$ 24,57			
	9,0%	R\$ 20,47	R\$ 21,87	R\$ 23,48	R\$ 25,35	R\$ 27,53			
	8,5%	R\$ 22,59	R\$ 24,24	R\$ 26,16	R\$ 28,40	R\$ 31,05			
	8,0%	R\$ 25,03	R\$ 27,00	R\$ 29,29	R\$ 32,02	R\$ 35,31			

Fonte: Alkin Research

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 reapresentações 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.