

## Rumo (RAIL3): Desvendando Lucas do Rio Verde

### Comentários do projeto LDRV da Rumo; VPL estimado de R\$ 8 a 9 bilhões

A Rumo realizou uma teleconferência para fornecer detalhes adicionais sobre o novo projeto ferroviário de Lucas do Rio Verde (LDRV), recentemente formalizado com o estado do Mato Grosso (MT). No geral, o feedback foi construtivo, reforçando que o LDRV é transformacional para a Rumo, pois aumenta significativamente o área de influência da empresa na região de alto crescimento de MT (a participação de mercado da Rumo deverá expandir em 13p.p. até 2030 com o projeto), ao mesmo tempo em que melhora competitividade. Nossa avaliação preliminar da nova linha LDRV é um valuation de R\$ 8 a 9 bilhões, representando R\$ 4 a 5 / ação, (~ 27% do valor de mercado atual). Decidimos não incluir o valor adicional em nosso preço-alvo ainda, pois acreditamos que o mercado só irá precificar no novo projeto gradualmente, de acordo com sua curva de risco. Ao todo, vemos o projeto como um marco importante para a empresa, reforçando que a tese de investimento da RAIL permanece uma história de volume em constante crescimento. Continuamos a ser compradores.

### Observações importantes da gestão

A teleconferência realizada pela empresa foi importante para esclarecer os detalhes do projeto, e dar detalhes luz sobre as principais premissas operacionais e financeiras da empresa. Destaques: (i) o total de investimentos (R\$ 9 a 11 bilhões) está previsto para ser implantado de 2023 a 2030, com o principal nos primeiros 3 anos do projeto (até 2026); (ii) o primeiro terminal (localizado a ~ 200km de Rondonópolis) deve estar operacional até 2024/2025, enquanto Cuiabá terminal deve estar online até 2025/2026, com Nova Mutum até 2027/2028 e Lucas do Rio Verde até 2028/2029; (iii) a empresa espera que sua participação no mercado aumente de 47 a 50% em 2025 para 60 a 63% em 2030 com extensão para Lucas do Rio Verde. A administração espera um volume adicional de ~ 18 milhões de toneladas em grãos do projeto. Sem a extensão, a participação de mercado da Rumo deve cair para 43 a 46% até 2030 em meio a concorrência; (iv) além de trazer maiores volumes, o projeto também deve aumentar a competitividade da Rumo, reduzindo o custo do frete para Lucas do Rio Verde-Rondonópolis de R\$ 102 / tonelada atualmente para R\$ 20 / tonelada; (v) a administração espera 16 milhões de toneladas de Rondonópolis para outros terminais até 2030; e (vi) o projeto pode ser renovada por mais 45 anos após o término da concessão, sem a exigência de volume para renovação do contrato.

### A linha do tempo - o projeto ganhou força em nível estadual

No final de julho, o governo do estado de Mato Grosso (MT) anunciou o início do processo de audiência pública para construção de uma nova ferrovia no estado, ligando Rondonópolis, Cuiabá (capital do estado), Nova Mutum e Lucas do Rio Verde (LDRV). No início Setembro, o governo do estado abriu os envelopes do processo de audiência pública, e como esperado a Rumo foi a única licitante,

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Lucas Marquiori

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Fernanda Recchia

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Marcel Zambello

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

[Analise.Acoes@btgpactual.com](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Rumo S.A. (rail3)

Data	06/10/2021
Ticker	rail3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	27,0
Preço (R\$)	17,0
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	31.491,40
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	205,51

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	30,3x	23,3x
EV/EBITDA	10,7x	9,4x

#### Stock Performance:

Outubro (%)	1,3%
LTM (%)	-9,9%



demonstrando sua expertise na região entregando o rascunho do projeto em um prazo extremamente curto. Em 21 de setembro, Rumo divulgou fato relevante informando que assinou contrato com o governo estadual do MT que autoriza a extensão da ferrovia do Norte. Para as próximas etapas, a Rumo espera que licença prévia seja emitida até 2T22, com a licença de instalação seguindo pelo 4T22.

