

Rumo (RAIL3): Atualização do modelo; Melhorando a dinâmica competitiva

Apresentando novo preço-alvo de R\$ 27 após ajustar as estimativas para o novo guidance

Após a recente divulgação do novo guidance de longo prazo da Rumo, estamos aproveitando a oportunidade para revisar nossos números. Resumindo, estamos reduzindo ligeiramente nosso preço-alvo para R\$ 27 (vs. R\$ 28 anteriormente), ainda implicando em um potencial de valorização relevante de 32%. Ainda não estamos considerando o projeto Lucas do Rio Verde, que elevaria nosso preço-alvo para R\$ 30. O novo guidance divulgado no início do mês passado ficou ligeiramente abaixo de nossas estimativas (com menor EBITDA e maior capex, enquanto os volumes ficaram em linha com nossas expectativas). Estamos, portanto, reduzindo ligeiramente nossos números para ficar dentro dos novos intervalos esperados. Estamos agora assumindo: (i) volumes de 2021 e 2025 de 74 bilhões de TKU e 107 bilhões de TKU, respectivamente (em comparação com o guidance de 72-76 bilhões de TKU e 99-109 bilhões de TKU, respectivamente); (ii) EBITDA de 2021 e 2025 de R\$ 4,3 bilhões e R\$ 7,5 bilhões, respectivamente (vs. o guidance de R\$ 4,0-4,4 bilhões e R\$ 7-8 bilhões, respectivamente); e (iii) investimentos em 2021 e acumulados em 2025 de R\$ 3,4 bilhões e R\$ 17,0 bilhões, respectivamente (vs. o guidance de R\$ 3,3-3,9 bilhões e R\$ 16,5-18,5 bilhões, respectivamente). Mais importante, o novo guidance proporcionou um cenário mais realista em relação ao cenário competitivo de Mato Grosso, o que foi bem recebido pelo mercado, a nosso ver.

Lucas do Rio Verde continua sendo uma prioridade; Potencial de acréscimo de valor significativo

A aprovação da LDRV continua sendo a principal prioridade da Rumo e tem diminuído constantemente os riscos. No entanto, a questão central continua a ser a definição do caminho adequado para a sua implementação, quer sob a forma de (i) um aditivo contratual à concessão da Malha Norte; ou (ii) leiloar o projeto por meio de um processo de licitação pública. Esperamos decisão a respeito somente após a aprovação das licenças ambientais do empreendimento, atualmente em poder da secretaria de meio ambiente do estado de Mato Grosso. Em nossas estimativas preliminares, projetamos uma TIR real de 16% para o projeto, levando assim a um VPL de R\$ 6 bilhões (não incluído em nosso preço-alvo). Além disso, o fluxo de notícias pesadas na Ferrogrão ultimamente está criando um ambiente construtivo para a LDRV, uma vez que a demanda por melhorias na logística no Norte se enfraqueceu, o que é naturalmente positivo para a RAIL.

Melhorando a competitividade do corredor Sul; Reiteramos a Compra

À medida que o corredor Sul ganha competitividade na exportação de grãos (falta de visibilidade na Ferrogrão, melhoria da capacidade na Malha Norte e potencial expansão para LDRV), vemos um cenário de melhora gradativa para a

BTG Pactual – Equity Research:

Lucas Marquiori

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Fernanda Recchia

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Rumo S.A. (RAIL3)

Data	13/04/2021
Ticker	RAIL3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	27,0
Preço (R\$)	20,5
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	37.944,05
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	216,07

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	36,2x	27,8x
EV/EBITDA	12,1x	10,7x

Stock Performance:

Abril (%)	1,1%
LTM (%)	5,2%



Rumo. Continuamos a acreditar que a empresa tem uma tese de investimento sólida, com ela se beneficiando (i) do crescimento das exportações de grãos do Brasil, já que o guidance revisado mostrou um futuro mais positivo para o mercado endereçável da Rumo; e (ii) a expansão da capacidade ferroviária, não só no estado do MT, mas também com o crescimento da Malha Central. Conforme a geração de caixa melhora no futuro, esperamos que a empresa se torne mais capitalizada e mais preparada para assumir outros projetos relevantes como Lucas do Rio Verde. A preços atuais, vemos a RAIL3 sendo negociada a uma TIR real implícita de 7% e 12,1x EV/EBITDA 2021E, sustentando nossa Compra.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	12,9	10,7	11,1	12,9	15,9
EV/EBITDA	13,9	12,8	12,1	10,7	8,9
P/L	45,5	96,2	36,2	27,8	19,1
Dividend Yield %	0,0	0,0	0,0	0,9	1,3

