

## A potencial jóia do setor portuário

Iniciamos a cobertura de LLX com recomendação de compra e preço alvo em 12 meses calculado em R\$ 4,00 por ação. O potencial de retorno é de 210,1% com base na cotação de fechamento de 11.11.08.

Os principais pontos favoráveis e oportunidades são:

- O valor de mercado corrente de R\$ 462 milhões é 36% superior ao caixa da empresa em junho de 2008 e inferior ao valor contábil do patrimônio líquido. Esta distorção é reforçada pelo altíssimo potencial de retorno encontrado em nosso modelo de avaliação;
- Os dois portos a serem construídos no Rio de Janeiro contam com excelente localização e serão capazes de atender a estados representativos de 75% do PIB brasileiro;
- Os dois terminais portuários a serem desenvolvidos contarão com calado mais profundo em relação à média nacional, equipamentos mais modernos e estrutura restante de custos mais enxuta, o que deverá permitir a redução de maneira substancial do frete marítimo, tanto para granéis sólidos e líquidos como para contêineres;
- Os principais acionistas contam com a utilização dos portos para escoamento das exportações de minério de ferro proveniente de atividades de extração de outras empresas de mesma titularidade;
- *Management* da empresa extremamente experiente e qualificado;
- O BNDES possivelmente financiará 75% a 80% dos empreendimentos a taxas bastante atrativas, já tendo inclusive aprovado a liberação de R\$ 1,3 bilhão para um dos projetos;

Como principais pontos fracos e riscos enumeramos:

- Um dos portos, conhecido como Porto Sudeste, ainda não recebeu as licenças necessárias, embora o andamento em curso esteja dentro do cronograma inicialmente previsto;
- A logística de acesso aos portos por via ferroviária através da FCA e MRS demandará investimentos, para os quais no caso específico do Porto do Açu não está prevista em nosso modelo a participação da LLX nestes desembolsos;
- A desaceleração da economia mundial pode inibir o potencial do volume de carga movimentado nos portos da LLX. Adicionalmente, a movimentação de minério de ferro responderá por 60% da receita da companhia em 2016, demonstrando certa concentração excessiva;
- A nova regulamentação do setor exige a necessidade de licitação para portos privados de uso misto, o que impõe maior competição para o crescimento através de eventuais novos empreendimentos;

Recomendação	Comprar
Preço Alvo	R\$ 4,00
Ticker	LLXL3
Preço Atual (11/11/08)	R\$ 1,29
Retorno Total Potencial	210,1%
Máx. / Min.	5,71 / 0,54
Vol. médio 21d (R\$ mm)	2,2
Nº de ações (mil)	358,365
% ON	100,0%
Free Float (%)	48,7%
Valor de Mercado	R\$ 462,290 mm
Valor da Empresa	R\$ 123,111 mm

Fonte: Economática e Votorantim Corretora

### Indicadores

P/L (est. 08)	Neg.
Lucro Líq. (CAGR 07-10)	Neg.
EV / EBITDA (est. 08)	Neg.
EBITDA (CAGR 07-10)	Neg.
Div. Líq. / EBITDA (est. 08)	Neg.
Dividend Yield (est. 08)	-
FCF Yield (est. 08)	Neg.

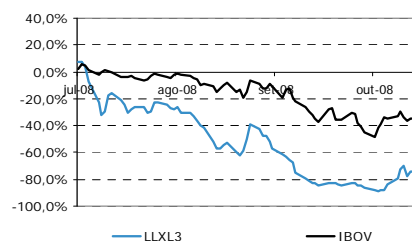
Fonte: Votorantim Corretora

### Resultados (R\$ mm)

	2007	2008E	2009E
Receita Líq.	N.A.	N.A.	N.A.
Lucro Bruto	N.A.	N.A.	N.A.
Mg. Bruta	N.A.	N.A.	N.A.
EBITDA	N.A.	(4,0)	(10,0)
Mg. EBITDA	N.A.	N.A.	N.A.
Lucro Líquido	N.A.	(12,1)	(188,1)
Mg. Lucro Líq.	N.A.	N.A.	N.A.

Fonte: Votorantim Corretora

### Performance da Ação



Fonte: Economática

### Analista Responsável

Felipe Cunha

Tel: (55 21) 2237-8653

felipe.cunha@votorantimcorretora.com.br

## Tese de Investimento

### Pontos Fortes e Oportunidades

- **Preço Atual Depreciado:** o preço atual da LLX implica em um valor de mercado de R\$ 451 milhões, cerca de 36% acima do próprio caixa líquido reportado no resultado do 2T08 de R\$ 339 milhões e inferior ao valor contábil do patrimônio líquido de R\$ R\$ 405 milhões. Esta situação, em nossa opinião, revela uma evidente distorção de valor.
- **Localização Privilegiada:** os dois portos previstos (Porto do Açú, desmembrado nas empresas a LLX Minas-Rio e LLX Açú, e Porto Sudeste) pela LLX estão situados no Estado do Rio de Janeiro, no entanto a área de influência é composta por 9 (nove) diferentes Estados espalhados pelas regiões Sudeste, Sul e Centro-Oeste, que respondem por praticamente 75% do PIB brasileiro.
- **Competitividade da Estrutura Portuária da LLX:** os portos da companhia contarão com calado de 18,5 metros, acima da média nacional de 14 metros, conferindo maior atratividade a estes terminais perante diversas embarcações, visto que serão capazes de até mesmo atender navios *cape-size*. Esta solução permitirá a redução do frete marítimo pago por exportadores e importadores no caso tanto de granéis sólidos e líquidos como de contêineres.

Esta competitividade é reforçada ainda pelas menores taxas incidentes sobre portos privados e pela presença de equipamentos portuários de última geração.

- **Complementaridade com relação às Atividades dos Principais Acionistas:** as atividades da MMX Minas Rio e da MMX Sudeste serão responsáveis por cerca de 70% da movimentação da LLX Minas-Rio e de 80% da LLX Sudeste no longo prazo. Somente a LLX Açú não conta de maneira tão evidente com benefícios advindos da complementaridade das outras atividades dos principais acionistas. Este cenário é um evidente mitigador para o risco associado aos *greenfields*.
- **Management experiente e qualificado:** os principais executivos contam com diversos anos de experiência em empresas de ponta tais como Vale e BNDES e no próprio setor portuário nacional. A presença de profissionais capacitados é fundamental para transformar este *greenfield* em um empreendimento exitoso.
- **Baixo custo de capital de terceiros:** o BNDES será provavelmente o financiador dos empreendimentos previstos. Pelas atuais determinações, o banco de desenvolvimento poderia financiar até 80% do valor total do investimento e o custo médio estimado para esta dívida, devidamente ponderado entre recursos diretos e repasses por outros bancos, está estimado em TJLP mais 2,5% ao ano (este custo já está assegurado para a LLX Minas Rio, e para as demais esperamos um *spread* levemente superior). O prazo deverá ser de 12 (doze) anos, contemplando carência durante a construção.

Para a LLX Minas-Rio, o BNDES já aprovou a liberação de R\$ 1,3 bilhão.

- **Setor prioritário para o desenvolvimento nacional:** o desenvolvimento do setor portuário nacional bem como a implementação de avanços na infraestrutura logística nacional são temas centrais para o Governo Federal. Adicionalmente, o desempenho recente do setor, com um crescimento de aproximadamente 11% no volume movimentado em 2007, bem como a operação já a plena capacidade de portos importantes, abrem espaço para novos terminais portuários.

## Pontos Fracos e Riscos

- **Licenças para os Empreendimentos:** a obtenção das licenças para o funcionamento dos portos é um processo longo e exige intensa negociação entre as partes envolvidas.

O Porto do Açú conta com todas as licenças já devidamente emitidas. Por sua vez, para o Porto Sudeste, a licença prévia ambiental ainda não foi sequer concedida – no entanto o estudo EIA/RIMA foi entregue e está sendo aguardado o agendamento de audiência pública possivelmente para novembro. Somente mediante a obtenção deste documento, a licença de implantação e a autorização da ANTAQ deverão ser concedidas, possivelmente em 2009. Este porto contará com movimentação principalmente de carga própria/do mesmo acionista (minério da MMX Sudeste) e portanto não deverá ser impactado pela nova regulamentação do setor emitida na última semana de outubro/2008, que torna obrigatória a licitação para novos portos privados de uso misto.

- **Caráter Preliminar dos Empreendimentos:** embora os ativos de mineração dos próprios acionistas devam utilizar os serviços da LLX e no momento mais de 40 memorandos de entendimentos já tenham sido assinados com terceiros interessados na instalação de suas fábricas nas áreas dos portos e/ou mesmo na movimentação de suas cargas nos terminais da LLX, o início das operações da LLX está previsto somente para 2010, ainda assim em regime parcial através de uma de suas subsidiárias. Estas características representam um fator restritivo à alocação de recursos em ações da LLX, dado o momento de aversão ao risco.

- **Logística de Acesso aos Portos:** os portos da LLX serão servidos por acessos ferroviários de propriedade da FCA e MRS, pertencentes a concorrentes da MMX, por sua vez, controlada pelo mesmo acionista da LLX. Embora estas empresas operem sob o regime de concessão, e portanto não possam criar nenhum tratamento diferenciado entre clientes, este risco deve ser monitorado.

Adicionalmente, certos investimentos serão necessários para otimizar estes acessos ferroviários. Em nosso modelo de avaliação não está prevista a participação da LLX nos investimentos necessários à integração com a FCA no Porto do Açú. Está somente contemplado o investimento no caso específico do acesso ferroviário ao Porto Sudeste.

- **Desaceleração da economia mundial:** parte do volume a ser movimentado nos portos da LLX advém de expansões de indústrias siderúrgicas, de *players* do mercado de petróleo e gás natural, entre outros. A desaceleração econômica nacional, com variação do PIB real estimada para 2009 em 2,5% diante de estimativas anteriores de 4,5%, e recessão em forças econômicas como EUA e Europa, pode retardar ou mesmo cancelar empreendimentos importantes à operação dos portos LLX.

Aliás, existirá uma concentração razoável do faturamento em torno da movimentação de minério de ferro, que responderá por cerca de 60% do faturamento em 2016. Diante disso, as próprias perspectivas de curto prazo, que apontam até mesmo para uma potencial redução de preço de até 20% para este produto nas negociações entre mineradoras e importadores no próximo ano, podem provocar um realinhamento das tarifas estimadas para a movimentação deste produto nos portos da LLX (embora esta questão seja menos relevante para a LLX Minas Rio, que obteve a garantia de um retorno de 15% para a firma em dólar em moeda constante para a operação envolvendo somente o mineroduto).

## Valuation

Realizamos separadamente a avaliação de cada um dos empreendimentos da LLX: LLX-Minas Rio, LLX Açú e LLX Sudeste. Para efeito de cálculo do valor da participação da LLX nestes três projetos, aplicamos os percentuais detidos pela empresa em cada um deles, a saber: 51%, 70% e 70%, respectivamente.

Com base nestas avaliações através do fluxo de caixa do acionista descontadas à taxa de 22,7% e crescimento nominal perpétuo de 4,5% encontramos o preço alvo de R\$ 4,00 por ação para os próximos doze meses e recomendamos a COMPRA das ações da LLX.

A ação tem potencial de valorização (e retorno total) de 210,1% com base na cotação de fechamento de 11 de novembro de 2008. Desta forma, comparado a um retorno justo esperado de 23,2% para o Ibovespa (taxa livre de risco + prêmio de risco), as ações possuem um potencial bastante elevado de apreciação.

Tabela 01: **Fluxo de Caixa Descontado**

	<b>R\$ milhões</b>
Valor Presente do Fluxo de Caixa do Acionista (51% - LLX Minas Rio)	459,9
Valor Presente do Fluxo de Caixa do Acionista (70% - LLX Açú)	329,3
Valor Presente do Fluxo de Caixa do Acionista (70% - LLX Sudeste)	285,4
Valor do Caixa da LLX S.A. (Consolidado)	339,2
<b>VP do FC do Acionista</b>	<b>1.413,8</b>
Total de Ações (mil)	358.365
<b>Valor por Ação - Target Price (12 meses)</b>	<b>4,00</b>
Preço Atual (07/11/2008)	1,29
Upside	210,1%
<b>Retorno Total</b>	<b>210,1%</b>

Fonte: Votorantim Corretora

Tabela 02: **Taxa de Desconto (CAPM)**

<b>Custo de capital próprio</b>	<b>22,7%</b>
Taxa livre de risco - NTN-F 2017 (11/11/2008)	17,7%
Prêmio de risco	5,5%
Beta	0,9

Fonte: Votorantim Corretora

## Principais Premissas: Conceitos Gerais

As premissas utilizadas em nosso modelo de avaliação foram baseadas principalmente no estudo de viabilidade econômico-financeira preparado pela consultoria Verax e disponibilizado ao mercado pela LLX.

Esta empresa trabalhou inicialmente durante praticamente 6 (seis) meses nesta avaliação, tendo a versão inicial deste estudo, inclusive, fundamentado a compra pelo fundo de pensão canadense Ontario Teachers Pension Plan de 15% do capital da LLX em setembro de 2007. Posteriormente, em meados de 2008, o trabalho foi atualizado para ser disponibilizado ao mercado.

As informações relativas à receita foram calcadas em estimativas da LLX, práticas comparáveis em outros portos e suposições da consultoria contratada.

Por sua vez, o OPEX e CAPEX neste estudo foram fornecidos por empresas de engenharia e de consultoria especializadas, tais como Sandwell, Planave, RAM Engenharia, Logiserv e Natrontec.

As premissas no estudo mencionado foram determinadas em dólares em moeda de poder aquisitivo constante. Já para o nosso modelo de avaliação, foram devidamente convertidas para reais, contemplando-se inclusive a inflação local.

