



Infraestrutura de Grãos

Atualizando Estimativas do Segmento de Infraestrutura de Grãos;
O Início do Ciclo de Suboferta: Alta Convicção em RAIL3 e HBSA3

Infraestrutura de Grãos

Atualizando Estimativas do Segmento de Infraestrutura de Grãos; O Início do Ciclo de Suboferta: Alta Convicção em RAIL3 e HBSA3

Lucas Barbosa; Lucas Esteves; Gabriel Tinem

Resumo: Nos últimos anos, prevemos que a logística de exportação de grãos do Mato Grosso (MT) ficará aquém da capacidade. Após o crescimento de 51% da produção de grãos do estado desde 2019, o MT passou rapidamente de um ciclo de excesso de oferta para um ciclo de falta de oferta, que acreditamos que poderia se ampliar ainda mais na próxima década e resultar em um déficit de 8 Mt/ano (~1,3x a capacidade do segundo maior *player*). Esperamos que esta situação impulse fortes tendências de preços em 2024 para Rumo e Hidrovias do Brasil (o principal catalisador para as nossas revisões de 9-22% nas estimativas de EBITDA 2024 para ambos os nomes) e apoie o crescimento do *yield* acima da inflação na próxima década. Reiteramos, portanto, nossa recomendação de “Compra” tanto para RAIL3 quanto para HBSA3. Vemos um *upside* de 7% para o atual consenso de EBITDA 2024E da Rumo baseado na Bloomberg.

RAIL3 ou HBSA3? Embora gostemos de ambos os ativos, vemos perfis de investimento notavelmente diferentes: RAIL3 é um ativo de menor risco devido à sua menor alavancagem e maior liquidez de ações, apresentando um *valuation* interessante [TIR implícita de 13,6% (real, R\$) ou 7,0x EV/EBITDA 2024E] e um forte CAGR de EBITDA (16% em 2023-30E, possibilitado por investimentos ambiciosos nos próximos anos, o que provavelmente poderá resultar em alguns anos de fluxo de caixa negativo). Por outro lado, HBSA3 é uma aposta de maior risco devido à sua maior alavancagem e menor liquidez das ações, mas apresenta um *valuation* mais descontado [TIR de 15,5% (real, R\$), ou 5,3x EV/EBITDA 2024E] e já poderia iniciar um ciclo de FCL positivo a partir de 2024E.

Sobre a expansão da colheita de grãos em MT. Segundo estudo realizado pelo IMEA, em 2018 o estado tinha 14,2 milhões de hectares de área disponível com potencial para produção de grãos (sem contabilizar o desmatamento), equivalente a 1,6x a área de colheita de soja utilizada no estado na época. Dito de outra forma, em um momento em que a maioria das regiões globais produtoras de cereais estão atingindo o seu limite em termos de área de colheita, e enquanto a demanda continua a crescer, o MT tem espaço e custos competitivos para suprir a demanda alimentar mundial. Em nosso modelo proprietário, estimamos que o estado consuma 43% dessa área disponível até 2033 e 67% até 2043, resultando em um crescimento das exportações de grãos a uma CAGR de 3,7% nos próximos 10 anos e 3,5% nos próximos 20 anos. Em termos absolutos, as exportações incrementais de cereais representam 33 Mt nos próximos dez anos, acima

Santander Equity Research

Transportes
25 de outubro de 2023

Índice

- Resumo/Introdução
- 1. Rumo
- 2. Hidrovias do Brasil

do crescimento estimado da nossa capacidade logística de exportação de ~24 Mt, resultando num déficit de 8 Mt (~1,3x a capacidade do segundo maior *player*).

Atualizando nossos modelos. Estamos atualizando nossos modelos para incorporar a visão mais construtiva de precificação em 2024, bem como as projeções macroeconômicas atualizadas do Santander e os resultados reportados recentemente.