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	7.090	6.967	8.438	9.497	11.176
EBITDA	3.828	3.837	4.281	4.848	5.823
Lucro Líquido	895	371	1.041	1.353	1.975
LPA (R\$)	0,57	0,20	0,56	0,73	1,07
DPA líquido (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dívida Líquida/Caixa	-12.534	-13.650	-14.126	-14.192	-14.049

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\$ 20,48, em 12 de Abril de 2021.

Atualização do modelo: Tópicos de discussão do RAIL3

Seguindo a recente divulgação dos guidances de curto e longo prazo da Rumo, estamos aproveitando a oportunidade para alinhar melhor nossas projeções com os números divulgados e incorporar os últimos números reportados. Além disso, também estamos fornecendo mais detalhes sobre: (i) tendências de volume; (ii) as últimas atualizações sobre Lucas do Rio Verde e Ferrogrão; (iii) leilões que vemos a empresa potencialmente licitando no curto prazo; (iv) atualização sobre a renovação antecipada da Malha Sul; (v) prévia do 1T; (vi) início das operações da Malha Central; e (vii) processo de re-leilão da Malha Oeste.

1 - Volumes

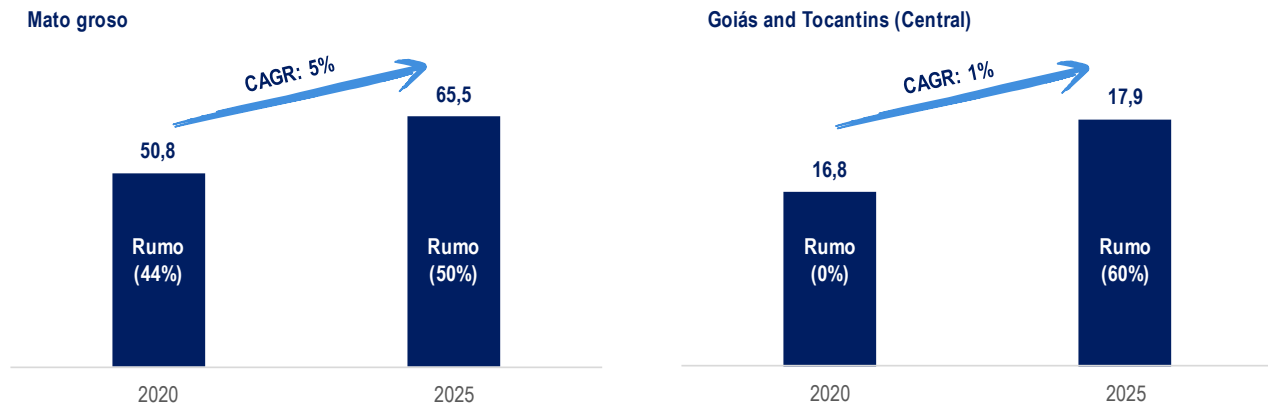
Os volumes no acumulado de 2021 da Rumo mostraram uma queda de 10% a/a, com a Malha Norte caindo 8% a/a e a Malha Sul caindo 17% a/a. A nosso ver, a forte queda na Malha Sul decorreu da atividade industrial mais fraca desde o início da crise da COVID-19, que reduziu o consumo geral de matérias-primas e a movimentação industrial. Além disso, os comparáveis mais difíceis e o início tardio da colheita do ano passado também afetaram as comparações a/a. No entanto, continuamos a ver uma trajetória de volume sólida no longo prazo, principalmente impulsionada pelo capex de expansão de capacidade na operação Norte. Olhando para o futuro, esperamos uma forte recuperação do volume em março, uma vez que os volumes em janeiro e fevereiro foram modestos devido ao início da safra tardia deste ano, fazendo com que os volumes aumentassem 10% no 1T.