Para os modelos das subsidiárias LLX Minas-Rio, LLX Açú e LLX Sudeste, foram utilizadas como premissas gerais:

- 20% do CAPEX de cada um dos empreendimentos está atrelado ao dólar. Para a parcela restante em reais, os valores base foram convertidos conforme as estimativas da LLX. Para tal propósito, a empresa consideram uma cotação média de 2,10 no caso da LLX Açú e LLX Sudeste e de 2,35 para a LLX Minas-Rio;
- Taxa anual média de depreciação de 5% ao ano, o que resulta em uma vida útil contábil dos ativos de 20 anos;
- Impostos e Deduções da Receita Bruta de 11,25% ao ano, representando tanto a incidência de ISS como PIS/COFINS;
- Crédito de Impostos relativo a 15% dos custos e despesas e de 9,25% da depreciação lançados como recuperação de despesas na rubrica gerais e administrativas;

Ao final desta seção, encontram-se as demonstrações financeiras consolidadas da LLX, que abrangem 51% da LLX Minas Rio, 70% da LLX Açú e 70% da LLX Sudeste.

## Premissas: LLX Minas Rio (100%)

Maiores detalhes sobre a empresa são encontrados na seção destinada à descrição da empresa.

### 1. Volumes

A partir de 2014, serão recebidos através de dois minerodutos e movimentados em suas operações portuárias 53,2 MTPA de *pellet feed* oriundos da Anglo American. Serão 43,2 MTPA destinados à exportação e 10,0 MTPA absorvidos pela usina siderúrgica a ser construída no Porto do Açú.

Para esta operação, a tarifa será sempre reposicionada a fim de garantir para a empresa um retorno de 15% em dólar em moeda de poder aquisitivo constante.

Adicionalmente, haverá escoamento de outros 20 MTPA de minério de acordo com meta prevista para ser alcançada em 2017. Este volume será recebido através de acesso ferroviário.

Tabela 03: **Volumes na LLX Minas Rio em MTPA (Minério de Ferro)**

<b>Min. de Ferro</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Mineroduto	20,0	26,6	34,6	46,6	53,2	53,2	53,2
- Exportação	20,0	26,6	34,6	43,2	43,2	43,2	43,2
- Siderúrgica	-	-	-	3,4	10,0	10,0	10,0
Ferrovário	-	-	-	4,0	8,0	12,0	16,0
<b>TOTAL</b>	<b>26,6</b>	<b>26,6</b>	<b>34,6</b>	<b>50,6</b>	<b>61,2</b>	<b>65,2</b>	<b>69,2</b>

Fonte: Verax

### 2. Tarifas

A tarifa estimada para movimentação é de USD 6,65/ton para o mineroduto e de USD 10,50/ton para a parcela do acesso ferroviário (base 2008). Como este contratos prevêem valores em dólares, em nossa estimativa foram inflacionados pelo índice de preços norte-americano e convertidos pelo câmbio médio dos respectivos anos.

Diante disso, o faturamento líquido da LLX Minas-Rio deverá alcançar aproximadamente R\$ 1,2 bilhão em 2016 (ano de maturidade do empreendimento).

### 3. EBITDA

As estimativas de custo variável para as operações de movimentação do minério de ferro apontam para uma parcela de aproximadamente 3% da receita bruta. Somente a título informativo, os valores referentes a estas operações (base 2008) são USD 0,16/ton e USD 0,31/ton para o mineroduto e acesso ferroviário, respectivamente.

Para o custo fixo destas operações, e adicionalmente despesas gerais e administrativas e outras despesas da *holding* a serem absorvidas pela subsidiária, estimamos valores em torno de R\$ 85 milhões em 2016.

Diante disso, a margem EBITDA estimada de longo prazo é de aproximadamente 90%. Este valor expressivo é coerente com portos de minério espalhados pelo mundo (penalizados por sua vez pelo alto CAPEX na construção), e no caso por exemplo do porto administrado em Itaguaí pela CSN as tarifas praticadas são inclusive maiores.

### 4. CAPEX

Os investimentos totais neste empreendimento estão estimados em USD 900 milhões (sendo USD 149 milhões investidos até meados de 2008). Considerando o cronograma de desembolsos, o montante total equivale a praticamente R\$ 1,9 bilhão.

Tabela 04: Demonstrações Financeiras Sumarizadas da LLX Minas-Rio

<b>Resultados (R\$ mil)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Receita Líquida	254.744	364.185	509.789	776.005	907.180	1.029.626	1.156.624
Custos dos Serviços.	(30.188)	(40.481)	(53.104)	(72.672)	(80.541)	(86.359)	(92.453)
Despesas Gerais e Adm.	(9.175)	(9.557)	(9.955)	(13.212)	(13.762)	(14.336)	(14.933)
Despesas da Holding	(2.795)	(2.920)	(3.052)	(3.709)	(3.863)	(4.024)	(4.192)
Crédito de Impostos	13.515	15.212	17.263	20.785	22.148	23.208	24.315
<b>EBITDA</b>	<b>226.100</b>	<b>326.439</b>	<b>460.940</b>	<b>707.198</b>	<b>831.163</b>	<b>948.115</b>	<b>1.069.361</b>
Depreciação e Amortiz.	(82.271)	(83.313)	(84.367)	(85.435)	(86.517)	(87.612)	(88.721)
<b>EBIT</b>	<b>143.829</b>	<b>243.126</b>	<b>376.573</b>	<b>621.763</b>	<b>744.646</b>	<b>860.503</b>	<b>980.641</b>
Resultado Financeiro	(119.769)	(110.641)	(100.103)	(89.566)	(66.977)	(30.473)	8.336
Lucro Antes de IR	24.060	132.485	276.470	532.196	677.669	830.031	988.976
IR e CS	(5.726)	(31.532)	(65.800)	(149.354)	(230.407)	(282.210)	(336.252)
<b>Lucro Líquido</b>	<b>18.334</b>	<b>100.954</b>	<b>210.670</b>	<b>382.843</b>	<b>447.262</b>	<b>547.820</b>	<b>652.724</b>
<b>Balanco</b>							
<b>Ativo</b>							
Caixa	-	-	-	-	232.336	578.766	1.004.350
Contas a Receber	21.229	30.349	42.482	64.667	75.598	85.802	96.385
Estoques	2.516	3.373	4.425	6.056	6.712	7.197	7.704
Imobilizado	1.473.520	1.411.036	1.347.760	1.283.684	1.218.796	1.153.087	1.086.547
<b>Total do Ativo</b>	<b>1.497.264</b>	<b>1.444.758</b>	<b>1.394.668</b>	<b>1.354.407</b>	<b>1.533.443</b>	<b>1.824.853</b>	<b>2.194.986</b>
<b>Passivo</b>							
Linhas de Curto Prazo	372.048	337.297	247.526	37.297	-	-	-
Empréstimos (BNDES)	1.324.676	1.204.251	1.083.826	963.401	842.976	722.551	602.126
Fornecedores	5.031	6.747	8.851	12.112	13.423	14.393	15.409
Lucros Acumulados	(204.491)	(103.537)	54.465	341.597	677.043	1.087.909	1.577.452
<b>Total do Passivo</b>	<b>1.497.264</b>	<b>1.444.758</b>	<b>1.394.668</b>	<b>1.354.407</b>	<b>1.533.443</b>	<b>1.824.853</b>	<b>2.194.986</b>
<b>Fluxo de Caixa</b>							
Resultado Operacional	143.829	243.126	376.573	621.763	744.646	860.503	980.641
Depreciação	(82.271)	(83.313)	(84.367)	(85.435)	(86.517)	(87.612)	(88.721)
EBITDA	226.100	326.439	460.940	707.198	831.163	948.115	1.069.361
Var. no BP	(18.713)	(8.262)	(11.082)	(20.554)	(10.276)	(9.719)	(10.075)
Investimentos	(39.353)	(20.828)	(21.092)	(21.359)	(21.629)	(21.903)	(22.180)
Impostos Pagos	(5.726)	(31.532)	(65.800)	(149.354)	(230.407)	(282.210)	(336.252)
Fluxo de Cx. Empresa	162.308	265.817	362.967	515.931	568.850	634.283	700.854
Resultado Financeiro Líq.	(119.769)	(110.641)	(100.103)	(89.566)	(66.977)	(30.473)	8.336
Amortização	-	(120.425)	(120.425)	(120.425)	(120.425)	(120.425)	(120.425)
<b>Fluxo de Cx. Acionista</b>	<b>(45.688)</b>	<b>34.751</b>	<b>142.439</b>	<b>305.940</b>	<b>381.448</b>	<b>483.385</b>	<b>588.764</b>

Fonte: Votorantim Corretora

## Premissas – LLX Açú (100%)

Maiores detalhes sobre a empresa são encontrados na seção destinada à descrição da empresa.

### 1. Volumes

O portfólio de produtos a serem movimentados pela LLX Açú é bem amplo. Será composto por (i) produtos siderúrgicos, (ii) carvão mineral, (iii) contêineres, (iv) GNL e (v) granito. Outras receitas virão do (vi) arrendamento de áreas para empresas estruturantes e outras companhias e da (vii) utilização dos berços como base de apoio às operações *offshore* de diversas empresas.

Tabela 05: **Volumes na LLX Açú**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
(i) Siderúrgicos – em MTPA	-	1,00	1,04	4,28	4,32	7,46	7,50
(ii) Carvão Mineral – em MTPA	-	2,24	3,44	8,65	8,70	11,23	11,65
(iii) Contêineres – em MTEU´s	-	-	0,02	0,09	0,16	0,23	0,30
(iv) GNL – em M m <sup>3</sup>	-	-	-	2,00	4,00	4,00	4,00
(v) Granito – em MTPA	-	0,54	0,90	1,18	1,24	1,28	1,32
(vi) Áreas estruturantes – hec.	-	-	360	360	720	720	1.200
Outras Áreas	-	-	-	-	-	523	959
(vii) Atracações Spot (#)	-	832	832	832	832	832	832
Atracações em contrato	-	84	84	84	84	84	84
Carga movimentada	-	75.276	75.276	75.276	75.276	75.276	75.276
Arrendamento de retroárea	-	30.750	30.750	30.750	30.750	30.750	30.750
Infraestrutura utilizada	-	5.973	5.973	5.973	5.973	5.973	5.973

Fonte: Verax

### 2. Tarifas

No caso da LLX Açú, as receitas serão praticamente 100% em reais. Diante disso, as principais tarifas consideradas são as seguintes (base 2008): produtos siderúrgicos (R\$ 38,90/ton), carvão mineral (R\$ 16,45/ton), contêineres (R\$ 414,80/TEU), GNL (R\$ 8,75/m<sup>3</sup>), granito (valor médio entre blocos e contêineres de R\$ 15,75/ton), áreas estruturantes (R\$ 35 mil/hec. para empresas estruturantes e R\$ 87,5 mil/hec. para outras empresas) e atracções (R\$ 6,2 mil por atracção em contrato e R\$ 26 mil por atracção *spot*).

Diante disso, o faturamento líquido da LLX Açú deverá alcançar aproximadamente R\$ 1,0 bilhão em 2016 (ano de maturidade do empreendimento).

### 3. EBITDA

As estimativas de custo variável oscilam em função de cada produto em um *range* entre aproximadamente 10% e 30%. Para o custo fixo destas operações e ainda despesas gerais e administrativas e outras despesas da *holding* a serem absorvidas pela subsidiária, estimamos valores em torno de R\$ 270 milhões em 2016.

Diante disso, a margem EBITDA estimada de longo prazo para este empreendimento é de praticamente 74%.

### 4. CAPEX

Os investimentos totais neste empreendimento estão estimados em USD 700 milhões (sendo USD 19 milhões investidos até meados de 2008). Considerando o cronograma de desembolsos, este último montante equivale a praticamente R\$ 1,5 bilhão.

Tabela 06: Demonstrações Financeiras Sumarizadas da LLX Açú

<b>Resultados (R\$ mil)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Receita Líquida	-	111.889	164.769	464.993	555.196	868.666	1.019.225
Custos dos Serviços.	-	(39.967)	(54.847)	(161.463)	(183.056)	(273.383)	(296.140)
Despesas Gerais e Adm.	(7.860)	(14.487)	(15.090)	(15.719)	(21.730)	(22.636)	(23.579)
Despesas da Holding	(2.795)	(2.920)	(3.052)	(3.709)	(3.863)	(4.024)	(4.192)
Crédito de Impostos	-	13.996	17.062	33.283	37.561	51.385	55.083
<b>EBITDA</b>	<b>(10.654)</b>	<b>68.511</b>	<b>108.843</b>	<b>317.385</b>	<b>384.108</b>	<b>620.008</b>	<b>750.397</b>
Depreciação e Amortiz.	(54.489)	(63.006)	(71.045)	(72.495)	(73.974)	(75.484)	(77.025)
<b>EBIT</b>	<b>(65.143)</b>	<b>5.505</b>	<b>37.798</b>	<b>244.891</b>	<b>310.133</b>	<b>544.524</b>	<b>673.372</b>
Resultado Financeiro	(59.414)	(76.327)	(78.232)	(75.882)	(65.897)	(58.145)	(48.865)
Lucro Antes de IR	(124.557)	(70.822)	(40.435)	169.009	244.236	486.380	624.507
IR e CS	-	-	-	(40.224)	(78.796)	(165.369)	(212.332)
<b>Lucro Líquido</b>	<b>(124.557)</b>	<b>(70.822)</b>	<b>(40.435)</b>	<b>128.785</b>	<b>165.440</b>	<b>321.011</b>	<b>412.175</b>
<b>Balanco</b>							
<b>Ativo</b>							
Caixa	-	-	-	-	-	-	-
Contas a Receber	-	9.324	13.731	38.749	46.266	72.389	84.935
Estoques	-	3.331	4.571	13.455	15.255	22.782	24.678
Imobilizado	1.004.501	1.111.839	1.201.572	1.158.075	1.113.690	1.068.400	1.022.185
<b>Total do Ativo</b>	<b>1.004.501</b>	<b>1.124.494</b>	<b>1.219.873</b>	<b>1.210.280</b>	<b>1.175.211</b>	<b>1.163.571</b>	<b>1.131.799</b>
<b>Passivo</b>							
Linhas de Curto Prazo	348.660	475.354	570.018	507.842	439.066	265.584	14.860
Empréstimos (BNDES)	843.584	901.043	939.714	845.742	751.771	657.800	563.828
Fornecedores	-	6.661	9.141	26.910	30.509	45.564	49.357
Lucros Acumulados	(187.743)	(258.565)	(299.000)	(170.215)	(46.135)	194.623	503.754
<b>Total do Passivo</b>	<b>1.004.501</b>	<b>1.124.494</b>	<b>1.219.873</b>	<b>1.210.280</b>	<b>1.175.211</b>	<b>1.163.571</b>	<b>1.131.799</b>
<b>Fluxo de Caixa</b>							
Resultado Operacional	(65.143)	5.505	37.798	244.891	310.133	544.524	673.372
Depreciação	(54.489)	(63.006)	(71.045)	(72.495)	(73.974)	(75.484)	(77.025)
EBITDA	(10.654)	68.511	108.843	317.385	384.108	620.008	750.397
Var. no BP	0	(5.994)	(3.167)	(16.134)	(5.718)	(18.595)	(10.650)
Investimentos	(536.717)	(170.344)	(160.778)	(28.998)	(29.590)	(30.194)	(30.810)
Impostos Pagos	0	0	0	(40.224)	(78.796)	(165.369)	(212.332)
Fluxo de Cx. Empresa	(547.371)	(107.826)	(55.102)	232.029	270.004	405.851	496.605
Resultado Financeiro Líq.	(59.414)	(76.327)	(78.232)	(75.882)	(65.897)	(58.145)	(48.865)
Amortização	-	(70.299)	(81.913)	(93.971)	(93.971)	(93.971)	(93.971)
Entrada de Recursos	402.538	127.758	120.583	-	-	-	-
<b>Fluxo de Cx. Acionista</b>	<b>(204.247)</b>	<b>(126.694)</b>	<b>(94.664)</b>	<b>62.176</b>	<b>110.136</b>	<b>253.734</b>	<b>353.768</b>

