

Rumo

Trilhando o Futuro

Raio-X

A principal fonte de receita da Rumo é o transporte de mercadorias por meio do modal ferroviário. Hoje a empresa atua via dois sistemas, Norte e Sul, sendo o primeiro o mais relevante. Até o 3T17 representou 70% do volume transportado e é composto pela Malha Paulista e Malha Norte. Desde 2016, a Rumo tem passado por um processo transformacional, por meio de um plano pesado de investimentos que tem o intuito de aumentar eficiência da operação e consolidar a atuação da empresa no ramo, vislumbrando geração de caixa livre saudável no futuro. A partir de uma base fraca em 2016, os volumes crescem 11% nos 9M17 (vs. 9M16), a receita líquida 9% e o EBITDA 21%. O ganho de eficiência em 2017 se deve em parte aos altos investimentos (~R\$ 2,3 bi desde 2016) e também à alavancagem operacional. Olhando para a frente, a empresa ainda possui um pipeline de ~R\$ 4,8 bi em investimentos nos próximos 3 anos, voltados principalmente para trilhos e material permanente. Até o 3T17 a empresa possuía alavancagem de 4,0x Dívida Líquida/EBITDA, mas se considerarmos o aumento de capital realizado no último mês, a alavancagem cairia para ~2,9x. E para a sustentação do plano pesado de Capex, a empresa aguarda a aprovação de um empréstimo de até R\$ 3,5 bi do BNDES.

Tendências macro positivas

Grãos historicamente representam a maior parte do volume transportado, sendo que até o 3T17 mais de 70% foi concentrado em Soja e Milho. Não só o crescimento da economia vai impulsionar a receita nos próximos anos, mas a produção em níveis saudáveis desses grãos. Para 2018, dados da Conab trazem expectativa de produção de Soja no Brasil 13% maior que a safra de dois anos atrás (safra de 15/16), e produção de Milho 40% superior. Se considerarmos as expectativas de produção da Agroconsult somente no Mato Grosso, de onde escoamos o maior volume da Rumo, o crescimento em relação a 2016 é ainda maior. Vale relembrar que tivemos safra recorde em 2017, e a comparação das safras de 2018 com as desse ano resultaria em leve queda. Em conjunto com volumes robustos, importante ressaltar que a empresa vem expandindo a participação no Porto de Santos, com ganho de 4 p.p. desde o 1T17 e atingindo 52% no 3T17.

Empréstimo do BNDES e renovação antecipada

Além de expectativas construtivas para o cenário macroeconômico, há outros dois tópicos que deverão destravar valor uma vez que ocorrerem. O primeiro tópico é a aprovação de um empréstimo de até R\$ 3,5 bi do BNDES, que será crucial para sustentar o plano de investimento nos próximos anos. O segundo tópico é a renovação antecipada da Malha que liga a carga ao Porto de Santos. É uma malha importante para a Rumo, e vence em 2028.

Endividamento e execução pesam, mas os catalisadores mais que compensam

Não se pode ignorar a estrutura de capital relativamente pesada da companhia e tampouco o risco de execução embutido nesses quase R\$ 5 bi de Capex. Mesmo assim, além de expectativas construtivas para a economia e para as safras em 2018, já temos visto evolução significativa nos indicadores de eficiência. Dado o grau de alavancagem operacional (diluição de custos fixos, que historicamente representam ~65% do total), esperamos ver continuidade nessa tendência. Além disso, o modal ferroviário ainda é o preferido para o transporte de mercadorias, e o cenário competitivo no médio prazo favorece a empresa. O aumento da capacidade e o ganho gradual de eficiência deverão sustentar a geração de caixa livre no futuro. Importante relembrar que a empresa conta, no geral, com contratos mais longos e com cláusulas defensivas, de forma a garantir receita mesmo com o descumprimento do volume acordado. Essa estratégia foi intensificada em 2016 com a quebra das safras e foi crucial para reduzir a volatilidade das receitas.

Valuation

Hoje os papéis negociam a EV/EBITDA de 9,2x para 2018, o que embute crescimento de ~18% no EBITDA em 2018 em relação a 2017. Também embute geração de lucro em 2018 e geração de caixa livre a partir de 2019 (FCF yield de 2,2% aproximadamente).

Positivo

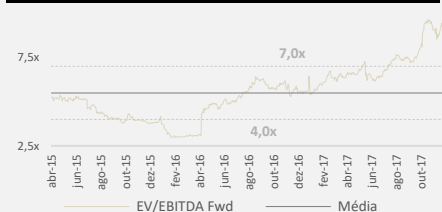
Preço Atual: R\$ 12,89
24-nov-17

Celson Plácido, CNPI
(11) 3526-1866
celson.placido@xpi.com.br

Marco Saravalle, CNPI
(11) 3027-2285
marco.saravalle@xpi.com.br

Bruna Pezzin, CNPI
(11) 3526-1452
bruna.pezzin@xpi.com.br

Evolução EV/EBITDA Est - RAIL3



Cenários de Preço | 2018

	EV/EBITDA	Preço	Var %
Hoje	9,2x	R\$ 12,89	-
Base	10,0x	R\$ 14,50	12% ↑
Ótimo	10,7x	R\$ 16,00	24% ↑
Stress	7,3x	R\$ 9,00	-30% ↓