Tabela 1: Comparação do volume no acumulado do ano da Rumo (em TKU 000')

Volume (TKU)	Acum. do ano			variação a/a
	Acum. do ano em 2021	Acum. do ano em 2020		
Consolidado	7.269	8.037		-10%
Norte	5.995	6.502		-8%
Sul	1.274	1.535		-17%

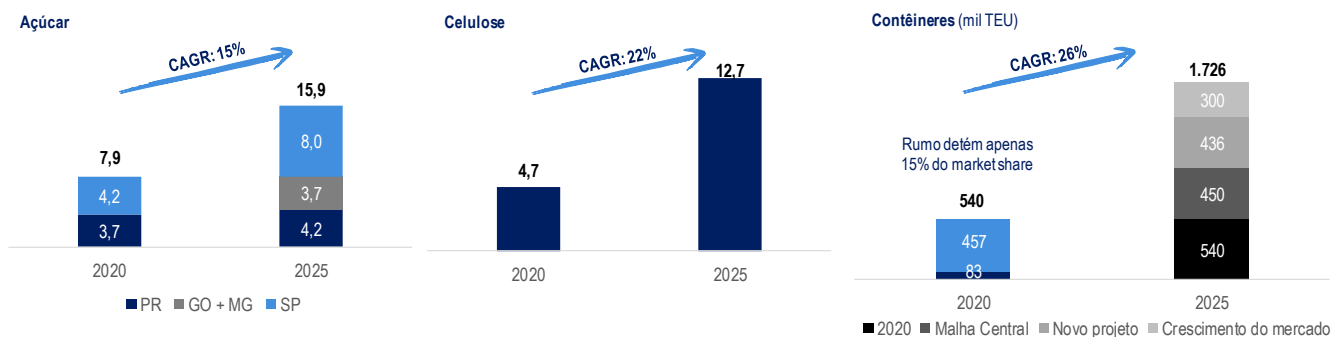
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Conforme divulgado no guidance da Rumo, grãos, fertilizantes e outras cargas (açúcar, celulose e contêineres) continuarão representando uma grande oportunidade de crescimento, nos dando confiança na trajetória de volume de longo prazo. Para a exportação de grãos no Mato Grosso, a empresa espera um CAGR de 2020-25 de 5%, com volumes chegando a 65 milhões de toneladas. A empresa também espera uma recuperação na participação de mercado, buscando 50% até 2025 (contra 44% atualmente). Com relação à exportação de grãos em Goiás e Tocantins, espera-se que os volumes aumentem para 17,9 milhões de toneladas em 2025 (1% de CAGR de 2020-25), com 60% de participação de mercado com o início da operação da Malha Central no mês passado.

Gráfico 1: Ganhos de market share esperados para Mato Grosso, Goiás e Tocantins (Em milhões de toneladas)


Fonte: Empresa e BTG Pactual

No mercado de açúcar, a Rumo espera ampliar sua área de atuação com o início da operação da Malha Central que se conecta a Goiás e Minas Gerais. Ela espera que os volumes aumentem em um CAGR de 2020-25 de 15% para 15,9 milhões de toneladas. Para o mercado de celulose, a expectativa é de um CAGR de 2020-25 de 22%, chegando a 12,7 milhões de toneladas. A Rumo sinalizou que as recentes concessões de dois terminais portuários em Santos têm atraído grande interesse de grandes produtores em expandir suas fábricas e adicionar novos projetos de celulose, o que é uma boa oportunidade para a Rumo, considerando sua forte posição em capturar volumes adicionais. Por fim, para contêineres, espera-se um CAGR de 2020-25 de 26%, chegando a 1,7 milhão de toneladas. A Malha Central traz importantes oportunidades para outros projetos em implementação, além de sólidas perspectivas de crescimento do mercado.

Gráfico 2: Potencial de mercado em Açúcar, Celulose e Contêineres para a Rumo (Em milhões de toneladas)


Fonte: Empresa e BTG Pactual

2 - Lucas do Rio Verde

O projeto Lucas do Rio Verde, que inclui planos para construir uma nova conexão ferroviária entre o centro de Mato Grosso (Lucas do Rio Verde e Nova Mutum) e o terminal de Rondonópolis da Rumo, continua sendo a principal prioridade da Rumo. Como notamos recentemente, a Rumo está continuamente em contato com o Ministro da Infraestrutura e a Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT) para encontrar a melhor solução para o desenvolvimento do projeto, sendo que o principal obstáculo para a aprovação de LDRV é ambiental (e não regulatório). Como o projeto está cada vez menos arriscado, a principal dúvida ainda é a definição do caminho adequado para sua implementação (não há mais dúvidas de que o projeto irá avançar), o que poderia ocorrer por meio de (i) um contrato aditivo à concessão da Malha Norte; ou (ii) leiloar o projeto por meio de um processo de licitação.