### **O projeto - Adicionando uma nova linha a Cuiabá, 730km de extensão total**

A expectativa é que a nova ferrovia conecte o terminal rodoferroviário de Rondonópolis (MT) a Cuiabá (MT) e Lucas do Rio Verde (MT). O capex estimado para o projeto é de R\$ 9 a 11 bilhões, com o primeiro terminal previsto para estar operacional em 2025/2026 e sua conclusão prevista para 2030. O contrato é válido por 45 anos, renovável sucessivamente por iguais períodos, de acordo com os requisitos contratuais. Outras informações do projeto: (i) a nova linha terá 730km; (ii) ~ 2km de túneis; e (iii) velocidade média esperada de 80km / h. Sinalizamos que a adição do terminal de Cuiabá deve trazer uma mistura de carga diferente para o plano original também. As obras de construção no primeiro trecho (Rondonópolis-Cuiabá) devem iniciar em até seis meses após a formalização do vencedor (prevista para os primeiros dois meses de 2022) e deve ser entregue até 2025. O segundo trecho (Rondonópolis-Lucas do Rio Verde) deverá ser entregue em 2028.

### **A modelagem - uma abordagem em três estágios, considerando novos volumes**

Estamos modelando o novo projeto LDRV em uma abordagem de três estágios, considerando: (i) a migração parcial dos volumes movimentados atualmente no terminal de Rondonópolis (com médias de ~ 25 milhões de toneladas / ano). Como os novos terminais ficarão mais próximos das áreas de plantio, torna-se mais atraente migrar esses volumes para os novos terminais a fim de beneficiar da tarifa de frete ferroviário implicitamente mais baixa. Estimamos o volume cativo de Rondonópolis em média de ~ 9 milhões de toneladas / ano, enquanto estimamos a nova capacidade de 16 milhões de toneladas para os novos terminais em 2030; e (ii) a introdução de novos volumes no sistema que não forem sendo capturado antes (devido a restrições de capacidade ou falta de preços competitivos). Para esta fase, estamos assumindo 13 milhões de toneladas / ano de volumes adicionais até 2030 (conservadoramente abaixo da curva da empresa); (iii) assumindo um valuation de equilíbrio para o trecho Cuiabá, que a nosso ver deve operar com um mix de carga diferente.

### **O impacto do valuation de R\$ 8 a 9 bilhões, o que significa R\$ 4 a 5 / ação**

Nossa avaliação preliminar da nova linha de LDRV é um valuation de R\$ 8 a 9 bilhões, representando R\$ 4 a 5 / ação, (~ 27% do valor de mercado atual). Decidimos não incluir este valor adicional em nosso preço-alvo ainda, uma vez que acreditamos que o mercado só irá precificá-lo gradualmente, de acordo com a curva de redução de risco do projeto. Outras premissas importantes em nossa modelagem são: (i) margem EBITDA de 65% para a nova linha, semelhante às margens da Corredor Norte; (ii) investimento total de R\$ 10 bilhões distribuído de 2023 a 2030 e seguindo o cronograma de conclusão divulgado pela Rumo; (iii) início do primeiro terminal em 2025, o novo terminal de Nova Mutum em 2028 e LDRV em 2029; e (iv) nós estamos utilizando em nossa modelagem um Ke de 8% (termos reais), semelhante ao nosso custo de equity para a Rumo.

### **Os riscos - execução gradual para eliminar o gargalo do sistema**

Acreditamos que o mercado só vai precificar o novo projeto gradualmente devido aos riscos de execução. O primeiro grande marco será a licença ambiental, que está sob análise no estado de MT (aprovação prevista para o próximo ano). Então, acreditamos que o mercado deve monitorar de perto o capex e a curva de volumes do projeto, especialmente para entender as necessidades de capital da Rumo ao longo do ciclo de investimento. Nós sinalizamos que a competição mais acirrada também pode impactar as premissas de volume e rendimento.

Acreditamos que o início da operação dos novos terminais deve ajudar gradativamente na redução do risco do novo ativo. Toda esta avaliação de risco também deve ser acompanhada das atualizações sobre a capacidade esperada e investimentos em infraestrutura de outras empresas, devido ao aumento da capacidade do Corredor Norte. Conforme o projeto se desenvolve, a capacidade de aumento de transporte de grãos em Santos também será necessária, o que continua a ser um risco estrutural também, em nossa opinião.

<b>Valuation</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020E</b>	<b>12/2021E</b>	<b>12/2022E</b>	<b>12/2023E</b>
RoiC (EBIT) %	12,9	10,7	11,1	12,9	15,9
EV/EBITDA	13,9	12,8	10,7	9,4	7,8
P/L	45,5	96,2	30,3	23,3	16,0
Dividend Yield %	0,0	0,0	0,0	1,1	1,6

  

<b>Resumo Financeiro (R\$ milhões)</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020E</b>	<b>12/2021E</b>	<b>12/2022E</b>	<b>12/2023E</b>
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\$ 17,00, em 05 de outubro de 2021.

## Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

## Disclaimer 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 BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente 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 BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

**Certificação dos analistas:** Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)