Fonte: Votorantim Corretora

## Premissas – LLX Sudeste (100%)

Maiores detalhes sobre a empresa são encontrados na seção destinada à descrição da empresa.

### 1. Volumes

A movimentação no porto Sudeste deverá alcançar cerca de 25 MTPA na maturidade. No caso, a MMX Sudeste será responsável por 20 MTPA e os demais 5 MTPA serão movimentados por terceiros.

As últimas notícias veiculam inclusive a possibilidade de um volume de 34 MTPA a ser movimentado pela MMX Sudeste, o que demandaria a construção de um novo berço de atracação. Esta possibilidade não foi conservadoramente considerada em nosso modelo de avaliação.

Tabela 07: **Volumes na LLX Sudeste em MTPA (Minério de Ferro)**

Min. de Ferro	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
TOTAL	-	5,0	10,0	15,0	20,0	25,0	25,0

Fonte: Verax

### 2. Tarifas

A tarifa estimada para movimentação é de USD 10,50 para o minério advindo tanto da MMX Sudeste como de terceiros. Como estes contratos prevêem valores em dólares, em nossa estimativa foram inflacionados pelo índice de preços norte-americano e convertidos pela taxa de câmbio média anual.

Diante disso, o faturamento líquido da LLX Sudeste deverá alcançar aproximadamente R\$ 640 milhões 2016 (ano de maturidade do empreendimento).

### 3. EBITDA

As estimativas de custo variável para as operações de movimentação do minério de ferro apontam para uma parcela de aproximadamente 7% da receita bruta. Somente a título informativo, o valor referente a esta operação é USD 0,76/ton (base 2008).

Para o custo fixo destas operações, e ainda despesas gerais e administrativas e outras despesas da *holding* a serem absorvidas pela subsidiária, estimamos valores em torno de R\$ 100 milhões em 2016.

Diante disso, a margem EBITDA estimada de longo prazo para este empreendimento é de aproximadamente 84%.

### 4. CAPEX

Os investimentos totais neste empreendimento estão estimados em USD 380 milhões (sendo USD 60 milhões investidos até meados de 2008). Considerando o cronograma de desembolsos, este último montante equivale a praticamente R\$ 780 milhões.

Tabela 08: Demonstrações Financeiras Sumarizadas da LLX Sudeste

<b>Resultados (R\$ mil)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Receita Líquida	-	104.433	223.676	357.103	493.892	629.712	642.306
Custos dos Serviços.	-	(15.244)	(31.103)	(47.613)	(64.814)	(82.745)	(84.542)
Despesas Gerais e Adm.	-	(6.590)	(14.114)	(22.533)	(27.825)	(35.477)	(36.186)
Despesas da Holding	(755)	(786)	(1.449)	(1.509)	(1.572)	(2.264)	(2.358)
Crédito de Impostos	-	6.423	9.995	13.800	17.241	21.146	21.592
<b>EBITDA</b>	<b>(755)</b>	<b>88.237</b>	<b>187.005</b>	<b>299.248</b>	<b>416.922</b>	<b>530.373</b>	<b>540.812</b>
Depreciação e Amortiz.	(33.354)	(34.034)	(34.729)	(35.438)	(36.161)	(36.899)	(37.652)
<b>EBIT</b>	<b>(34.108)</b>	<b>54.202</b>	<b>152.276</b>	<b>263.810</b>	<b>380.761</b>	<b>493.474</b>	<b>503.160</b>
Resultado Financeiro	(45.413)	(48.946)	(43.413)	(39.279)	(32.698)	(18.765)	1.972
Lucro Antes de IR	(79.521)	5.256	108.863	224.532	348.063	474.710	505.132
IR e CS	-	(1.251)	(25.909)	(60.944)	(118.341)	(161.401)	(171.745)
<b>Lucro Líquido</b>	<b>(79.521)</b>	<b>4.005</b>	<b>82.954</b>	<b>163.588</b>	<b>229.721</b>	<b>313.308</b>	<b>333.387</b>
<b>Balanco</b>							
<b>Ativo</b>							
Caixa	-	-	-	-	27.220	214.556	436.596
Contas a Receber	-	17.406	37.279	59.517	82.315	104.952	107.051
Estoques	-	1.270	2.592	3.968	5.401	6.895	7.045
Imobilizado	611.034	590.613	569.776	548.513	526.816	504.677	482.086
<b>Total do Ativo</b>	<b>611.034</b>	<b>609.289</b>	<b>609.647</b>	<b>611.998</b>	<b>641.753</b>	<b>831.080</b>	<b>1.032.778</b>
<b>Passivo</b>							
Linhas de Curto Prazo	167.456	207.807	171.210	96.761	-	-	-
Empréstimos (BNDES)	583.705	535.063	486.421	437.779	389.137	340.495	291.853
Fornecedores	-	2.541	5.184	7.936	10.802	13.791	14.090
Lucros Acumulados	(140.127)	(136.122)	(53.168)	69.522	241.813	476.795	726.835
<b>Total do Passivo</b>	<b>611.034</b>	<b>609.289</b>	<b>609.647</b>	<b>611.998</b>	<b>641.753</b>	<b>831.080</b>	<b>1.032.778</b>
<b>Fluxo de Caixa</b>							
Resultado Operacional	(34.108)	54.202	152.276	263.810	380.761	493.474	503.160
Depreciação	(33.354)	(34.034)	(34.729)	(35.438)	(36.161)	(36.899)	(37.652)
EBITDA	(755)	88.237	187.005	299.248	416.922	530.373	540.812
Var. no BP	-	(16.135)	(18.552)	(20.862)	(21.365)	(21.142)	(1.949)
Investimentos	(247.346)	(13.614)	(13.892)	(14.175)	(14.464)	(14.760)	(15.061)
Impostos Pagos	-	(1.251)	(25.909)	(60.944)	(118.341)	(161.401)	(171.745)
Fluxo de Cx. Empresa	(248.100)	57.237	128.652	203.267	262.751	333.070	352.057
Resultado Financeiro	(45.413)	(48.946)	(43.413)	(39.279)	(32.698)	(18.765)	1.972
Amortização	-	(48.642)	(48.642)	(48.642)	(48.642)	(48.642)	(48.642)
Entrada de Recursos.	185.509	-	-	-	-	-	-
<b>Fluxo de Cx. Acionista</b>	<b>(108.004)</b>	<b>(40.351)</b>	<b>36.597</b>	<b>115.346</b>	<b>181.411</b>	<b>265.663</b>	<b>305.387</b>

Fonte: Votorantim Corretora

Tabela 09: **Demonstrações Financeiras Consolidadas (Proforma)**

<b>Resultados (R\$ mil)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Receita Líquida	129.919	337.160	531.904	971.230	1.197.024	1.573.974	1.752.950
Custos dos Serviços.	(15.396)	(59.293)	(87.248)	(183.416)	(214.584)	(293.333)	(313.628)
Despesas Gerais e Adm.	(10.181)	(19.628)	(25.520)	(33.514)	(41.707)	(47.990)	(49.451)
Despesas da Holding	(3.910)	(4.084)	(4.707)	(5.544)	(5.775)	(6.454)	(6.723)
Crédito de Impostos	6.892	22.052	27.744	43.559	49.656	62.608	66.073
<b>EBITDA</b>	<b>107.325</b>	<b>276.207</b>	<b>442.173</b>	<b>792.314</b>	<b>984.614</b>	<b>1.288.806</b>	<b>1.449.221</b>
Depreciação e Amortiz.	(103.448)	(110.418)	(117.069)	(119.125)	(121.218)	(123.350)	(125.521)
<b>EBIT</b>	<b>3.877</b>	<b>165.790</b>	<b>325.104</b>	<b>673.189</b>	<b>863.395</b>	<b>1.165.456</b>	<b>1.323.700</b>
Resultado Financeiro	(134.461)	(144.118)	(136.204)	(126.291)	(103.175)	(69.378)	(28.574)
Lucro Antes de IR	(130.584)	21.671	188.899	546.898	760.220	1.096.078	1.295.125
IR e CS	(2.920)	(16.957)	(51.694)	(146.988)	(255.504)	(372.667)	(440.343)
<b>Lucro Líquido</b>	<b>(133.505)</b>	<b>4.715</b>	<b>137.205</b>	<b>399.910</b>	<b>504.716</b>	<b>723.412</b>	<b>854.783</b>
<b>Balanco</b>							
<b>Ativo</b>							
Caixa	-	-	-	-	137.545	445.360	817.835
Contas a Receber	10.827	34.189	57.373	101.767	128.562	167.898	183.547
Estoques	1.283	4.941	7.271	15.285	17.882	24.444	26.136
Imobilizado	1.882.369	1.911.345	1.927.301	1.849.290	1.769.941	1.689.229	1.607.129
<b>Total do Ativo</b>	<b>1.894.479</b>	<b>1.950.474</b>	<b>1.991.945</b>	<b>1.966.342</b>	<b>2.053.931</b>	<b>2.326.930</b>	<b>2.634.647</b>
<b>Passivo</b>							
Linhas de Curto Prazo	551.025	650.234	645.098	442.243	307.346	185.909	10.402
Empréstimos (BNDES)	1.674.687	1.619.443	1.551.046	1.389.799	1.228.553	1.067.307	906.061
Fornecedores	2.566	9.882	14.541	30.569	35.764	48.889	52.271
Lucros Acumulados	(333.799)	(329.085)	(218.740)	103.730	482.267	1.024.826	1.665.913
<b>Total do Passivo</b>	<b>1.894.479</b>	<b>1.950.474</b>	<b>1.991.945</b>	<b>1.966.342</b>	<b>2.053.931</b>	<b>2.326.930</b>	<b>2.634.647</b>
<b>Fluxo de Caixa</b>							
Resultado Operacional	3.877	165.790	325.104	673.189	863.395	1.165.456	1.323.700
Depreciação	(103.448)	(110.418)	(117.069)	(119.125)	(121.218)	(123.350)	(125.521)
EBITDA	107.325	276.207	442.173	792.314	984.614	1.288.806	1.449.221
Var. no BP	(9.544)	(19.704)	(20.855)	(36.380)	(24.198)	(32.773)	(13.958)
Investimentos	(568.914)	(139.393)	(133.025)	(41.114)	(41.869)	(42.638)	(43.421)
Impostos Pagos	(2.920)	(16.957)	(51.694)	(146.988)	(255.504)	(372.667)	(440.343)
Fluxo de Cx. Empresa	(474.052)	100.154	236.598	567.832	663.043	840.729	951.499
Resultado Financeiro	(134.461)	(144.118)	(136.204)	(126.291)	(103.175)	(69.378)	(28.574)
Amortização	-	(144.675)	(152.805)	(161.246)	(161.246)	(161.246)	(161.246)
Entrada de Recursos.	366.637	89.431	84.408	-	-	-	-
Fluxo de Cx. Acionista	(241.877)	(99.209)	31.997	280.295	398.621	610.105	761.678

Fonte: Votorantim Corretora

## Perpetuidade

Nossa perpetuidade considera basicamente a inflação nominal de longo prazo, em torno de 4,5%.

Tendo em vista o fato de que o estudo prévio apresentado pela Verax já indica volumes constantes em um horizonte de prazo maior para a maioria dos produtos a serem movimentados nos portos do Açú e Sudeste, e que o crescimento real possivelmente demandaria novos investimentos na estruturação de novos berços nos portos, optamos por não considerar qualquer crescimento real. Diante desta opção, os investimentos considerados na perpetuidade visam apenas repor a depreciação anual estimada.

## Catalisadores

Parece-nos que a ação da LLX pode ter uma correção de preços no horizonte de curto prazo em virtude do valor intrínseco às operações correntes. O valor de mercado pouco superior ao próprio caixa da empresa em meados de 2008 e inferior ao próprio valor contábil do patrimônio líquido nos parece uma distorção clara, que encontra suporte exclusivamente, em nossa opinião, no processo de desalavancagem promovido pelos investidores.