Figura 1: Distribuição geográfica do projeto Lucas do Rio Verde

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Vemos o projeto como muito positivo para a empresa. Em nossas estimativas preliminares, o projeto poderia adicionar R\$ 1,3-1,5 bilhões em EBITDA em seu primeiro ano completo normalizado (2025, assumindo que o capex comece em 2021), com uma TIR real de 16% ou um VPL de R\$ 6 bilhões (não incluído no nosso preço-alvo). Vale destacar que mesmo em um cenário em que a Ferrogrão é aprovada, continuamos vendo o projeto como acretivo para a empresa.

Tabela 2: Estimativas preliminares de Lucas do Rio Verde

Oportunidade de receita	
Blend - frete de caminhão por tonelada (R\$)	84
Frete de caminhão de Sorriso para Rondonópolis por tonelada (R\$)	104
Frete de caminhão de Nobres para Rondonópolis por tonelada, est. (R\$)	65
Volumes totais (mntpa)	34
Novos volumes (mntpa)	10
Migração de Rondonópolis (65% de 28mntpa)	24
Desconto de preço	30%
Blend de frete ferroviário, Sorriso/Nobres para Rondonópolis (R\$/ton)	59
Receita anual (R\$ milhões)	2.026
Margem EBITDA	70%
EBITDA anual (R\$ milhões)	1.418
Capex (R\$ milhões)	6.000
TIR*	15,9%
VPL do projeto (R\$ milhões)	6.367

Fonte: Rumo e BTG Pactual

3 - Ferrogrão

Por outro lado, a Ferrogrão continua sendo uma prioridade para o governo devido ao seu valor estratégico, embora o projeto tenha sido questionado por algumas autoridades devido aos seus parâmetros ESG fracos. No mês passado, o Supremo Tribunal Federal (STF) suspendeu o estatuto que permitia alterações nos limites do Parque Nacional do Jamanxim, no Pará, para permitir que o projeto cruzasse a região. Na semana passada, o ministro da Infraestrutura comentou que, apesar da decisão negativa do STF, o governo fará o projeto acontecer mesmo que precise transformá-lo em um projeto público para fazê-lo. Embora a disposição do ministro em construir a Ferrogrão seja um sinal positivo para a dinâmica logística do Corredor Norte, a possibilidade de transformá-lo em obra pública levanta a preocupação de quanto tempo levaria para ser concluído. Um ciclo de execução mais longo para a Ferrogrão prejudicaria a melhoria da logística no Norte, favorecendo naturalmente o corredor Sul e players como a Rumo.

Figura 2: Distribuição geográfica do projeto Ferrogrão



Fonte: Empresa e BTG Pactual

4 - Próximos leilões

Além de Lucas do Rio Verde e Ferrogrão, o governo também tem um ousado pipeline de outros projetos ferroviários. Dentre os ativos que deverão ser leiloados em breve, acreditamos ser mais provável que a Rumo possa se interessar pela Ferroeste e/ou FICO. Nós os detalhamos abaixo:

- **Ferroeste:** ferrovia de 248 km no sudeste do Paraná que 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 em direção à região sul do estado de Mato Grosso do Sul, garantindo acesso à crescente produção de grãos na região.

Figura 3: Distribuição geográfica do projeto Ferroeste



Fonte: Empresa e BTG Pactual

• **FICO:** Linha que ligará os municípios de Mara Rosa (GO) e Água Boa (GO), ligando o leste do estado de Mato Grosso à Malha Central da região norte goiana. Em julho, o TCU aprovou a renovação antecipada da concessão da ferrovia EFVM (Vitória-Minas) pela Vale, o que desencadeou investimentos cruzados na FICO, cujas obras devem começar no 1T21, com investimentos totais projetados de R\$ 2,73 bilhões e conclusão prevista em quatro anos. No início de setembro, o ministro da Infraestrutura, Tarcísio de Freitas, detalhou seu plano de estender a FICO de Água Boa (MT) a Lucas do Rio Verde (MT) no trecho FICO-FIOL, que consideramos muito atrativo para a Rumo.