Rumo (RAIL3)

Elevando o Preço-Alvo (2024E) para R\$ 34,00 vs. R\$ 32,00;
Reiterando a Recomendação de "Compra"

Lucas Barbosa; Lucas Esteves; Gabriel Tinem

Resumo: Estamos atualizando nosso modelo e mantendo a recomendação de "Compra" para Rumo. A ação é nossa *top pick* entre as empresas de Transporte & Bens de Capital do Brasil sob nossa cobertura. Nossa visão favorável para RAIL3 é baseada em:

1. **Oferta vs. demanda favorável para os próximos 5 a 10 anos** (o total de projetos de logística de grãos anunciados em Mato Grosso (MT) atende apenas 75% das exportações incrementais), o que poderia apoiar ainda mais uma expansão dos preços e levar a revisões altistas dos lucros nos próximos anos.
2. **Forte crescimento do EBITDA** com CAGR de EBITDA de ~16% para 2023-30E.
3. **Projeto ferroviário Lucas do Rio Verde (LRV) dando poder de precificação e competitividade** à malha da Rumo.
4. **Valuation atrativo** tanto da perspectiva da TIR implícita (13,6%, em termos reais em R\$) quanto da perspectiva EV/EBITDA (7,0x para 2024E).

Mudanças nas estimativas: Estamos atualizando nossas estimativas para levar em conta os resultados publicados recentemente, as projeções macroeconômicas atualizadas do Santander e uma perspectiva revisada para os próximos anos. Como resultado, nossas estimativas de EBITDA 2024-25 são ~8% maiores, em média, do que nossos números anteriores.

Valuation: Avaliamos a empresa usando uma metodologia de FCFE, assumindo um Ke de 14,2% (anteriormente 14,7%) e crescimento perpétuo de 3,0% (inalterado), ambos em termos nominais em reais. A Rumo está negociando atualmente a uma TIR implícita de 13,6% (real, R\$, alavancada), ~8 p.p. acima do título do governo brasileiro com vencimento em 10 anos e em 7,0x EV/EBITDA 2024E, o que é significativamente inferior à média dos últimos 5 anos de 11,0x.

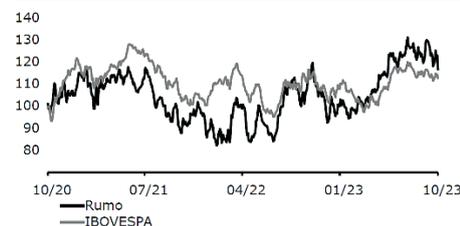
Santander Equity Research

Transportes
25 de outubro de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 34,00

Desempenho de Preços (R\$)



Rumo

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2022–24E

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
P&L Account			
Revenues	9,842	10,764	13,440
EBITDA	4,534	5,564	7,417
EBITDA YoY Change (%)	35.3	22.7	33.3
EBITDA as % of Revenue	46.1	51.7	55.2
EBIT	2,567	3,421	4,900
Net Financial Result	(2,329)	(2,584)	(2,007)
Taxes	(193)	(168)	(578)
Net Profit	45	670	2,314
Adj Net Profit	45	670	2,314
YoY Change (%)	(71.0)	1,389.2	245.3
as % of Revenues	0.5	6.2	17.2
Cash Flow			
EBITDA	4,534	5,564	7,417
Changes in Wkg. Capital	50	(223)	(134)
Capital Expenditures	(2,718)	(3,683)	(5,390)
Cash Financials	(2,329)	(2,584)	(2,007)
Cash Taxes	(193)	(168)	(578)
Free Cash Flow to Equity	(656)	(1,094)	(693)
Dividends	(39)	(103)	(373)
Change in Net Fin. Debt	(3,976)	790	2,516
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	8,225	8,611	10,752
Current Assets	1,530	1,759	2,011
Non-Curr Assets (ex g'will)	36,197	37,706	40,542
Total Assets	45,952	48,075	53,305
Current Liabilities	5,691	5,696	5,815
Non-Current Liabilities	24,851	26,370	29,504
Shareholders' Equity	15,410	16,009	17,986
Total Liabilities & Equity	45,952	48,075	53,305
Net Financial Debt	7,676	8,461	9,227
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	87.4	15.4	16.1
ROCE (%)	1.7	9.7	13.6
EV/EBIT (x)	18.2	14.9	10.6
FCFF Yield (%)	(0.5)	2.0	1.9
P/BV (x)	2.1	2.5	2.2

Fontes: Estimativas Santander e Dados da Companhia.

Onde Estamos vs. Consenso

Figura 1 – Nossas Estimativas vs. Consenso

Estimates	Net Revenue (R\$ million)			EBITDA (R\$ million)			Net Income (R\$ million)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Santander	10,764	13,440	15,297	5,564	7,417	8,610	670	2,314	3,306
Consensus	11,021	12,934	14,380	5,574	6,961	7,931	861	1,845	2,373
Δ	-2%	4%	6%	0%	7%	9%	-22%	25%	39%

Fontes: Bloomberg e Estimativas do Santander Research.