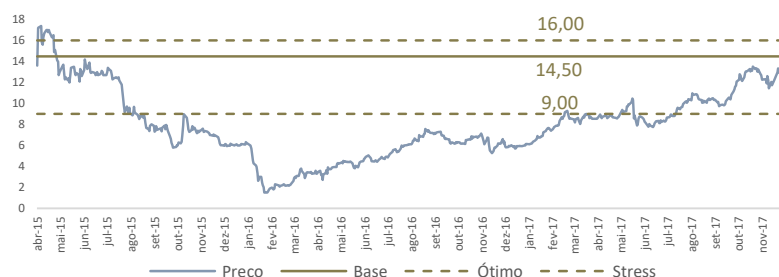
Fontes: XP Investimentos

Principais Múltiplos

	2017E	2018E
P/E	-	40,2x
EV/EBITDA	10,8x	9,2x
P/B	2,6x	2,4x
Dividend Yield*	0,0%	
Dívida Líq/EBITDA*	4,0x	

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. *2017. **3T17.

Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários | 2018



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

CENÁRIO BASE

R\$ 14,50 (+12%)

Nesse cenário, consideramos que a empresa se mantém próxima do guidance desse e do próximo ano, e que a produção de grãos se dê em linha com as expectativas. Esse cenário não contempla mudanças no cenário de percepção de risco.

CENÁRIO ÓTIMO

R\$ 16,00 (+24%)

Esse cenário se concretizaria com safras acima do esperado (permitindo alavancagem operacional maior e antecipando a geração de caixa livre), mudança material em fatores estruturais (como crescimento potencial de longo prazo, taxa de juros estruturalmente menores) e no risco-país.

CENÁRIO STRESS

R\$ 9,00 (-30%)

Esse cenário contemplaria volumes mais fracos que o esperado, o que poderia resultar em resultados mais fracos, pressão no endividamento e comprometer as expectativas de geração de caixa livre.

Tabela 1. Consenso Bloomberg

R\$ Milhões	2015	2016	2017E	2018E
Receita Líquida	4.802	5.015	5.888	6.646
Crescimento A/A		4%	17%	13%
EBITDA	1.913	2.029	2.735	3.204
Crescimento A/A		6%	35%	17%
Margem EBITDA	39,8%	40,5%	46,4%	48,2%
Lucro Líquido	-393	-733	-149	473
Crescimento A/A		87%	-80%	-417%
Margem Líquida	-8,2%	-14,6%	-2,5%	7,1%

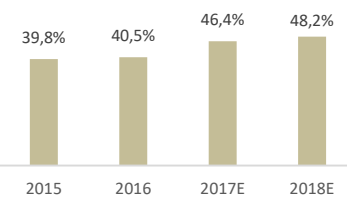
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

Tabela 2. Outras Informações

R\$ Milhões (Exceto %)	
Dívida (Caixa) Líquido	9.437
Ações em Circulação	1.559
Market Capitalization	20.096
Performance da Ação	
Últ. Semana	5%
Últ. Mês	7%
Acumulada Ano	110%
Últimos 12 Meses	109%

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos

Gráfico 2. Evolução da Mg. EBITDA



Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

CATALISADORES

1. Clima e Safras. Conforme já mencionado, cerca de 70% do volume transportado pela Rumo consiste em grãos. Um clima mais favorável que o esperado pode resultar em safras mais fortes, e consequentemente impulsionar a receita da empresa.

2. Renovação antecipada da concessão. A concessão da Malha Paulista, responsável hoje por conectar a carga do Mato Grosso ao Porto de Santos, vence em 2028. A renovação antecipada dessa malha está em discussão com o Governo, e há chances de que aconteça, embora sem um *timing* previsto. A renovação será importante, dado que o Porto de Santos se trata de um escoamento de volume importante. Vale mencionar que caso a renovação não aconteça, o contrato inicial prevê que a Rumo tenha desconto na utilização dessa malha.

3. Empréstimo do BNDES. Também sem *timing* definido, o empréstimo de até R\$ 3,5 bi será de grande importância para que a empresa prossiga com o plano de investimentos, e consiste em um catalisador importante.

RISCOS

1. Quebra nas safras. Da mesma forma que pode ser um catalisador positivo, um clima que não favoreça a produção de grãos pode, em um cenário extremo, resultar em quebra nas safras, como vimos em 2016.

2. Alavancagem. O endividamento alto da empresa se torna um ponto de atenção relevante considerando que ainda há mais de R\$ 4,5 bi de Capex a ser executado nos próximos anos. É importante que a Rumo continue apresentando ganhos operacionais e que consiga entrar em trajetória de geração de caixa em um futuro próximo (~2 anos).

Disclaimer

- 1) Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.
- 2) Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.
- 3) O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.
- 4) O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Instrução CVM nº 483/10 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.
- 5) Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.
- 6) O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a ICVM nº 497/2011, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.
- 7) Os produtos apresentados neste relatório podem não ser adequados para todos os tipos de cliente. Antes de qualquer decisão, os clientes deverão realizar o processo de suitability e confirmar se os produtos apresentados são indicados para o seu perfil de investidor. Este material não sugere qualquer alteração de carteira, mas somente orientação sobre produtos adequados a determinado perfil de investidor.
- 8) A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.
- 9) Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.
- 10) A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.
- 11) O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: www.xpi.com.br.
- 12) A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.
- 13) A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas.
- 14) *O investimento em ações é indicado para investidores de perfil moderado e agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto.*
- 15) *O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.*
- 16) *O investimento em termos é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. São contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.*
- 17) *O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos, e por isso é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.*
- 18) ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.