Figura 4: Distribuição geográfica do projeto Ferroeste FICO



Fonte: Empresa e BTG Pactual

5 - Renovação Antecipada da Malha Sul

A Malha Sul está na fila para renovação antecipada, com uma audiência pública prevista para ocorrer no 3T21. Lembramos que foi publicado um decreto no Diário da República em fevereiro que reconhecia a importância estratégica da renovação da concessão Malha Sul, uma etapa importante do processo. Vemos a renovação antecipada da Malha Sul como mais um marco importante para a Rumo, pois permitiria à empresa entrar num novo ciclo de crescimento, expandindo a sua capacidade na região e permitindo melhorar a eficiência e o desempenho operacional do ativo.

Figura 5: Distribuição geográfica do projeto Malha Sul



Fonte: Empresa e BTG Pactual

6 - Novas estimativas

Conforme mencionamos acima, o novo guidance divulgado no início do mês passado ficou um pouco abaixo de nossas estimativas (com menor EBITDA e maior capex, enquanto os volumes estiveram em linha com o que esperávamos). O mercado aguardava ansiosamente o anúncio, pois o guidance anterior não refletia os investimentos em capacidade adicional que a empresa se comprometeu a fazer nos últimos anos, como a renovação da rede paulista e a vitória no leilão da rede Malha.

Estamos, portanto, reduzindo ligeiramente nossos números para ficar dentro dos novos intervalos esperados. Estamos agora assumindo: (i) volumes de 2021 e 2025 de 74 bilhões de TKU e 107 bilhões de TKU, respectivamente (em comparação com o guidance de 72-76 bilhões de TKU e 99-109 bilhões, respectivamente); (ii) EBITDA de 2021 e 2025 de R\$ 4,3 bilhões e R\$ 7,5 bilhões, respectivamente (vs. guidance de R\$ 4,0-4,4 bilhões e R\$ 7-8 bilhões, respectivamente); e (iii) capex em 2021 e acumulados em 2025 de R\$ 3,4 bilhões e R\$ 17,0 bilhões, respectivamente (vs. guidance de R\$ 3,3-3,9 bilhões e R\$ 16,5-18,5 bilhões, respectivamente).

Do novo programa de capex de R\$ 16,8-18,5 bilhões da Rumo para os próximos cinco anos, R\$ 6,2-6,6 bilhões são destinados a investimentos recorrentes/de manutenção e R\$ 1,4-1,6 bilhões para resolução de conflitos urbanos. Dessa forma, o investimento de expansão é de R\$ 8,9-10,3 bilhões. Sobre isso, a empresa explicou que o aumento de capacidade da rede paulista representa R\$ 1,5-1,7 bilhão, enquanto lembramos que outra grande parcela (R\$ 2,0-2,4 bilhões) irá para o crescimento da rede Central. As obras da rede Central incluem novos equipamentos (vagões e locomotivas), infraestrutura viária e ampliações de capacidade dos terminais. De acordo com o novo guidance, o capex médio anual deve atingir R\$ 3,3-3,9 bilhões (vs. nossa estimativa de R\$ 2,9 bilhões).

Tabela 3: Comparação entre o BTG e o Guidance da Rumo

	2021E	2025E	2021E (Novo)	2025E (Novo)	2021E (menor)	2021E (maior)	2025E (menor)	2025E (maior)
Volume (TKU mi)	73.619	106.586	72,000-76,000	99,000-109,000	2%	-3%	8%	-2%
EBITDA (R\$ mi)	4.281	7.485	4,000-4,400	7,000-8,000	7%	-3%	7%	-6%
Capex (R\$ mi)	3.420	17.040	3,300-3,900	16,500-18,500	4%	-12%	3%	-8%

Fonte: Rumo e BTG Pactual

No geral, estamos reduzindo nossas estimativas de 2021 e 2022 para a receita líquida em 5% e 7%, o EBITDA em 10% e 13% e o lucro líquido em 30% e 35% (para R\$ 1,0 bilhão e R\$ 1,3 bilhão, de R\$ 1,5 bilhão e R\$ 2,1 bilhões anteriormente), respectivamente. Nestes números já incluímos os números da Malha Central, que entrou oficialmente em funcionamento no início do mês passado. Estimamos que a rede representará 5% e 16% de nossas projeções de volumes para 2021e e 2025e, respectivamente, bem como 15% de nossas projeções de EBITDA para 2025e.