Mudanças de Estimativas

Estamos atualizando nosso modelo da Rumo para levar em consideração os resultados do 1S23, as projeções macro atualizadas do Santander e nossas novas projeções para a logística de grãos no 2S23 e em 2024. Como resultado, nossas estimativas de EBITDA 2024-25 são ~8% maiores, em média, do que nossos números anteriores.

Figura 2 – Mudanças em Nossas Estimativas

Estimates	Net Revenue (R\$ million)			EBITDA (R\$ million)			Net Income (R\$ million)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
New	10,764	13,440	15,297	5,564	7,417	8,610	670	2,314	3,306
Old	10,886	12,484	14,205	5,620	6,787	7,996	640	1,658	2,559
Δ	-1%	8%	8%	-1%	9%	8%	5%	40%	29%

Fonte: Estimativas do Santander Research.

Valuation

Avaliamos a empresa usando uma metodologia FCFE, assumindo um Ke de 14,2% (anteriormente 14,7%) e crescimento perpétuo de 3% (inalterado), ambos em termos nominais em reais. A Rumo está negociando atualmente a uma TIR implícita de 13,6% (real, R\$, alavancada), ~8 p.p. acima do título do governo brasileiro com vencimento em 10 anos, e a 7,0x EV/EBITDA 2024E, o que é significativamente inferior à média dos últimos 5 anos de 11,0x.

Riscos

Em nossa opinião, os principais riscos para a Rumo incluem:

1. Déficit na safra de milho;
2. Riscos comerciais globais, incluindo escassez de fertilizantes;
3. Potenciais mudanças no marco regulatório ferroviário do Brasil;
4. Incertezas relacionadas ao retorno dos projetos em que a empresa possa estar envolvida;
5. Intervenção governamental desfavorável; e
6. Potenciais novos aumentos nas taxas de juros brasileiras, o que poderia afetar os resultados financeiros da Rumo.

Hidroviás do Brasil (HBSA3)

Apresentando o Preço-Alvo de R\$ 6,10 (2024E) vs. R\$ 3,60 (2023E);
Reiterando a Recomendação para "Compra"

Lucas Barbosa; Lucas Esteves; Gabriel Tinem

Resumo: Estamos atualizando nosso modelo e reiterando nossa recomendação de "Compra" para Hidroviás do Brasil com base em quatro fatores principais: (i) *valuation* atrativo (TIR implícita de 15,5% em reais, alavancada); (ii) forte momento operacional – crescimento esperado do EBITDA oscilando em ~15-25% ao ano em 2023-24E, com crescimento de lucros de longo prazo apoiado pela suboferta de logística de grãos em Mato Grosso; (iii) perfil defensivo (contratos *take-or-pay* de longo prazo e negócios vinculados ao dólar representam ~60% e ~40%, respectivamente, do EBITDA ex-holding de 2023E); e (iv) início do ciclo de geração de FCL em 2024.

Mudanças nas estimativas: Estamos atualizando nosso modelo para a Hidroviás do Brasil para levar em consideração os resultados do 1S23, as projeções macro atualizadas do Santander e nossa perspectiva atualizada para a empresa. Como resultado, nossas estimativas de EBITDA 2024-25 são ~22% maiores, em média, do que nossos números anteriores.

Valuation: Avaliamos a Hidroviás do Brasil através de uma metodologia FCFE, com K_e de 15,5% (anteriormente 17,3%) e crescimento perpétuo de 4,5% (vs. 3,5%), ambos em termos nominais em reais. A empresa está negociando atualmente a 5,3x EV/EBITDA 2024E, significativamente abaixo da mediana dos últimos 5 anos de 7,3x. Neste relatório, apresentamos nosso preço-alvo (2024E) de R\$ 6,10, substituindo o nosso preço-alvo (2023E) de R\$ 3,60. Nosso novo preço-alvo implica um potencial de alta de 58% em relação ao preço atual da HBSA3.