Embora o início das operações efetivas esteja previsto para 2010, ainda que apenas parcialmente, a materialização do potencial de valorização das ações depende de outros eventos associados à viabilização legal e operacional dos empreendimentos:

- **Porto do Açú:** neste momento mais de 40 memorandos de entendimentos estão assinados entre a LLX e terceiros interessados na instalação de suas fábricas no Porto do Açú. Um maior número de memorandos, bem como a assinatura de contratos definitivos principalmente com as empresas estruturantes tais como a usina siderúrgica, serão importantes *triggers* para o papel.

Evidentemente, a velocidade de construção deste complexo também deve ser monitorada. As obras referentes às atividades da LLX-Minas Rio foram iniciadas em 2007 e as associadas à LLX Açú serão iniciadas em 2009.

- **Porto Sudeste:** esperamos possivelmente para novembro ou dezembro de 2008 a concessão da licença prévia ambiental para este empreendimento. Neste momento, o estudo EIA/RIMA foi entregue e está sendo esperado o agendamento de audiência pública possivelmente para novembro. Somente mediante a obtenção deste documento a licença de implantação e a autorização da ANTAQ deverão ser concedidas, possivelmente em 2009.

Vale lembrar ainda que o desenvolvimento da MMX Sudeste, que será o principal usuário da estrutura da LLX Sudeste, também é de fundamental importância para o desenvolvimento deste projeto. No último dia 30 de outubro, a MMX Sudeste anunciou ter alcançado a capacidade de 8,7 MTPA após a entrada em operação da nova planta de concentração magnética. Embora as estimativas atuais apontem para um volume de 20 MTPA advindos da MMX Sudeste no longo prazo, existe ainda um cenário alternativo mais otimista para o volume previsto no longo prazo – vale lembrar que qualquer ampliação para patamares acima de 25MTPA exigirá a construção de um novo berço neste porto.

- **Legislação:** o novo decreto responsável por regulamentar a atividade portuária no Brasil veio a público no dia 30 de outubro, e basicamente exigiu a necessidade de licitação para portos privados mistos. O Porto do Açú não está

vulnerável a esta exigência, pois até mesmo a autorização da ANTAQ foi fornecida previamente à publicação oficial, no entanto, no caso do Porto Sudeste as licenças ainda não foram obtidas (embora dentro do cronograma recente). Embora este nos pareça seguramente blindado aos efeitos deste novo instrumento, pois contará com movimentação primordialmente de carga própria (minério de ferro da MMX Sudeste), certos investidores podem se mostrar temerosos com relação aos resultados finais. Caso o empreendimento do Porto Sudeste não seja efetivamente impactado pelo decreto, vindo a obter as licenças necessárias, os investidores estarão mais confiantes para o investimento em ações da LLX.

- **Financiamento:** a confirmação das condições estimadas de financiamento para os empreendimentos é indubitavelmente um importante catalisador para as ações da companhia.

No caso específico da LLX-Minas Rio, o empreendimento encontra-se no BNDES próximo a fase de desembolso. As condições são extremamente favoráveis, basicamente TJLP mais 2,5% ao ano (entre empréstimo direto e repasse por bancos) para aproximadamente 75% do investimento, a ser amortizado em 12 anos com carência até o início da operação). Vale destacar que recentemente o BNDES aprovou a liberação de R\$ 1,3 bilhão para este empreendimento.

Para a LLX-Açú, o enquadramento do projeto no BNDES foi anunciado no dia 7 de outubro para posterior estudo de viabilidade. Devido a recente deterioração das condições macroeconômicas, estimamos um custo de capital de terceiros possivelmente maior.

Já no caso da LLX Sudeste as tratativas para obtenção do financiamento devem ser intensificadas em breve.

- **Venda de Participação a Investidores Estratégicos:** tal como ocorrido anteriormente na própria MMX e mais especificamente na própria LLX na transação de venda de 15% do capital para investidor estrangeiro, avaliamos como possível a venda de participações adicionais para investidores estratégicos. Estas operações podem criar balizadores concretos de preço para a ação da companhia, o que é importante diante das inúmeras premissas existentes para determinação do preço alvo através de modelos de avaliação.

## Fator Crítico ao Modelo

A LLX avalia a possibilidade de um aumento de capital na companhia. Em virtude das incertezas envolvendo tanto o volume financeiro do aporte como o número total de novas ações a serem emitidas, não consideramos esta hipótese no nosso modelo.

Evidentemente, a ponderação entre os efeitos do maior caixa para aplicação nos projetos advindo da subscrição destas novas ações e da provável diluição dos acionistas minoritários deverá determinar o resultado imediato sobre o preço da ação.

## Análise de Sensibilidade

A taxa de desconto foi simulada, pois entendemos que estamos diante de um momento onde a taxa livre de risco (NTN-F 2017) assume valores bem elevados (17,8% ao ano). Convém lembrar, por exemplo, que em dezembro de 2007, o mesmo título rendia 12,8% ao ano.

Selecionamos adicionalmente volumes, tarifas e a taxa de crescimento na perpetuidade como variáveis-chave ao nosso modelo de avaliação.

Tal como evidenciado nas tabelas abaixo, é importante destacar que uma oscilação de 2 (dois) pontos na taxa de desconto impacta o preço alvo na média em torno de R\$ 1,00/ação.

Adicionalmente, uma variação de 10% nas tarifas praticadas acarreta em média uma oscilação de R\$ 0,70/ação.

Tabela 10: **Sensibilidade: CAPM x Perpetuidade**

		Crescimento na Perpetuidade				
		2,5%	3,5%	4,5%	5,5%	6,5%
CAPM (%)	26,7%	2,53	2,55	2,58	2,61	2,65
	24,7%	3,30	3,35	3,41	3,46	3,53
	22,7%	3,82	3,88	4,00	4,02	4,10
	20,7%	4,79	4,88	4,98	5,10	5,23
	18,7%	6,09	6,23	6,40	6,60	6,83

Fonte: Votorantim Corretora

Tabela 11: **Sensibilidade: Tarifas x Volumes**

		Variações nas tarifas				
		-20%	-10%	Base	+10%	+20%
Variações nos Volumes	-20%	1,28	1,89	2,50	3,12	3,74
	-10%	1,84	2,53	3,23	3,92	4,61
	Base	2,41	3,18	4,00	4,72	5,49
	+ 10%	2,97	3,82	4,67	5,52	6,37
	+ 20%	3,54	4,46	5,39	6,32	7,25

Fonte: Votorantim Corretora

## A Companhia

A LLX foi constituída em março de 2007 e tem como propósito a atuação no mercado de infra-estrutura e logística, especialmente no setor de portos através de dois terminais portuários privativos de grande capacidade, conhecidos como Porto de Açú e Porto Sudeste.

Originalmente fundada pelos sócios MPC Mineração Pesquisa e Comércio e MMX Mineração, a LLX passou por várias reorganizações societárias até o formato atual de sua estrutura, com o controle nas mãos do empresário Eike Batista.

As futuras operações da empresa consistem eminentemente no transporte de carga de minério de ferro própria dos sistemas da MMX Mineração, pertencente ao mesmo grupo controlador, cargas de terceiros de todo tipo, granéis sólidos (agrícolas e industrializados), líquidos e contêineres.

Neste momento, a LLX detém participações de 51% na LLX Minas-Rio, 70% na LLX Açú, 70% na LLX Brasil (este empreendimento está suspenso) e 70% na LLX Sudeste. Todas estas participações referem-se a empreendimentos localizados na Região Sudeste ainda em fase de desenvolvimento e o início das operações ocorrerão somente em 2010 e 2011.

Basicamente, a LLX-Minas Rio será responsável por um terminal marítimo portuário com área de 300 hectares localizado em São João da Barra (RJ), onde movimentará basicamente minério de ferro a ser recebido através de minerodutos de 525 km de extensão iniciados no interior de Minas Gerais ou alternativamente através de acessos ferroviários. A LLX Açú, por sua vez, detém uma área de 7.500 hectares anexa onde serão montadas as instalações portuárias destinadas à operação de carga própria e de terceiros. Estas áreas unidas constituem o Porto do Açú, com investimentos totais em torno de USD 1,6 bilhão e com construção iniciada em outubro de 2007 em um projeto que inclui 10 berços de atracação com profundidade de 18,5 metros.

Finalmente, a LLX Sudeste será responsável pela operação de terminal privativo localizado no município de Itaguaí, Baía de Sepetiba, Rio de Janeiro, próximo ao porto público neste mesmo município. Este empreendimento contará com 1 berço de atracação, com profundidade de 18,5 metros e uma retroárea de 50 hectares, e deverá primordialmente atender à movimentação de minério de ferro, com capacidade de armazenagem de até 25 milhões de toneladas. A construção deste ativo está prevista para 2009 e deverá demandar praticamente USD 400 milhões.

Recentemente, a LLX anunciou a suspensão do empreendimento envolvendo a construção do chamado Porto Brasil, localizado em Peruíbe, a 70 km de Santos. Os investimentos previstos totalizam praticamente USD 2 bilhões e viabilizariam o escoamento e embarcação de minério de ferro produzido pela MMX e terceiros no Mato Grosso do Sul, além da movimentação de granéis agrícolas, fertilizantes, granéis líquidos e contêineres.

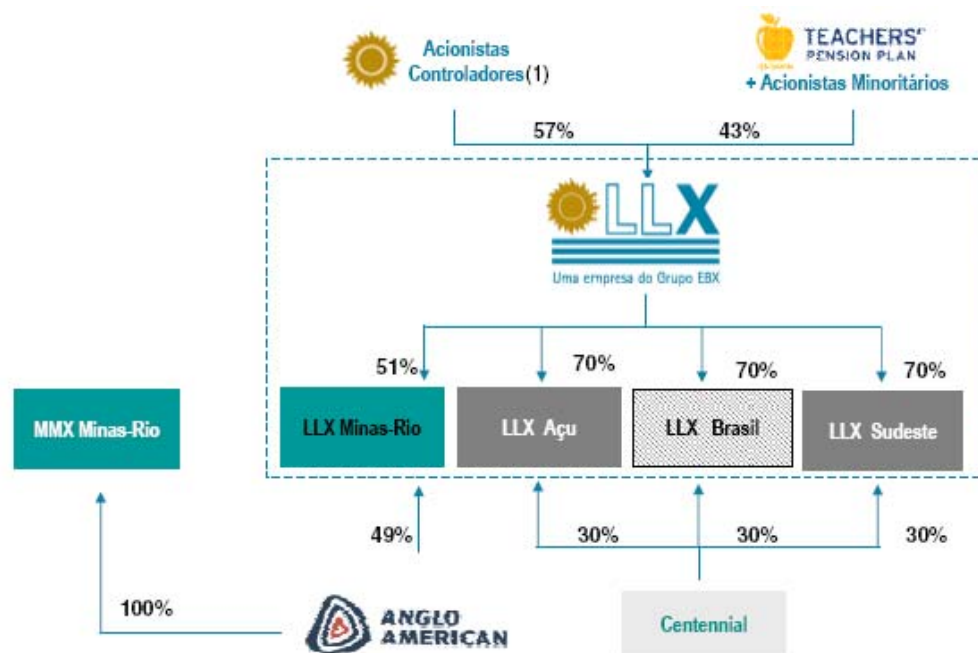
Em virtude do caráter não operacional da empresa, os números mais relevantes são do balanço patrimonial. As disponibilizades totalizaram praticamente R\$ 340 milhões em junho de 2008. Não existia endividamento já contratado, embora o BNDES deva aparecer como principal financiador dos empreendimentos (embora o Bradesco tenha um compromisso firme de USD 750 milhões).

## Estrutura Societária

A composição acionária da LLX está abaixo evidenciada. Tal como comentado anteriormente, o empresário Eike Batista é o principal acionista – ele e certos executivos detêm 57% das ações. Por sua vez, o *free float* é de 43% das ações totais transacionadas sob o *ticker* LLXL3, incluindo a parcela de 15% do total detida pelo fundo de pensão canadense Ontario Teachers Pension Plan. Em setembro de 2007, esta instituição comprou, em uma operação privada, uma fatia de 15% na LLX por USD 185 milhões, resultando em um valor implícito de USD 1,2 bilhão para 100% do capital total (simultaneamente cerca de USD 3,44 por ação).

Esta operação ocorreu, no entanto, em um momento de cenário macroeconômico melhor em que o Porto Brasil ainda estava no *pipeline* de projetos, porém, em uma ocasião em que a LLX Minas Rio ainda não havia recebido a licença de operação de porto privado para carga própria e de terceiros e mesmo outra subsidiária conhecida LLX Sudeste ainda não havia avançado na abordagem preliminar dos tópicos ambientais do empreendimento.

Figura 01: **Composição Acionária**



Fonte: LLX

Por sua vez, a participação da Anglo American como sócia da LLX Minas Rio advém da compra por ela realizada de 30% deste ativo em meados de 2007, incluindo-se a participação na mina, o mineroduto e a estrutura portuária para embarcação posterior do minério de ferro. Ainda em 2007, uma operação de subscrição de novas ações permitiu o incremento desta participação para 49%.

Já a empresa Centennial, que surge como sócia em algumas das subsidiárias, pertence majoritariamente ao empresário Eike Batista.

A origem das negociações da LLX na BOVESPA é basicamente o *spin off* dos ativos de logística da MMX Mineração ocorrido em julho de 2008, motivado pela perspectiva de maior percepção de valor para as atividades de maneira separada.

A LLX conta ainda com Global Depositary Receipts – Nível 1 (“GDRs”), representativos de 2,7% do capital social.

Por fim, a ação acumula desvalorização de aproximadamente 73% desde a cotação de fechamento relativa ao primeiro dia de negociações (28 de julho). O volume médio negociado das ações nos últimos 21 dias é de R\$ 2,2 milhões. Visando ampliar a liquidez das ações, a empresa contratou em setembro deste ano instituição financeira estrangeira como formador de mercado pelo prazo de 1 ano.

## Governança Corporativa

Desde o lançamento de suas ações na BOVESPA, a companhia participa do Novo Mercado da BOVESPA. Esta opção sinaliza um maior comprometimento com as melhores práticas de governança corporativa.

Com relação ao *management* da empresa, o Conselho de Administração deve ter no mínimo 5 membros e no máximo 11 membros (atualmente são 9), com mandatos de 1 ano, cabendo a reeleição. No caso da companhia, 50% dos membros são independentes, embora a exigência para este nível de governança corporativa seja de 20%.

Por sua vez, a Diretoria deve ser composta de no mínimo 2 e no máximo 5 diretores (atualmente são 4), sendo um Diretor-Presidente e de Relações com Investidores, um Diretor Econômico-Financeiro e de Operações, e os demais, Diretores sem designação específica.

O Conselho Fiscal deve ser composto por três membros efetivos e igual número de suplentes, com funcionamento em caráter não permanente.

Em nossa opinião, o *management* extremamente experiente e qualificado aumenta consideravelmente as chances de êxito dos projetos. Os principais executivos da companhia estão abaixo destacados.

Tabela 12: **Principais Executivos**

<b>Officer</b>	<b>Cargo</b>	<b>Experiência</b>
Eike Batista	Presidente	Presidente e fundador do Grupo EBX, constituído em 1993
Ricardo Antunes	CEO	23 anos de experiência na Vale; ex-CEO da Rio Doce Internacional e Co-fundador da MMX
Eliane Lustosa	CFO	Ex-Vice Presidente e CFO do Grupo Abril, Globex e Petros.
José Salomão	Dir. de Desenvolvimento	Ex-Executivo do Porto de Tubarão, Porto de Praia Mole, TVV, Docenave e Brasil Ferrovias.
Luiz A. de Castro	Dir. de Implantação	30 anos de experiência em projetos de infraestrutura (Pronil, OAS e Brascan)

Fonte: LLX

## Os Projetos Detalhados

Tal como mencionado anteriormente, os projetos a serem desenvolvidos correntemente pela LLX são os seguintes: (i) LLX Minas Rio, (ii) LLX Açú, sendo ambos os dois localizados na área do futuro Porto do Açú a contar com 10 berços de atracação e (iii) LLX Sudeste.

Ambos os empreendimentos serão *offshore*, isto é, os berços serão conectados ao continente por pontes de acesso e estarão preparados para atender navios *cape size* de até 18,5 metros de calado, constituindo-se esta capacidade em um diferencial competitivo para a companhia. Diante disso, o frete marítimo para granéis sólidos e líquidos e para contêineres poderá ser reduzido de maneira significativa.

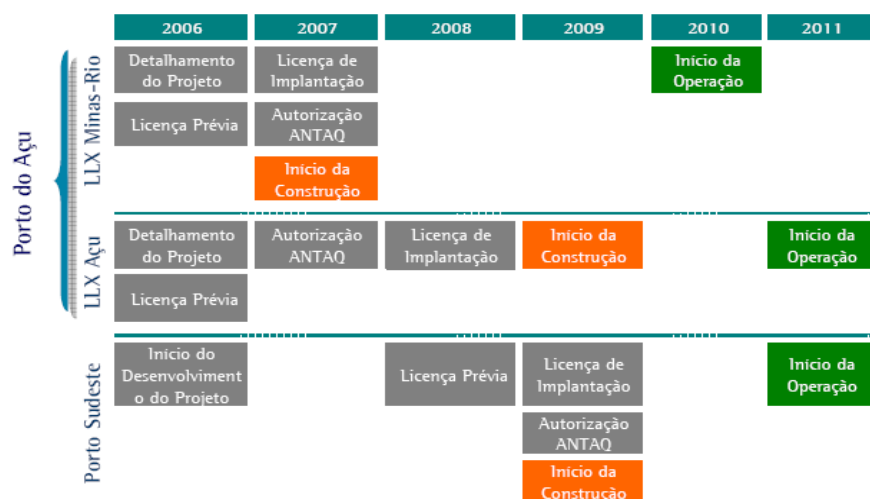
Figura 02: **Localização dos Projetos**



Fonte: LLX

A área de influência dos portos responde por 75% do PIB brasileiro, conforme indicado no mapa acima.

Figura 03: **Cronograma dos Projetos**



Fonte: LLX

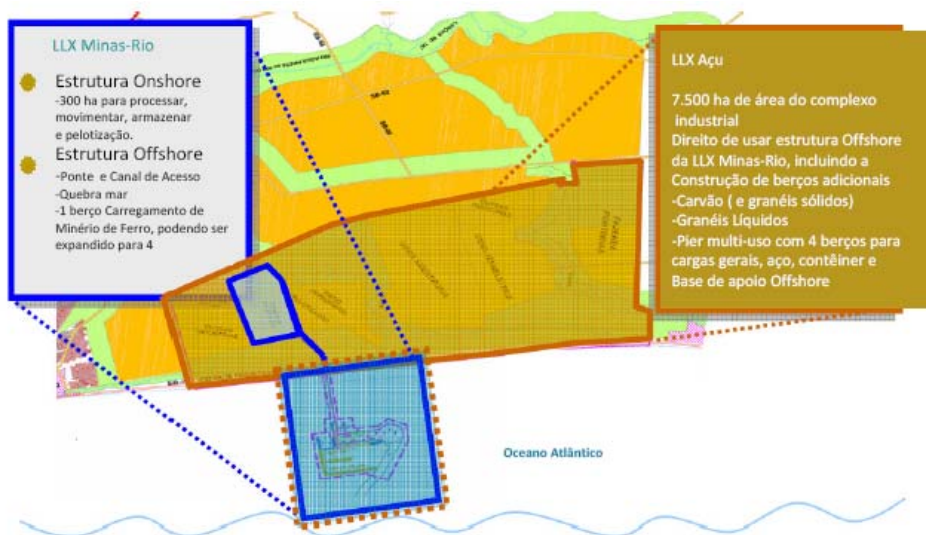
Finalmente, a LLX anunciou recentemente a suspensão do projeto Porto Brasil, que seria construído em Peruíbe/SP, e contaria com uma estrutura com 11 berços para carregamento de minério de ferro, granéis líquidos, agrícolas, fertilizantes e carga geral. As razões para esta decisão foram basicamente a rigorosa disciplina financeira

(este empreendimento demandaria USD 2 bilhões e os recentes desdobramentos da crise financeira internacional intensificaram a opção por uma maior austeridade), temores quanto aos efeitos do novo decreto sobre o setor portuário especificamente em relação a este projeto, e também questões ambientais envolvendo reservas indígenas localizadas na região.

## LLX Minas Rio

A LLX Minas Rio é proprietária de uma área de 300 hectares, no município de São João da Barra (RJ), onde será instalado um terminal marítimo portuário para minério de ferro.

Figura 04: **Porto do Açú (LLX Minas Rio)**



Fonte: LLX

A LLX Minas Rio recebeu a autorização da ANTAQ para construção e exploração por tempo indeterminado de complexo portuário de uso misto (carga própria e carga de terceiros) em junho de 2007. A Licença Prévia Ambiental foi concedida pela FEEMA em dezembro de 2006 e a Licença Ambiental de Instalação para início das obras de construção foi obtida em maio de 2007.

O início da operação efetiva desta empresa está previsto para o primeiro trimestre de 2010 e as atividades devem ser desmembradas em duas linhas abaixo detalhadas.

A primeira consiste na implantação de dois minerodutos de 525 km de extensão para escoamento total de 53,2 MTPA de *pellet feed*, devendo a capacidade plena ser alcançada em 2014. Por estes dutos circularão o minério de ferro produzido no interior de Minas Gerais pela Anglo American, com basicamente 43,2 MTPA destinados à exportação e 10,0 MTPA absorvidos pela usina siderúrgica a ser construída no Porto do Açú.

No contrato assinado entre as partes envolvidas, está estabelecida a exclusividade para a LLX Minas-Rio no embarque de minério da MMX Minas-Rio mediante tarifa definida contratualmente e está fixada uma taxa de retorno para a firma (LLX Minas Rio) de 15% em dólar em moeda de poder aquisitivo constante, o que permitirá o reposicionamento das tarifas conforme a necessidade.

A segunda atividade complementar a ser desenvolvida pela LLX Minas Rio baseia-se na atração e escoamento através de acesso ferroviário de um montante máximo de 20 MTPA de minério de ferro advindo da área de influência, onde estão localizadas mais de 13 minas (sendo 1 da Vale, 1 da CSN e 11 de mineradoras de médio e pequeno porte, em geral familiares) com reservas totais estimadas em mais de 2 bilhões de toneladas. Esta meta deverá ser alcançada em 2017.

Com relação aos acessos ao porto, a FCA é a ferrovia mais próxima ao terminal do Açú, no entanto, ainda assim será necessária a construção de um trecho de 45km (Campos – Porto do Açú) para integração do porto a essa malha ferroviária.

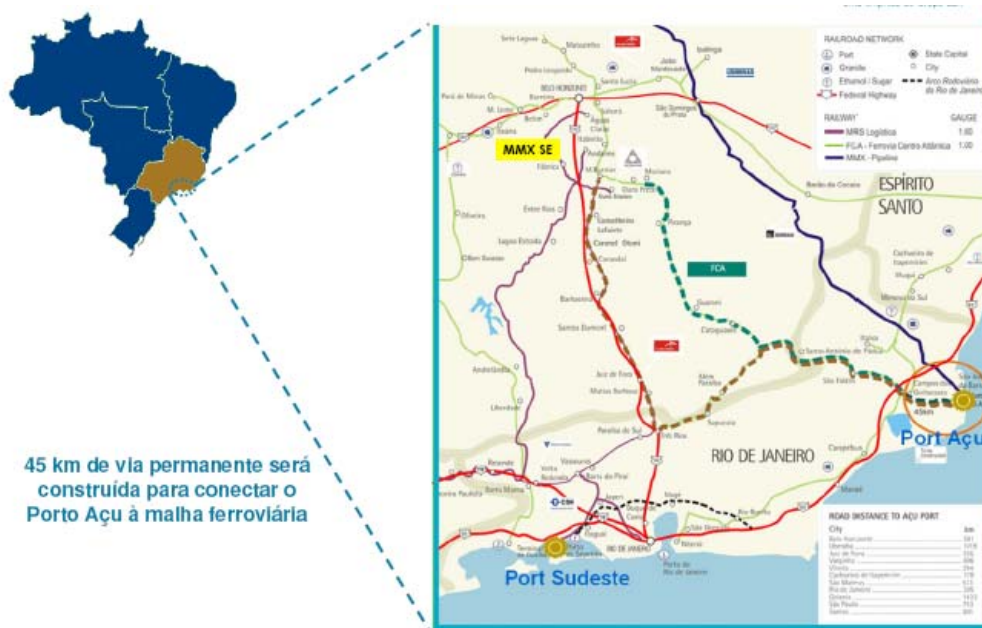
Adicionalmente, também seria importante a revitalização do extenso trecho entre Campos – Miguel Burnier/MG. Estes investimentos serão provavelmente arcados pela Vale, controladora da FCA, ou existe ainda a possibilidade da constituição de uma SPE (Sociedade de Propósito Específico) entre Vale e LLX, com participação expressiva de dívida e tendo como garantia os contratos para movimentação de produtos siderúrgicos, carvão, entre outros.

A MRS também poderia ser uma alternativa caso exista acordo envolvendo o direito de passagem com a própria FCA.

Convém lembrar o fato de a LLX ter assinado acordo comercial em agosto de 2008 com a FCA para criação de corredor logístico de exportação e importação visando atender às demandas de transporte ferroviário de seus clientes e parceiros.

Para o acesso rodoviário, a BR-101 surge como alternativa – esta estrada está conectada à BR-040 (Rio de Janeiro-Belo Horizonte) e à BR-116 (Rio de Janeiro São Paulo), favorecendo a captura de cargas originadas nestes importantes pólos econômicos. Adicionalmente, a BR-101 teve novo trecho recentemente licitado e arrematado pela empresa Obrascon Huarte Lain (OHL), contando com a perspectiva de duplicação no horizonte de médio prazo.

Figura 05: **Porto do Açu (Acesso Ferroviário e Rodoviário)**



Fonte: LLX

Finalmente, de acordo com os números fornecidos pela companhia, os investimentos totalizarão USD 900 milhões, a serem desmembrados aproximadamente entre USD 38 mm (2007), USD 283 mm (2008), USD 560 mm (2009) e USD 17 mm (2010). A estrutura de financiamento prevista contempla cerca de 75% do montante através de endividamento.

## LLX Açú

Esta empresa contará com uma área de 7.500 hectares no Porto do Açú onde serão construídas instalações destinadas à operação de carga própria e de terceiros. A proposta atual está ilustrada abaixo.

Figura 06: **Porto do Açú (LLX Açú)**



Fonte: LLX

O investimento total estimado é USD 700 milhões distribuído da seguinte forma: USD 15 mm (2007), USD 65 mm (2008), USD 205 mm (2009), USD 257 mm (2010), USD 81 mm (2011) e USD 75 mm (2012), com uma proporção estimada de 75%/25% *debt/equity*. O início da construção pesada está prevista para 2009 e a operação está prevista para 2011.

As atividades de escoamento contemplarão diversos produtos abaixo detalhados.



### **Produtos Siderúrgicos**

Estes advêm principalmente de uma usina siderúrgica a ser implantada no Complexo Industrial de Açú, possivelmente de origem estrangeira, para produção de semi-acabados (placas) e acabados. Esta unidade industrial será responsável pela movimentação de 9,6 MTPA em 2017.

Adicionalmente, produtos siderúrgicos de terceiros também deverão ser movimentados neste terminal portuário. Tendo sido analisados os diversos planos de expansão de empresas nesta atividades, são tidas como potenciais clientes as empresas Gerdau Açominas Ouro Branco, Usiminas, ArcelorMittal Belgo Monlevade, V&M do Brasil, ArcelorMittal Belgo Juiz de Fora, Acesita e Barra Mansa. Estes potenciais clientes deverão responder por praticamente 1,2 MTPA em 2017.

Até este momento, 4 memorandos de entendimentos já foram assinados entre a LLX Açú e siderúrgicas interessadas na movimentação desta carga.



### **Carvão Mineral**

O principal demandante de carvão mineral será a planta siderúrgica a ser construída no Complexo Industrial de Açú. A demanda desta planta a partir da sua maturidade, em 2017, deverá alcançar cerca de 7,7 MTPA.

Adicionalmente, está prevista a construção de uma usina térmica a carvão mineral pela MPX, com um módulo inicial de 700 MW em 2012, e ampliação da capacidade instalada para 2.100 MW posteriormente. Estima-se a movimentação por este cliente em 3,6 MTPA em 2017.

Finalmente, aparecem como clientes uma unidade pelotizadora, as siderúrgicas na área de influência, fábricas de cimento da região de entorno e terceiros.

Até este momento, 6 memorandos de entendimentos já foram assinados entre a LLX Açú e empresas interessadas na movimentação desta carga.



### **Contêineres**

O atual congestionamento no Porto de Vitória, caracterizado por uma pequena retro-área disponível e por equipamentos desatualizados em um dos berços, constitui uma oportunidade para o terminal a ser operado pela LLX Açú.

Até este momento, 29 memorandos de entendimentos já foram assinados entre a LLX Açú e empresas interessadas na movimentação de contêineres no Porto do Açú.



### **Arrendamento de Área Mercantil**

O êxito no arrendamento dependerá da instalação de empresas estruturantes no Porto do Açú, mas certamente a localização favorável, entre importantes pólos econômicos como Rio de Janeiro, Belo Horizonte e Vitória, constitui-se em um diferencial positivo.

A área total a ser disponibilizada é de 3.380 hectares, dos quais 1.200 hectares alocados para projetos estruturantes tais como a planta siderúrgica, a termelétrica da MPX e a pelotizadora e o restante a ser alugado às demais empresas interessadas na exploração industrial da área. Somente a título informativo, com base em portos como Suape, uma taxa de ocupação de 80% é tida como absolutamente plausível.



### **Gás Natural Liquefeito (GNL)**

A maior relevância do gás natural dentro da matriz energética brasileira nos próximos anos é o principal *driver* para o sucesso desta iniciativa. As estimativas oficiais apontam a necessidade de importação de praticamente 30 milhões m<sup>3</sup>/dia de GNL nos próximos anos, a serem absorvidos por navios regaseificadores a serem posicionados nos portos de Pecém (CE), Rio de Janeiro e também em Açú.

Até este momento, 4 memorandos de entendimentos já foram assinados entre a LLX Açú e empresas interessadas na movimentação desta carga.



### **Base de Apoio às Operações Off Shore**

São 78 as unidades atuais da Petrobras ou por ela contratadas atualmente em operação na área de influência do Porto do Açú, com acréscimo potencial de 16 novas unidades até 2012. A própria OGX arrematou recentemente 13 blocos na área de influência em leilão promovido pela Agência Nacional de Petróleo (ANP).

A prestação de serviços à OGX, Petrobras e outras empresas como a Shell, deverá ser capaz de permitir o faturamento resultante da cobrança por praticamente 830 atracações previstas em contrato e em torno de 80 atracações *spot* a partir de 2011.



### **Granito**

O Brasil é um dos maiores produtores de rochas ornamentais no mundo e as exportações têm crescido a uma taxa de cerca de 30% ao ano nos últimos exercícios.

A LLX Açú pretende oferecer serviços competitivos no escoamento de granito e rochas ornamentais ao utilizar portêineres (e não guindastes convencionais, o que torna a operação lenta, com ocupação demasiada do berço de atracação). As estimativas consideram 1,4 MTPA em 2017.

## LLX Sudeste

O Porto Sudeste compreende um terminal avançado de embarque de minério de ferro, localizado ao lado do Porto de Itaguaí (com terminais da CSN e da Vale).

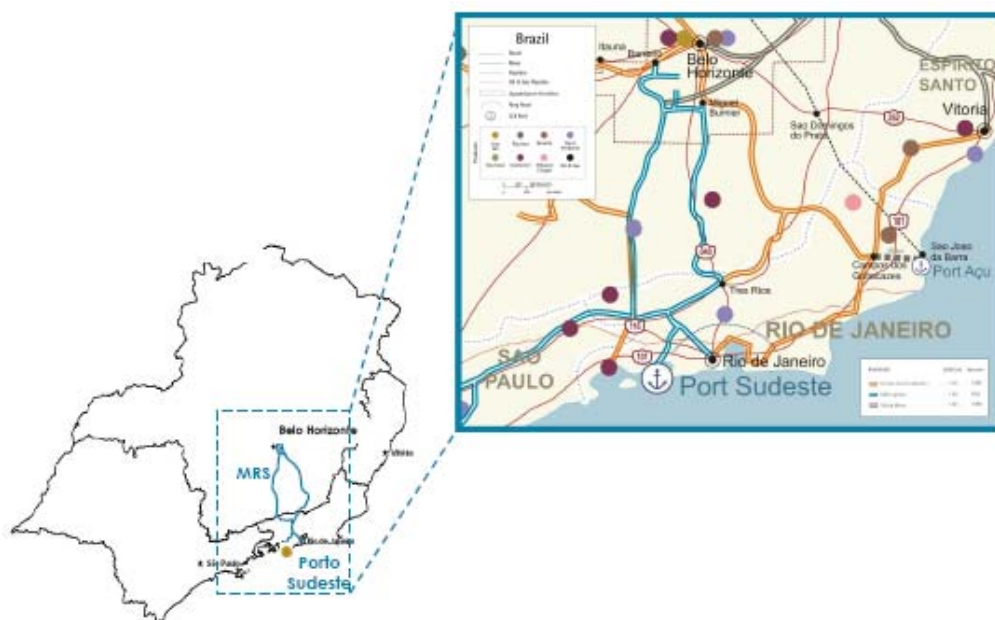
Este empreendimento contará com 1 berço de atracação, uma retroárea de 50 hectares e profundidade de 18,50 metros, e deverá primordialmente atender à movimentação de minério de ferro, com total de 25 milhões de toneladas a partir de 2015.

A MMX Sudeste deverá ser responsável por 20 MTPA e os demais 5 MTPA deverão ser suportados por até 13 minas, com reservas superiores a mais de 2 bilhões de toneladas de minério. As últimas notícias veiculam inclusive a possibilidade de um volume de 34 MTPA a ser movimentado pela MMX Sudeste, o que demandaria a construção de um novo berço de atracação.

O escoamento deste minério através do modal ferroviário deverá utilizar um dos tramos da ferrovia da MRS, que conecta Serra Azul (MG) até Itaguaí. Certos investimentos na malha desta companhia serão necessários, completamente factível visto os planos da empresa de ampliar a movimentação no longo prazo de 130 MTPA para 300 MTPA. Existe inclusive um contrato de transporte assegurado entre LLX e MRS e nos parece o acesso ferroviário já mais bem equacionado para este empreendimento.

No tocante ao modal rodoviário, este porto será atendido pela rodovia (BR-101), tendo recentemente o Governo Federal aprovado investimentos para construção de um arco rodoviário para conexão às rodovias BR-116 (Rio de Janeiro-São Paulo) e BR-040 (Rio de Janeiro-Belo Horizonte).

Figura 07: **Porto Sudeste**



Fonte: LLX

A construção deste ativo está prevista para 2009 e deverá demandar praticamente USD 380 milhões, distribuídos em USD 44 mm (2007), USD 49 mm (2008), USD 169 mm (2009) e USD 118 mm (2010). O início da operação está previsto para 2011.

## Desempenho Econômico-Financeiro

Uma vez que a LLX ainda não conta com atividades operacionais, a análise da demonstração do resultado ao final do segundo trimestre de 2008 não assume caráter tão relevante. O prejuízo anunciado durante os três meses foi de R\$ 2,2 milhões.

No tocante ao balanço patrimonial proforma (considerando as corretas participações da LLX nas subsidiárias), a tabela abaixo revela os principais números.

Tabela 13: **Balanço Patrimonial Consolidado Pro Forma (em R\$ mil)**

Ativo		Passivo	
Circulante	349,360	Circulante	59.403
- Disponível	339,180	- Obrigações com Aquisições	13.953
- Outros	10.180	- Outros	45.450
Realizável a LP	9,746	Exigível a LP	65.107
Permanente		- Resultado de Ex. Futuros	54.708
- Imobilizado	142,287	- Outros	10.399
- Diferido	53,898	Participações Minoritárias	82,756
- Outros	56,839	Patrimônio Líquido	404,864
<b>TOTAL</b>	<b>612.129</b>	<b>TOTAL</b>	<b>612.129</b>

Fonte: LLX

As disponibilidades consolidadas proforma da LLX encerraram o trimestre com um saldo de R\$ 339 milhões, concentradas em fundos administrados por instituições financeiras e lastreados em títulos públicos federais e títulos privados de instituições financeiras de primeira linha e títulos privados com rentabilidade média equivalente ao CDI. Não havia nenhuma aplicação indexada à moeda estrangeira.

O ativo permanente reflete basicamente o progresso das obras da LLX. Somente a título informativo, o aumento no 2T08 deveu-se principalmente ao avanço nas obras da LLX Minas Rio, onde houve imobilização no trimestre de R\$ 39 milhões, e à compra da empresa TCS pela LLX Sudeste.

## Situação Financeira

Ao final de junho de 2008 a LLX não apresentava endividamento bruto. O caixa da empresa nesta mesma data era de praticamente R\$ 340 milhões (valor proforma) e estes recursos estão sendo utilizados neste momento para o andamento das obras, já iniciadas fortemente no caso da LLX-Minas Rio.

A empresa pretende captar 75% do investimento total previsto através do BNDES em operação de 12 anos, com carência durante a construção operação. Convém destacar que estes recursos já foram aprovados no caso da LLX Minas Rio, já foram enquadrados no caso da LLX Açú e serão ainda analisados no caso da LLX Sudeste e que a liberação dos recursos pelo banco de desenvolvimento se dá gradualmente mediante comprovação dos desembolsos pela LLX.

No caso da LLX Minas-Rio, metade do empréstimo será feito diretamente pelo BNDES a TJLP mais 2% e a parcela restante virá de repasses por bancos credenciados a TJLP mais 3%.

# O Setor Portuário no Brasil

## Breve Apresentação

Até 1990, a Portobrás, empresa pública vinculada ao Ministério dos Transportes criada em 1975, era responsável pela administração dos portos. No entanto, em linha com o processo de desestatização da economia brasileira, esta empresa foi extinta, e a reforma estrutural do setor foi iniciada, com ênfase para a Lei nº 8.630 datada de fevereiro de 1993 (“Modernização dos Portos”), que introduziu a possibilidade de prestação de serviços por companhias privadas em terminais para operar cargas de terceiros.

A reforma instituiu ainda dois tipos de portos: (i) o porto organizado, onde o tráfego e as operações portuárias ficam sob a responsabilidade de uma autoridade portuária e (ii) instalações portuárias de uso privativo.

Esta inserção da iniciativa privada trouxe efeitos positivos ao setor tais como maior competição entre os terminais portuários, maiores investimentos em infraestrutura, maior velocidade de carga no trânsito portuário e menor tempo de estadia da embarcação no porto.

Atualmente, o sistema portuário brasileiro é constituído por 40 portos públicos organizados, sob a administração das Companhias Docas, concessionárias estaduais, municipais ou privadas e por 42 terminais de uso privativo e instalações portuárias privadas, operando cargas próprias e de terceiros. Convém destacar, no entanto, que a maioria dos portos nacionais é secular, com instalação inicialmente até mesmo no período colonial.

Figura 08: **Mapa do Sistema Portuário Brasileiro**



Fonte: ANTAQ

A navegação de longo curso é a principal responsável pela movimentação nos portos, respondendo por 74,1% do total em 2007. A parcela restante distribui-se entre a navegação de cabotagem (22,2%), caracterizada pela movimentação entre portos do próprio país, e a navegação interior, com somente cerca de 3,7% em 2007.

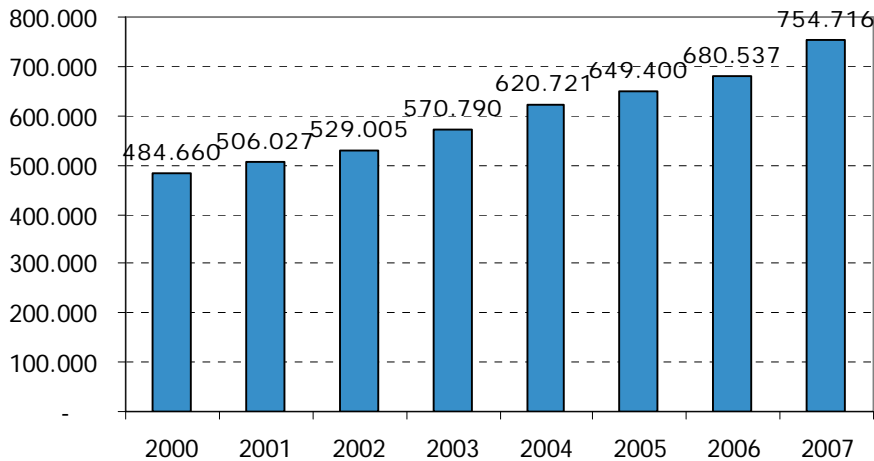
Finalmente, a movimentação de contêineres em 2007 nos portos alcançou cerca de 6,5 milhões de TEU´s (*Twenty Foot Equivalent Unit*). Comparativamente, este número é bem inferior, por exemplo, ao porto de Cingapura, que movimentou praticamente 25 milhões neste mesmo ano.

## Movimentação de Cargas

A movimentação de cargas nos portos brasileiros em 2007 totalizou 754.716 mil ton, representando um incremento de praticamente 11% sobre o exercício anterior e refletindo um CAGR 00-07 de 6,5%. Os portos privativos contribuíram com 63,1% e os restantes 36,9% são relativos aos portos públicos.

No entanto, como na realidade os terminais públicos em sua maioria estão arrendados pela iniciativa privada, as empresas privadas são na prática responsáveis por mais de 98% da movimentação das cargas.

Figura 09: **Movimentação de Cargas (em mil ton.)**



Fonte: ANTAQ

O Terminal de Uso Público de Tubarão (ES) respondeu por 104.672 mil ton (13,8% do total), seguido pelo porto de Itaqui (13,09%), localizado no Maranhão. A lista das principais instalações é completada por Itaguaí (RJ), Santos (SP), São Sebastião (SP), Paranaguá (PR), Aratu (BA), Angra dos Reis (RJ), Rio Grande (RS) e Belém (PA).

No tocante ao tráfego de embarcações no mesmo exercício, os portos com maior atividade foram Santos (SP), Rio Grande (RS) e Paranaguá (PR), responsáveis por 16,7%, 11,5% e 7,4% das atracações totais no país. O primeiro destaca-se como sendo o porto nacional responsável pela movimentação da maior variedade de produtos, como matérias primas, produtos industriais, artigos agrícolas, entre outros.

## Detalhamento das Cargas

Oito produtos responderam por praticamente 66% de toda a movimentação de cargas nos portos do país em 2007, a saber: minério de ferro (35,4%), petróleo (11,2%), derivados de petróleo (5,8%), soja (4,3%), bauxita (3,4%), adubos e fertilizantes (2,4%), açúcar (2,1%) e farelo de soja (1,4%).

Considerando-se estes tipos de mercadoria, evidentemente os granéis sólidos lideraram a movimentação de cargas.

Tabela 14: **Natureza da Carga (% do total em 2007)**

	2007
Granéis Sólidos	60,5%
Granéis Líquidos	24,3%
Carga Geral	11,2%
<b>TOTAL</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Votorantim Corretora e ABTP

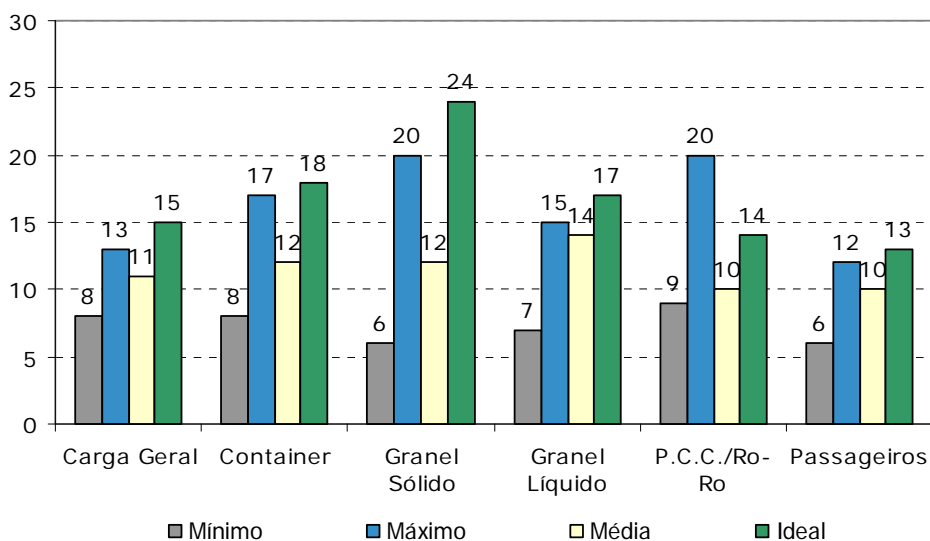
## Ineficiência dos Portos

A maior participação de entes privados no setor portuário trouxe inegáveis melhorias ao setor. O custo de movimentação por contêiner atualmente está em torno de USD 100 a 200 nos terminais mais eficientes em comparação a valores anteriores da ordem de USD 500 a 600 dólares. No caso específico de granéis sólidos, o valor praticado no mercado local varia bastante, ficando entre USD 4,50 e USD 12 por tonelada.

No entanto, existem ainda ineficiências advindas da não realização de dragagem, da elevada utilização da capacidade de movimentação de carga e do congestionamento no acesso aos portos.

Primeiramente, a profundidade média do calado dos portos brasileiros está aquém do desejável para as operações.

Figura 11: **Profundidade do Calado dos Portos Brasileiros (em metros)**



Fonte: Confederação Nacional dos Transportes (em metros)

Além deste fato, outro ponto importante refere-se ao tempo de espera para atracação, que no Brasil assume valores indesejáveis, que se reflete em menor rotatividade nas instalações e finalmente em menor faturamento para as empresas do setor. Enquanto nos tigres asiáticos o tempo médio de espera para exportação e importação por uma embarcação é da ordem de 10 horas, e na própria América Latina e Caribe alcança cerca de 35 horas, no Brasil este número oscila em torno de 40 horas. Embora este dado tenha sido publicado pelo Banco Mundial em 2004, o Brasil possivelmente ainda não se encontra em patamar satisfatório de eficiência neste tópico.

De acordo com estudo publicado pela Confederação Nacional dos Transportes (CNT), um problema adicional diz respeito ao tempo de permanência atracado no porto. Nos casos de carga geral e granéis sólidos, esta variável ultrapassa 36 horas em mais da metade dos casos.

Estes atrasos resultam em um maior tempo para liberação das mercadorias para exportação. Os mesmos dados não tão recentes publicados pelo Banco Mundial mostravam que o tempo médio no Brasil para esta etapa era de 14 dias. Portos localizados na Índia e China eram capazes de efetuar a liberação da mercadoria após 7-8 dias.

Estes dados revelam a ineficiência dos portos nacionais. A Pesquisa Aquaviária realizada pela CNT em 2006 trouxe uma percepção dos profissionais deste mercado

com relação ao problema, considerado por 40% dos entrevistados como grave ou muito grave. Convém mencionar o restante dos resultados - foram avaliados ainda como muito grave ou grave o excesso da burocracia por 76% dos entrevistados, o elevado custo da mão de obra portuária por 71% da amostra, e a falta de financiamento para investimentos na infra-estrutura portuária por 60% do entrevistados.

Outro ponto interessante diz respeito a um trabalho preparado pela operadora francesa CMA-CGM, datado de 2006, que estimou um índice para medir a dimensão dos gargalos portuários no Brasil. De acordo com este relatório, certos portos do país estão utilizando mais de 90% de sua capacidade instalada, caso de Itajaí (97%), São Francisco do Sul (93%), Rio Grande (91%), Santos (80%) e Vitória (63%).

Este *status* é confirmado por informações adicionais disponibilizadas pela LLX – de acordo com a empresa, os terminais portuários voltados para minério de ferro deveriam passar 15% a 20% do tempo inativos, no entanto, o atual terminal da Vale permanece inativo somente 2% de seu tempo. Adicionalmente, a referência internacional para a relação TEU  $\dot{s}/m^2$  é de 4,2, no entanto, no porto de Vitória este relação alcançou recentemente cerca de 7 (sete) vezes.

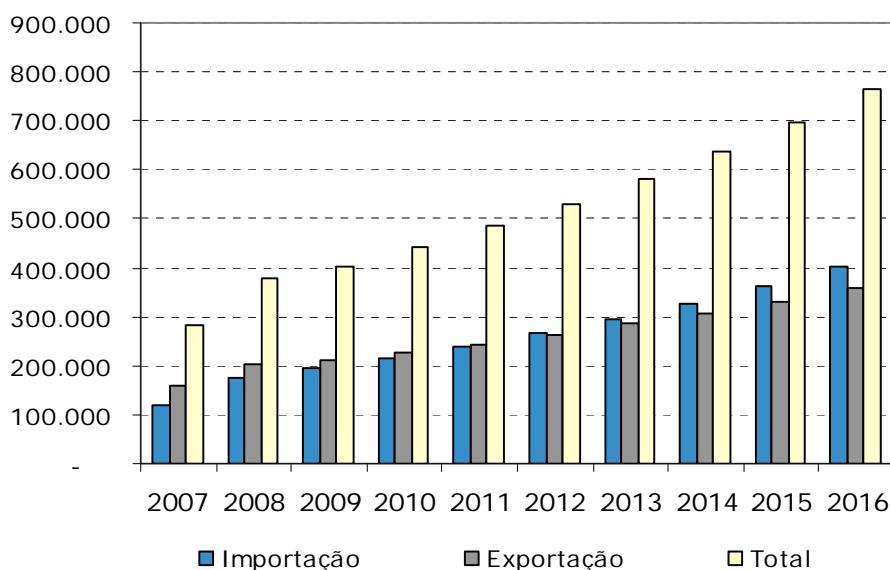
Todas estas informações reunidas refletem os problemas logísticos na operação portuária nacional. De maneira geral, em países desenvolvidos os custos de logística representam entre 8% e 10% do PIB, já no Brasil alcançam patamar em torno de 13% do PIB, de acordo com os dados do Centro de Estudos em Logística da COPPEAD/UFRJ.

## Comércio Internacional e Local

Evidentemente, as perspectivas dos portos nacionais, especialmente no tocante à intensidade das navegações de longo curso, estão atreladas ao crescimento previsto para a balança comercial brasileira incluindo tanto exportações como importações.

Praticamente 90% do fluxo comercial internacional com o Brasil é realizado através dos portos. O país ainda apresenta baixo coeficiente de abertura comercial, com a relação entre fluxo comercial e PIB em torno de 21% - em outros países este número é muito maior, como Argentina (38%), Indonésia (50%), Venezuela (54%), México (62%), Chile (66%) e China (67%)

Figura 12: Fluxo Comercial Brasileiro (em milhões de USD)



Fonte: Secretaria de Comércio Exterior e Bloomberg

As perspectivas para o período 2007-2013 revelam um CAGR aproximado de 11,5% para o fluxo comercial, e incorporam novas estimativas macroeconômicas de preços de *commodities* e câmbio. Nota-se um crescimento mais acelerado no ritmo das importações, o que no médio prazo trará possíveis déficits para a balança comercial brasileira.

Esta situação poderá reverter o perfil da movimentação nos portos brasileiros, onde 69% do volume movimentado é relativo a operações de embarque, sendo os restantes 31% evidentemente vinculados a operações de desembarque.

No tocante à navegação de cabotagem, esta tem apresentado crescimento expressivo nos últimos anos, especialmente depois da autorização em 1998 para a entrada de navios estrangeiros nesse mercado (desde com filiais no Brasil), com barcos mais modernos e até mesmo medida de incentivos por certos portos como redução de tarifas, isenção de encargos e desembarque prioritário.

Outros pontos importantes decorrem da enorme vantagem do custo do transporte marítimo em comparação ao transporte rodoviário ou ferroviário. Estudos mostram que a cabotagem, em geral, resulta em custos 20% menores em relação ao modal rodoviário e em casos extremos até mesmo 40% mais baixos.

Adicionalmente, a maior parte do PIB brasileiro está concentrada próxima ao litoral, com 80% da população do país vivendo em um raio de até 200km da costa litorânea.

Como ponto final sobre o potencial desta navegação, estatísticas mostram que somente 13% do transporte de cargas no Brasil é realizado através do modal aquaviário. Este número alcança patamares de 50% na Noruega e 60% no Japão, por exemplo.

Finalmente, com relação ao comércio portuário como um todo, estimativas da ABRATEC (Associação Brasileira dos Terminais de Contêineres de Uso Público) mostravam uma expectativa de incremento anual médio na movimentação de contêineres nos portos brasileiros em torno de 11% para o período 2007-2010.

## Legislação

Tal como mencionado anteriormente, em fevereiro de 1993 foi finalmente promulgada a Lei 8.630, conhecida como Lei de Modernização dos Portos. Os propósitos desta lei foram basicamente: (i) viabilizar a descentralização do setor por meio da estadualização e municipalização dos portos, (ii) permitir a operação de movimentação portuária pelo setor privado, (iii) promover a maior eficiência do setor através de equipamentos novos, (iv) viabilizar a exploração de cargas de terceiros em terminais de uso privativo (antes restritas exclusivamente às cargas próprias), (v) promover a concorrência para estimular a diminuição dos custos tarifários na movimentação de cargas e (vi) tentar promover a adequação do contingente de mão-de-obra na operação portuária (constituição inclusive do fundo de indenização de mão-de-obra).

De maneira mais clara, os portos foram então divididos em (i) públicos e (ii) privados, sejam de uso exclusivo para movimentação de carga própria ou mistos, isto é, para movimentação de carga própria e de terceiros. Os portos públicos funcionariam mediante regime de concessão obtida através de licitação e os portos privados teriam o fomento permitido através de autorização.

Adicionalmente, um dos pontos mais relevantes da legislação foi também a reestruturação do setor no tocante o relacionamento com a mão-de-obra-setorial. Foram constituídos Órgãos Gestores de Mão-de-Obra (OGMO) em cada porto público, com funções de administrar o fornecimento da mão-de-obra do trabalhador portuário

e trabalhador portuário avulso. Este órgão mantém o registro e cadastro de trabalhadores avulsos (estivador, conferente, consertador, bloco, vigia, arrumador e capatazia) alocando-os de acordo com a requisição feita pelo operador portuário.

Até a promulgação da Lei cabia ao Estado o papel de regulamentar o processo de operação e contratação da mão-de-obra em atividades portuárias, ficando com os sindicatos o gerenciamento da distribuição de tarefas, avaliação de desempenho e o repasse da remuneração pelos serviços prestados, aos trabalhadores.

Esta medida, portanto, reduziu bastante a força dos sindicatos e conseguiu reduzir certos excessos no custo com pessoal associado à operações portuárias em portos públicos. Somente a título ilustrativo, no ano seguinte, o número de homens necessários ao manuseio de um contêiner havia sido reduzido de 12 pessoas para 8 pessoas.

Posteriormente, em meados de 2001, foi constituída a ANTAQ (Agência Nacional de Transporte Aquaviário) através da lei nº 10.233 com a finalidade de regular, supervisionar e fiscalizar as atividades de prestação de serviços de transporte aquaviário e de exploração de infra-estrutura portuária e aquaviária.

Neste âmbito, a resolução nº 517 condicionou a implantação de terminais privativos à comprovação de uma quantidade mínima de carga própria, com base em estudos técnicos. Esta parcela de carga própria deveria ser suficiente para justificar os investimentos previstos no porto (embora o arcabouço tenha o texto vago, não explicitando a métrica para esta avaliação).

Esta determinação prejudicou a viabilidade de investimentos privados no setor e em certo sentido conflitava com as leis nº 8.630 e a própria 10.233. Até mesmo a própria agência se mostrava em certos momentos favorável à flexibilização desta resolução passada.

A discussão a respeito deste último tópico tratado nesta legislação envolveu a maior polêmica do setor, cuja definição ocorreu, mesmo que de maneira não tão objetiva, na última semana de outubro, através da promulgação do decreto nº 6.620.

A decisão final autorizou a abertura de terminais privados para movimentação de cargas de terceiros, no entanto, em regime de concessão a ser obtida através de licitação por 25 (vinte e cinco) anos, prorrogável por igual período. Para os portos mistos, prevalece o modelo de autorização pela ANTAQ, no entanto, a carga de terceiros deve ser entendida como compatível com as características técnicas da infra-estrutura e da superestrutura do terminal, com a mesma natureza da carga própria autorizada que justificou técnica e economicamente o pedido de instalação do terminal, e adicionalmente a operação da carga de terceiros deve também ser entendida como eventual e subsidiária.

Finalmente, outra entidade importante no setor é a Secretaria Especial de Portos (SEP), constituída em maio de 2007 com competência para formulação de políticas e diretrizes para fomento ao setor, além da execução de medidas, programas e projetos de apoio ao desenvolvimento da infra-estrutura portuária, com investimentos orçamentários e do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC).

## O Programa de Aceleração do Crescimento (PAC)

No dia 22 de janeiro de 2007, o Governo Federal anunciou a criação do Programa de Aceleração de Crescimento (PAC), com previsão de investimentos superiores a R\$ 500 bilhões em obras até 2010.

Um dos pilares deste programa é o investimento em infraestrutura logística. O Governo pretende destinar recursos para cerca de 42 mil km de rodovias, enquanto outros cerca de 3 mil km deverão ser financiados pela iniciativa privada. Para as ferrovias, o setor público pretende construir 211 km novos, e os agentes privados ficariam responsáveis por outros 2.037 km. Vinte novos aeroportos também estão incluídos na programação.

No tocante ao modal aquaviário, estão previstos 12 novos portos oceânicos, 67 portos em hidroviais e 1 eclusa. Adicionalmente, a modernização de portos existentes também é logicamente considerada prioridade.

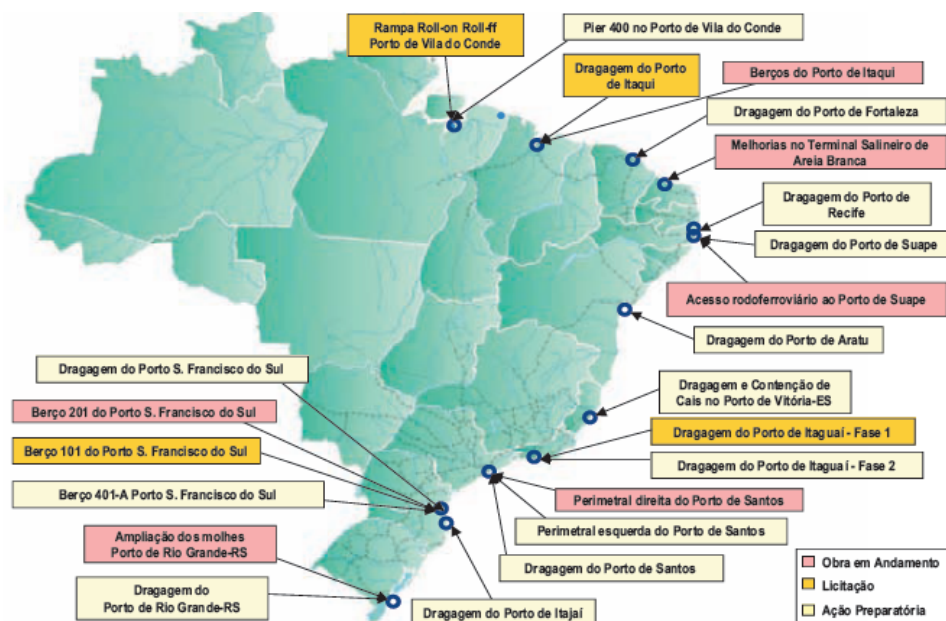
Tabela 15: **Investimentos em Infraestrutura Logística (R\$ bilhões)**

	2007	2008-2010	Total
Rodovias	8,1	25,3	33,4
Ferrovias	1,7	6,2	7,9
Portos	0,6	2,1	2,7
Aeroportos	0,9	2,1	3,0
Hidrovias	0,3	0,4	0,7
Marinha Mercante	1,8	8,8	10,6
<b>TOTAL</b>	<b>13,4</b>	<b>44,9</b>	<b>58,3</b>

Fonte: Ministério do Planejamento

Inserido neste contexto, foi constituído o Programa Nacional de Dragagem para ampliação da profundidade na área de atracação de determinados portos no país e adicionalmente encontram-se em andamento diversas obras de acesso terrestre aos portos e ampliação de cais.

Figura 13: **Acompanhamento das Obras do PAC (1 ano)**



Fonte: Ministério do Planejamento

Uma iniciativa importante no âmbito do PAC foi a MP nº 351/07, que determinou a suspensão da cobrança dos impostos PIS e COFINS sobre os investimentos realizados

em transporte, portos, energia e saneamento. Esta medida, inserida no Regime Especial de Incentivos para Desenvolvimento de Infra-Estrutura (REIDI), é responsável por reduzir em 9,25% os tributos sobre os desembolsos necessários à viabilização destes empreendimentos.

Esta iniciativa veio a complementar o Reporto (Regime Tributário para Incentivo à Modernização e à Ampliação da Estrutura Portuária), que suspendia a cobrança do IPI (Imposto sobre Produtos Industrializados), PIS, COFINS e se necessário do Imposto de Importação, nas vendas de máquinas, equipamentos e outros bens aos terminais portuários. Este programa teve validade estendida para 31 de dezembro de 2010 através da MP nº 412.

## Premissas Macroeconômicas

Principais premissas macroeconômicas de nosso departamento de economia que foram consideradas na projeção:

Tabela 16: **Projeções Macroeconômicas**

	<b>2007</b>	<b>2008P</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>
Variação Real do PIB (%)	5,42	5,40	2,50	3,50	4,00	4,00
SELIC Final (%)	11,25	14,25	14,00	13,00	12,00	12,00
IPCA (%)	4,46	6,30	5,27	4,50	4,50	4,50
IGP-M (%)	7,75	10,76	6,33	4,49	4,00	4,00
Câmbio Final (R\$/US\$)	1,77	2,00	2,00	2,10	2,20	2,30
Taxa de Desemprego (%)	9,3	7,86	8,53	8,10	8,10	8,10

<b>Resultados (R\$ mil)</b>	<b>2007</b>	<b>2008P*</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>
Receita Líquida	N.A.	-	-	129.919	337.160
EBITDA	N.A.	(4.019)	(10.018)	107.325	276.207
Margem EBITDA (%)	N.A.	N.A.	N.A.	82,6%	81,9%
EBIT	N.A.	(12.162)	(85.020)	3.877	165.790
Margem EBIT (%)	N.A.	N.A.	N.A.	3,0%	49,2%
Resultado Financeiro Líq.	N.A.	-	(103.113)	(134.461)	(144.118)
Resultado Antes do IR	N.A.	(12.162)	(188.133)	(130.584)	21.671
IR e Contribuição Social	N.A.	-	-	(2.920)	(16.957)
Lucro Líquido	N.A.	(12.162)	(188.133)	(133.505)	4.715
Margem Líquida (%)	N.A.	N.A.	N.A.	-102,8%	1,4%
Lucro por Ação	N.A.	(0,03)	(0,52)	(0,37)	0,01
<b>Balço (R\$ mil)</b>					
Ativo Total	N.A.	317.574	1.416.904	1.894.479	1.950.474
Ativo Circulante e de Longo Prazo	N.A.	-	-	12.110	39.130
Ativo Permanente	N.A.	317.574	1.416.904	1.882.369	1.911.345
Passivo Total	N.A.	317.574	1.416.904	1.894.479	1.950.474
Passivo Circulante e de Longo Prazo	N.A.	329.736	1.617.199	2.228.278	2.279.559
Empréstimos e Financiamentos	N.A.	329.736	1.617.199	2.225.712	2.269.677
Outros	N.A.	-	-	2.566	9.882
Patrimônio Líquido	N.A.	(12.162)	(200.295)	(333.799)	(329.085)
<b>Fluxo de Caixa (R\$ mil)</b>					
Resultado Operacional	N.A.	(12.162)	(85.020)	3.877	165.790
Depreciação	N.A.	(8.143)	(75.002)	(103.448)	(110.418)
EBITDA	N.A.	(4.019)	(10.018)	107.325	276.207
Var. do Balço	N.A.	-	-	(9.544)	(19.704)
Investimentos	N.A.	(325.717)	(1.174.332)	(568.914)	(139.393)
Impostos Pagos / Outros	N.A.	0	-	(2.920)	(16.957)
Fluxo de Cx. Livre - Empresa	N.A.	(329.736)	(1.184.350)	(474.052)	100.154
Entrada de Dívida / Aporte	N.A.	-	1.308.050	366.637	89.431
Amortizações	N.A.	-	-	-	(144.675)
Resultado Financeiro	N.A.	-	(103.113)	(134.461)	(144.118)
Fluxo de Cx. Livre - Acionista	N.A.	(329.736)	20.588	(241.877)	(99.209)
<b>Indicadores</b>					
P/L	N.A.	N.A.	N.A.	-3,0	84,4
P/VPA	N.A.	N.A.	N.A.	-1,2	-1,2
EV / EBITDA	N.A.	N.A.	N.A.	24,4	9,7
Div. Bruta / Patrimônio Líq	N.A.	N.A.	N.A.	20,6	8,1
Dividend Yield (%)	N.A.	N.A.	N.A.	-	-
FCF Yield (%)	N.A.	N.A.	N.A.	-119%	25%
ROE	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

\* Refere-se à consolidação das subsidiárias a partir do 2T08 (não incorpora os dados da holding)

**VOTORANTIM CORRETORA****Abraham Weintraub**

abraham@votorantimcorretora.com.br

55 11 5185-1817

---

**MESA DE OPERAÇÕES****Ricardo Braga**

ricardo.braga@votorantimcorretora.com.br

55 11 3043-5521

---

**BOVESPA – Institucional****Christiano Gomes**

christiano.gomes@votorantimcorretora.com.br

55 11 5185-1810

**BOVESPA – Pessoa Física****Francisco Lyra**

francisco.lyra@votorantimcorretora.com.br

55 11 5185-1810

**BM&F****Claudio Petroni Jr.**

claudio.petroni@votorantimcorretora.com.br

55 11 5185-1710

**Daniel Manso**

daniel.manso@votorantimcorretora.com.br

55 11 5185-1710

**Mair Riviera**

mair.riviera@votorantimcorretora.com.br

55 11 5185-1710

**William Maeda**

william.matsubara@votorantimcorretora.com.br

55 11 5185-5001

---

**EQUITY RESEARCH & ECONOMIA****Ricardo Cavalheiro**

ricardo.cavalheiro@bancovotorantim.com.br

55 11 3043-5621

---

**EQUITY SALES****Alberto Rodrigues**

alberto.rodrigues@votorantimcorretora.com.br

55 21 2237-8692

55 11 3043-5315

---

**BANCO VOTORANTIM SECURITIES****Marco Lockmann**

marco.lockmann@banvor.com

1 646 495-3205

**Marcus Magarian**

marcus.magarian@banvor.com

1 646 495-3214

---

## Critério de Recomendação

Recomendação	Critério
<b>COMPRA</b>	O retorno total da ação esperado pela Votorantim Corretora é ao menos 10% superior ao retorno total esperado pela Votorantim Corretora para o Ibovespa.
<b>MANUTENÇÃO</b>	O retorno total da ação esperado pela Votorantim Corretora está entre 10% acima e 10% abaixo do retorno total esperado pela Votorantim Corretora para o Ibovespa.
<b>VENDA</b>	O retorno total da ação esperado pela Votorantim Corretora é ao menos 10% inferior ao retorno total esperado pela Votorantim Corretora para o Ibovespa.

## Disclaimer

O(s) analista(s), responsável (is) por este relatório, certifica(m) que:

- i. As recomendações deste documento refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais, e que foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Votorantim Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.
- ii. Que não possuem vínculo de qualquer natureza e não recebem remuneração ou compensação por serviços prestados por qualquer pessoa natural que atue no âmbito das companhias objeto de sua análise neste relatório;
- iii. Que sua remuneração por serviços prestados não está atrelada direta ou indiretamente as recomendações contidas neste relatório;
- iv. Que não são titulares, diretos ou indiretos de valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise, e que representem 5% (cinco por cento) ou mais de seu patrimônio pessoal, nem estão envolvidos na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado;

Adicionalmente a Votorantim Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. declara:

- i. Que seus fundos, carteiras e clubes de investimento em valores mobiliários administrados não detêm participação acionária, direta ou indireta, igual ou superior a 1% (um por cento) do capital social de quaisquer das companhias cujos valores mobiliários foram alvo de análise neste relatório, nem está envolvida na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado;
- ii. Que não recebe remuneração por serviços prestados ou apresenta relações comerciais com quaisquer das companhias cujos valores mobiliários foram alvo de análise neste relatório, ou pessoa natural ou pessoa jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse desta companhia.