Tabela 4: Estimativas novas vs. antigas

Consolidado (R\$ mi, IFRS)	Atual		Anterior		Variação	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Receita Líquida	8.438	9.497	8.919	10.242	-5,4%	-7,3%
<i>% crescimento</i>	21,1%	12,6%	18,3%	14,8%	2,9 p,p	-2,3 p,p
EBITDA	4.281	4.848	4.762	5.601	-10,1%	-13,4%
<i>Margem EBITDA (%)</i>	50,7%	51,1%	53,4%	54,7%	-2,7 p,p	-3,6 p,p
Lucro Líquido	1.041	1.353	1.506	2.109	-30,8%	-35,9%
<i>Margem Líquida (%)</i>	12,3%	14,2%	16,9%	20,6%	-4,5 p,p	-6,3 p,p

Fonte: Rumo e BTG Pactual

Tabela 5: BTG vs. estimativas do consenso

Consolidado (R\$ mi, IFRS)	BTG Pactual		Consenso		Diferença (%)	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Receita Líquida	8.438	9.497	8.320	9.639	1,4%	-1,5%
EBITDA	4.281	4.848	4.363	5.086	-1,9%	-4,7%
<i>Margem EBITDA (%)</i>	50,7%	51,1%	52,4%	52,8%	-1,7 p,p	-1,7 p,p
Lucro Líquido	1.041	1.353	877	1.185	18,7%	14,2%
<i>Margem Líquida (%)</i>	12,3%	14,2%	10,5%	12,3%	1,8 p,p	2,0 p,p

Fonte: Rumo, Bloomberg e BTG Pactual

7 – 1T21 deve trazer melhores volumes e rendimentos

Esperamos que a Rumo registre bons resultados no 1T21, já que projetamos volumes de 13,5 bilhões de TKU, + 10% a/a, principalmente impulsionados pelas Operações do Norte (+ 12% a/a) e fracos comparáveis no ano passado (1T20 foi impactado por uma intensa estação chuvosa e um ataque de hacker às operações da Rumo). O desempenho deste trimestre implica em uma forte retomada do volume em março, uma vez que os volumes em janeiro e fevereiro foram modestos devido ao início tardio da safra deste ano. Além disso, esperamos que os rendimentos se recuperem neste trimestre, mostrando um crescimento a/a, refletindo os preços mais altos dos combustíveis (que afetaram os preços de frete dos caminhões) e a intensa sazonalidade da safra neste trimestre. Esse desempenho de volume e rendimento deve se traduzir em receita líquida de R\$ 1,7 bilhão no trimestre (+ 17% a/a). Projetamos EBITDA de R\$ 795 milhões (+ 38% a/a, implicando em margem de 48% no período). Por fim, estimamos um lucro líquido de R\$ 54 milhões (ante prejuízo de R\$ 274 milhões no ano passado), já mostrando os benefícios do pré-pagamento das outorgas no ano passado. Além dos resultados, esperamos que os investidores acompanhem: (i) o fluxo de notícias de Lucas do Rio Verde e Ferrogrão; (ii) leilões de novas ferrovias; e (iii) rendimento e desempenho dos volumes.

Tabela 6: Prévia do 1T da RAIL

(BRL mí, IFRS)	1T21E			1T20A		4T20A	
	BTGP	Consenso	%	RAIL	a/a	RAIL	t/t
Receita Líquida	1.662	1.624	▲ 2%	1.424	▲ 17%	1.662	▲ 0%
EBITDA	795	857	▼ -7%	577	▲ 38%	758	▲ 5%
Margem EBITDA	48%	53%	▲ 4,9 p,p	41%	▲ 7,3 p,p	46%	▲ 2,2 p,p
Lucro Líquido	54	110	▼ -51%	-274	▼ -120%	4	n.m.
Margem Líquida	3%	7%	▲ 3,5 p,p	-19%	▲ 22,5 p,p	0%	▲ 3,0 p,p

Fonte: Empresa e BTG Pactual

8 - Malha Central

2021 é também o ano do início da operação da Malha Central, cuja construção foi concluída pela Rumo nos últimos anos (a Rumo arrematou o projeto em leilão no início de 2019). O trecho foi inaugurado recentemente pela Rumo e por representantes do governo e os primeiros volumes já estão em andamento. A capacidade atual ainda é limitada, já que a Rumo está movimentando cargas no terminal de São Simão, concluído no mês passado. Até o final do ano, a Rumo deve inaugurar também o terminal de Rio Verde (também localizado no estado de Goiás), o que aumentaria a capacidade da Malha Central para ~9 milhões de toneladas/ano. Refletindo essa capacidade gradual e aumento de utilização durante o ano, estimamos que a operação da Central terá volumes de 3,3 bilhões de TKU este ano, aumentando consideravelmente para 4,2 bilhões de TKU no próximo ano. De acordo com o novo guidance, (i) a RAIL pode atingir ~60% do volume do mercado de exportação de grãos para Goiás e Tocantins, com um volume potencial total de ~11 milhões de toneladas para a Rumo; (ii) os volumes de fertilizantes podem adicionar ~2 milhões de toneladas (60% de participação em GO e TO); e (iii) as margens e a tarifa média deve ser bastante semelhante à da Malha Norte, implicando margens elevadas de +60%. Sobre a rentabilidade da Malha Central, lembramos que a ferrovia está mais bem posicionada em relação à malha Norte, por ser menos dependente de caminhões. O total de investimentos previstos nessa operação é de R\$ 2,0 a 2,4 bilhões, incluindo infraestrutura ferroviária, novos vagões e máquinas, além de terminais de carga.

Figura 6: Distribuição geográfica do projeto Malha Central

Fonte: Empresa e BTG Pactual

9 - Malha Oeste

No último mês de julho, a Rumo comunicou o pedido de nova licitação da sua Malha Oeste. A concessão entrou com pedido junto à ANTT (órgão regulador dos transportes terrestres) para participação em uma nova licitação, com término previsto para junho de 2026. Adicionalmente, a Rumo informou que durante as negociações do novo processo licitatório com a ANTT, a Malha Oeste continuará operando e prestando transporte ferroviário de carga, de acordo com o atual contrato de concessão. De acordo com os últimos números da Malha Oeste, sua receita líquida total no 1T foi de R\$ 24 milhões, o que representa 1,7% da receita líquida total da Rumo no mesmo período. Dado o perfil de menor volume, a participação da Malha Oeste no EBITDA da empresa é ainda menor, uma vez que a Malha Oeste é composta pela Operação Sul, que apresentou margem EBITDA de 22% no 1T vs. margem de 54% da Operação Norte (composta pela Malha Paulista e Malha Norte). Lembramos também que a Rumo tem uma disputa regulatória em andamento com relação à Malha Oeste, alegando que uma importante regulamentação governamental sobre o transporte de combustíveis desequilibrou economicamente o contrato de concessão. Nos termos do devido processo regulatório, após o recebimento do pedido da Malha Oeste, a ANTT deverá avaliar a viabilidade de uma nova licitação. No caso de novos participantes interessados, a Rumo se compromete a devolver o ativo, caso contrário a empresa cumprirá o atual contrato de concessão.

A Revista Ferroviária publicou no último mês de agosto matéria comentando o estágio atual da concessão Malha Oeste da Rumo. De acordo com a notícia, o futuro da concessão já está sendo discutido pelo Programa de Parcerias para Investimentos (PPI) do governo federal. A agência reguladora de transportes, ANTT, também já começou a estudar o projeto. A reportagem mencionou o senhor Thiago Caldeira, do PPI, que informou que o pedido de devolução deve ser acatado e que a agência já planeja estruturar um novo processo licitatório para a concessão. Ele afirmou ainda que o PPI poderá firmar convênio com o CAF (Banco de Desenvolvimento da América Latina) para apoiar a modelagem da nova rodada de licitações. Dada a quantidade de projetos em análise pelos reguladores (e o fato de a Malha Oeste continuar operando), não esperamos que o governo priorize o processo da Malha Oeste em relação a outros ativos greenfield. Além

disso, vemos o processo com menor impacto material para a Rumo, dada a baixa relevância do valor econômico da Malha Oeste para o valuation consolidado da Rumo.

Figura 7: Distribuição geográfica do projeto Malha Oeste



Fonte: Empresa 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 BTGPactual 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 Global

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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 BTGPactual 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 possam 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual 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 BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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