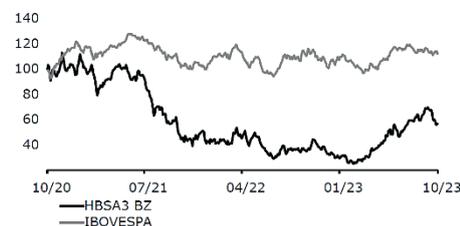
Santander Equity Research

Transportes
25 de outubro de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 6,10

Desempenho de Preços (R\$)



Hidrovias do Brasil

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2022–24E

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
P&L Account			
Revenues	1,768	2,109	2,367
EBITDA	761	900	1,111
EBITDA YoY Change (%)	25.6	18.2	23.4
EBITDA as % of Revenue	43.1	42.7	46.9
EBIT	317	580	712
Net Financial Result	(233)	(262)	(337)
Taxes	(92)	(48)	(80)
Net Profit	(8)	269	295
Adj Net Profit	(8)	155	294
as % of Revenues	(0.5)	7.4	12.4
Cash Flow			
EBITDA	761	900	1,111
Lease Payments	0	0	0
Changes in Wkg. Capital	91	(32)	(101)
Capital Expenditures	(179)	(272)	(374)
Cash Financials	(233)	(262)	(337)
Cash Taxes	(92)	(48)	(80)
Other Cash Items	0	0	0
Free Cash Flow to Equity	348	285	218
Dividends	0	0	0
Capital Increases/Other	91	135	0
Change in Net Fin. Debt	(374)	(57)	40
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	735	1,056	1,326
Current Assets	555	663	720
Goodwill	0	0	0
Non-Curr Assets (ex g'will)	5,074	4,993	4,956
Total Assets	6,364	6,712	7,002
Current Liabilities	692	792	749
Non-Current Liabilities	4,340	4,299	4,337
Shareholders' Equity	1,331	1,622	1,916
Total Liabilities & Equity	6,364	6,712	7,002
Net Financial Debt	3,531	3,153	2,923
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	0.0	0.0	0.0
ROCE (%)	(0.6)	10.2	11.6
EV/EBIT (x)	17.6	10.5	8.2
FCFF Yield (%)	1.8	7.0	8.4
P/BV (x)	1.6	1.8	1.5

Fontes: Estimativas Santander e Dados da Companhia.

Onde Estamos vs. Consenso

Figura 1 – Nossas Estimativas vs. Consenso

Estimates	Net Revenue (R\$ million)			EBITDA (R\$ million)			Net Income (R\$ million)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Santander	2,109	2,367	2,557	900	1,111	1,219	269	295	417
Consenso	2,046	2,350	2,550	943	1,142	1,280	235	324	439
Δ	3%	7%	0%	-5%	-3%	-5%	15%	-9%	-5%

Fontes: Bloomberg e Estimativas do Santander Research.

Mudanças de Estimativas

Estamos atualizando nosso modelo da Hidrovias do Brasil para levar em consideração os resultados do 1S23, as projeções macro atualizadas do Santander e nossa perspectiva atualizada para a empresa. Como resultado, nossas estimativas de EBITDA 2024-25 são ~22% maiores, em média, do que nossos números anteriores.

Figura 2 – Mudanças em Nossas Estimativas

Estimates	Net Revenue (R\$ million)			EBITDA (R\$ million)			Net Income (R\$ million)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
New	2,109	2,367	2,557	900	1,111	1,219	269	295	417
Old	1,910	2,004	2,145	896	912	993	249	126	219
Δ	10%	18%	19%	0%	22%	23%	8%	134%	91%

Fonte: Estimativas do Santander Research.

Valuation

Avaliamos a Hidrovias do Brasil através de uma metodologia FCFE, com Ke de 15,5% (anteriormente 17,3%) e crescimento perpétuo de 4,5% (vs. 3,5%), ambos em termos nominais em reais. A empresa está sendo negociada atualmente a 5,3x EV/EBITDA 2024E, significativamente abaixo da mediana dos últimos 5 anos de 7,3x. Neste relatório, apresentamos nosso preço-alvo (2024E) de R\$ 6,10, substituindo o nosso preço-alvo (2023E) de R\$ 3,60. Nosso novo preço-alvo implica um potencial de alta de 58% em relação ao preço atual da HBSA3.

Riscos

Em nossa opinião, os principais riscos para a Hidrovias do Brasil incluem:

1. Incertezas relacionadas a potenciais mudanças no marco regulatório brasileiro;
2. Incertezas relacionadas ao retorno de novos projetos nos quais a empresa possa estar envolvida;
3. Intervenção governamental desfavorável; e
4. Potenciais aumentos nas taxas de juros brasileiras que poderiam afetar os resultados da Hidrovias do Brasil.

Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nosso ver na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Nós, **Lucas Barbosa**, **Lucas Esteves** e **Gabriel Tinem**, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

© 2023 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados