



MetrôRio

Próxima Parada: Estação Gávea

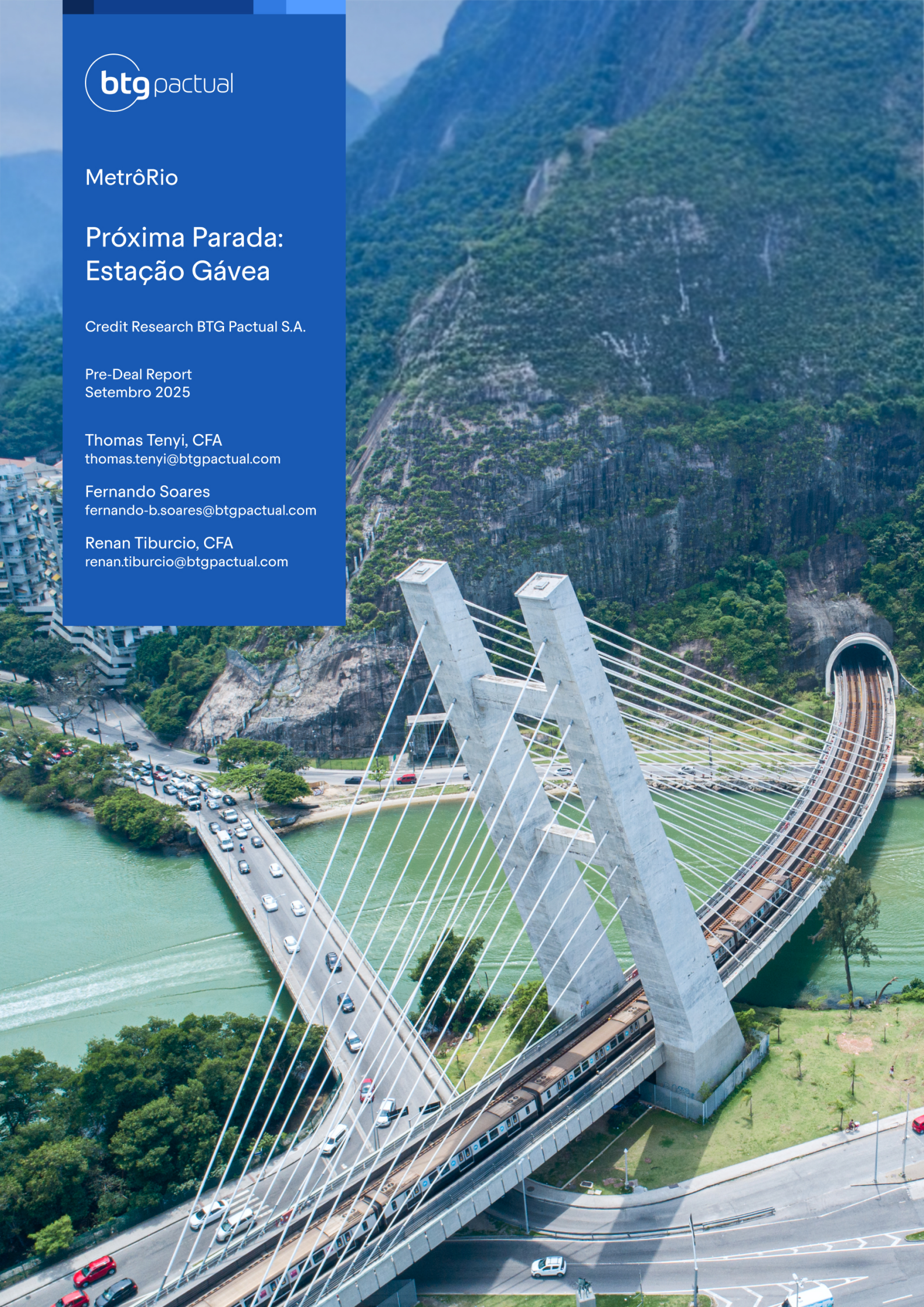
Credit Research BTG Pactual S.A.

Pre-Deal Report
Setembro 2025

Thomas Tenyi, CFA
thomas.tenyi@btgpactual.com

Fernando Soares
fernando-b.soares@btgpactual.com

Renan Tiburcio, CFA
renan.tiburcio@btgpactual.com



Próxima Parada: Estação Gávea

Unificação das linhas 1,2 e 4 com extensão de prazo até 2048

O MetrôRio obteve um avanço significativo com a assinatura do 10º termo aditivo em abr/25, que redesenhou a concessão, mitigando riscos, eliminando pendências e simplificando a operação. O novo contrato transferiu a Linha 4 para o MetrôRio, que passa a administrar as Linhas 1, 2 e 4 de forma unificada, com prazo estendido para 2048 (+10 anos). A unificação gera ganho imediato de receita e EBITDA, viabilizando investimentos na conclusão da Estação Gávea. Com 59km de trilhos, 41 estações e uma frota de 64 trens climatizados, o MetrôRio é o maior sistema metroviário sob gestão privada do país e o segundo maior em extensão e número de passageiros, conectando as principais regiões da capital fluminense.

Compartilhamento de risco de volume aumenta previsibilidade

O novo contrato introduz uma curva regulatória de demanda com mecanismo de compartilhamento de risco com o Estado do Rio, garantindo ressarcimento para volumes de passageiros abaixo de 90% da demanda regulatória. Esse mecanismo aumenta a previsibilidade da receita e mitiga de forma importante o risco de demanda, considerando a recuperação lenta do tráfego pós-pandemia, a concorrência com outros modais subsidiados, riscos de disrupções (como pandemias) e eventuais mudanças no patamar de subsídio tarifário.

Estação Gávea a todo vapor: R\$600milhões sem risco de execução

O MetrôRio investirá R\$600milhões na conclusão da Estação Gávea, com responsabilidade limitada apenas à sua contribuição financeira, enquanto o Estado do Rio arcará com os demais custos (R\$146,7milhões) e todos os riscos de execução, atrasos e pleitos com o consórcio construtor. A entrega da estação está prevista para 2028 e deve aumentar marginalmente o fluxo de passageiros e resolver uma pendência jurídica de anos. Ademais, o aditivo contratual destrava ressarcimentos relevantes e reforça a segurança jurídica da concessão.

Gestão de passivos com incorporação da MetroBarra

Para viabilizar o novo desenho, o MetrôRio irá incorporar a MetroBarra e fará uma gestão de passivos, por meio da emissão de R\$2,8bi em debêntures incentivadas (vencimento em 2042), destinadas a resgatar as debêntures MTRJ19 (~R\$1,5bi) e da MetroBarra (R\$0,7bi), além de financiar os R\$600milhões da Estação Gávea.

Forte geração de caixa com sólidas métricas de crédito; rating AAA

A capacidade de geração de caixa do MetrôRio deve se fortalecer substancialmente, enquanto a alavancagem permanece moderada. Incorporando a receita da Linha 4, ganhos tributários, eliminação de descontos, e economia de R\$50-60milhões/ano com o novo contrato de energia, estimamos um EBITDA pro forma de 2024 próximo a R\$600milhões (75% acima do reportado). Mesmo com os investimentos na Estação Gávea, a geração de caixa deve permanecer forte, com uma alavancagem (DL / EBITDA) entre 2,5-3,0x e um ICSD médio de 2,1x, bem acima dos covenants e com espaço para absorver choques. A emissão recebeu rating AAA pela Fitch.

Analysts

Thomas Tenyi, CFA

Brazil – Banco BTG Pactual S.A.
thomas.tenyi@btgpactual.com
+55 11 3383 2687

Fernando Soares

Brazil – Banco BTG Pactual S.A.
fernando-b.soares@btgpactual.com
+55 11 3383-7049

Renan Tiburcio, CFA

Brazil – Banco BTG Pactual S.A.
renan.tiburcio@btgpactual.com
+55 11 3383 6176

DISCLAIMERS PERTINENTES A ESTE RELATÓRIO INICIAM NA PÁGINA 25

Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com a(s) companhia(s) coberta(s) neste relatório. Por esta razão, investidores devem estar cientes de eventuais conflitos de interesse que potencialmente possam afetar os objetivos deste relatório. Investidores devem considerar este relatório apenas como mais um fator no processo de tomada de decisão de seus investimentos. Qualquer Cidadão Norte-Americano Especificado como US Person(USP) que receber este relatório e desejar realizar uma operação com valores mobiliários analisados neste relatório, deverão fazê-lo com o BTG Pactual US Capital, LLC - 212-293-4600, 601 Lexington Avenue, 57º andar, Nova York NY 10022.

O Novo MetrôRio: Rumo à Gávea

O MetrôRio obteve um avanço significativo com a assinatura de aditivo que redesenha a concessão, mitigando riscos, eliminando pendências e simplificando a operação. A unificação das Linhas 1, 2 e 4 gera ganhos imediatos em receita e EBITDA, enquanto o mecanismo de compartilhamento de risco de demanda amplia a previsibilidade financeira. A conclusão da estação Gávea (paralizada há 10 anos), com responsabilidade limitada do MetrôRio, soluciona incertezas históricas e adiciona fluxo marginal de passageiros. Além disso, o acordo destrava ressarcimentos relevantes e reforça o alinhamento entre a Concessionária e o Governo do Rio de Janeiro.

Unificação das Linhas 1, 2 e 4 até 2048 eleva receita do MetrôRio

O novo contrato transfere formalmente a concessão da Linha 4 para o MetrôRio, que passa a operar as Linhas 1, 2 e 4 de forma unificada, com extensão do prazo da concessão até 2048 (+10 anos). Até então, a Linha 4 era detida pela CRB, enquanto o MetrôRio apenas operava o sistema, sem ser remunerado pelo custo. A unificação gera efeito imediato em receita e EBITDA, ao consolidar diretamente as receitas da L4 na MetrôRio, eliminando pagamentos à CRB e reduzindo tributação. Com isso, a concessão consegue suportar os investimentos para conclusão das obras da Estação Gávea.

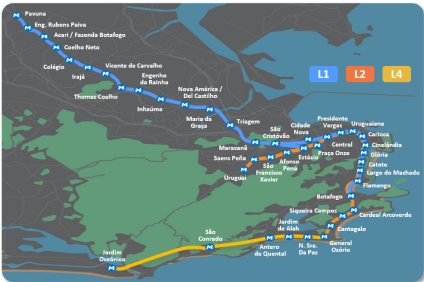
O sistema metroviário do Rio soma 59km de trilhos em 3 Linhas, com 41 estações e 64 trens climatizados, transportando em média ~630 mil passageiros por dia útil, sendo que aprox. 25% dos passageiros pagantes estavam alocados à Linha 4. O metrô do Rio é um modal de transporte essencial, integrando diversas regiões da metrópole e provendo integração com diversos outros modais de transporte público.

Compartilhamento de risco de volume aumenta a previsibilidade

O novo contrato introduz uma curva regulatória de demanda com mecanismo de compartilhamento de risco com o Governo do Estado com bandas de +/-10% em torno da demanda de referência. O mecanismo prevê ressarcimento integral pelo Estado por volumes de passageiros abaixo de 90% da demanda regulatória, e ressarcimento ao Estado caso a demanda exceda 110%.

Esse mecanismo aumenta a previsibilidade da receita, mitigando de forma importante o risco de demanda a luz de uma recuperação lenta pós-pandemia, concorrência de outros modais subsidiados, riscos de disrupções (como pandemias) e alterações no patamar de subsídio tarifário do metrô. Para 2026, estimamos receita de R\$1,35 bilhão, um incremento de 43% vs. 2024, quando apenas L1 e L2 estavam sob a concessão do MetrôRio.

Figura 1: Mapa da Concessão



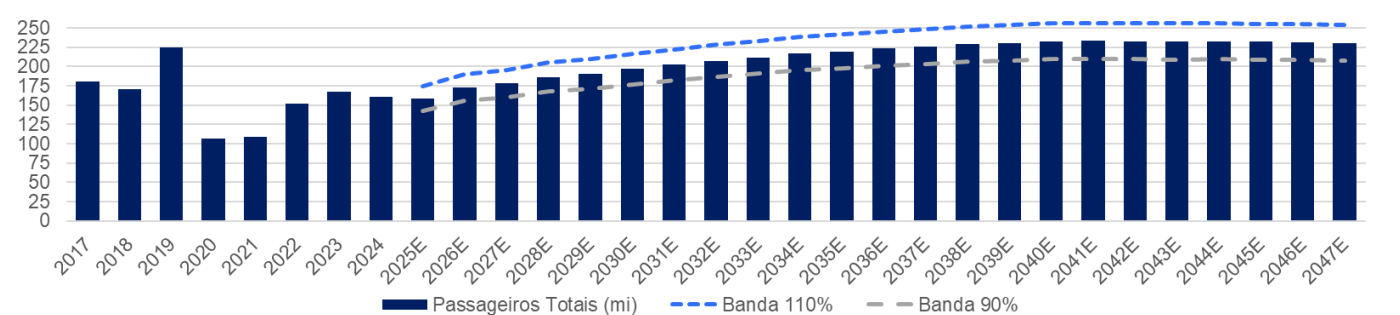
Fonte: BTG Pactual e Companhia

Tabela 1: Detalhes do Projeto

Companhia	Concessão Metroviária do Rio de Janeiro S.A. (MetrôRio)
Serviços da Concessão	Operação e Manutenção das Linhas 1, 2 e 4 do metrô do Rio de Janeiro
Poder Concedente	Governo do Estado do Rio de Janeiro, por meio da Secretaria de Estado do Transporte (SETRANS - RJ)
Poder Regulador	AGETRANSP*
Tarifa	R\$7,90; ajustada pelo IPCA acumulado 12M em abril de cada ano
Período da Concessão	1998 a 2048 (O 10º TACC estendeu, em abril de 2025, o prazo da concessão por mais 10 anos)
CAPEX de obras (em termos reais)	Limitado a R\$600milhões
CAPEX de manutenção (em termos reais)	~R\$110-120 milhões por ano
Infraestrutura	59km de trilhos, 41 estações e 64 trens climatizados

Fonte: BTG Pactual e Companhia.
*AGETRANSP: Agência Reguladora de Serviços Públicos de Transportes Aquaviários, Ferroviários, Metroviários e de Rodovias do Estado do Rio de Janeiro

Gráfico 1: Fluxo de Passageiros Previsto no 10º TACC (L1+L2+L4), em milhões



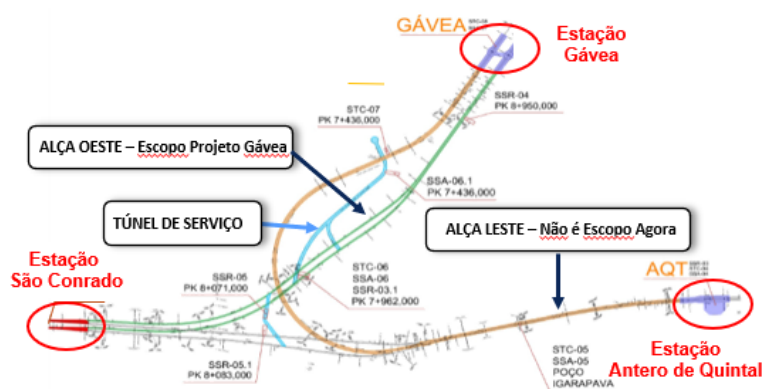
Fonte: BTG Pactual e Companhia

Investimentos de R\$600mi para Estação Gávea, sem assunção de riscos

O MetrôRio contribuirá com R\$600milhões para a conclusão da Estação Gávea (corrigidos pelo INCC), sem assumir riscos de execução da obra, limitando sua exposição. O Estado do Rio de Janeiro assume a responsabilidade pelos demais custos, estimados em R\$146,7milhões, e assume o risco de execução, atrasos e pleitos adicionais junto ao consórcio construtor. O MetrôRio fica responsável pela manutenção das linhas (CAPEX estimado em R\$110-120milhões ao ano), com longo histórico de manutenção adequada e cumprimento de metas de qualidade operacionais. A entrega da Estação está prevista para 2028, com fluxo de passageiros incremental da ordem de 2% (de acordo com estudo FIPE).

O término da Estação Gávea conclui o plano original da Linha 4, elimina uma pendência jurídica de anos e viabiliza eventuais expansões futuras do sistema metroviário. A obra atual endereça a Alça Oeste, conectando Gávea à São Conrado, enquanto a Alça Leste (Gávea-Antero de Quintal) será objeto de futura expansão. Em caso de futuras expansões e novas linhas, o MetrôRio automaticamente se torna operador do novo trecho se este for interconectado ao sistema atual, mas não tem a obrigação de realizar o investimento. A responsabilidade por futuros investimentos é do Estado, podendo ser objeto de negociação de reequilíbrio em comum acordo.

Figura 2: Alça Oeste e Alça Leste da Estação Gávea



Fonte: MetrôRio

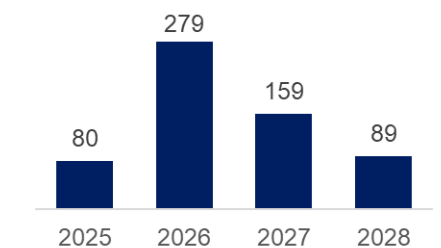
Reajuste tarifário indexado à inflação e política de subsídio

A tarifa do MetrôRio é reajustada anualmente pelo IPCA com histórico consistente de reajustes respeitando o contrato de concessão (último reajuste: +5,3% em abr/25, para R\$7,90). Desde 2023, o Estado mantém uma tarifa social de R\$5,00 para usuários com renda familiar inferior a R\$3.205,20, que abrange cerca de 30% dos passageiros pagantes. O concessionário é integralmente ressarcido pelo Estado pela diferença da tarifa regulatória e social, sem histórico de inadimplências (em D+1).

O subsídio foi criado em resposta à perda de fluxo de passageiros pelo MetrôRio devido a crescente assimetria tarifária entre o metrô e o transporte municipal de ônibus, BRT e VLT, cuja tarifa de R\$4,70 é fortemente subsidiada pelo governo municipal, com apenas 2 reajustes ocorridos desde a pandemia.

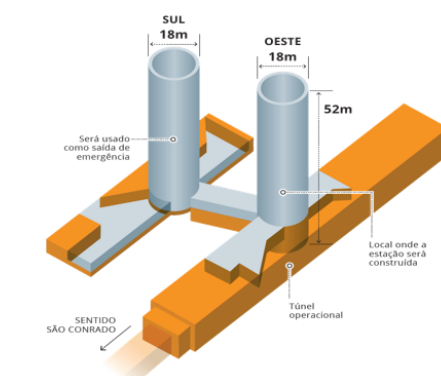
O risco de redução do subsídio (improvável politicamente) e inadimplência, é mitigado pelo mecanismo de compartilhamento de risco demanda e por cláusula contratual que autoriza ao MetrôRio a suspender o subsídio em caso de inadimplência do Poder Concedente.

Gráfico 2: Previsão de Desembolso de CAPEX para Estação Gávea (R\$ milhões, em Termos Reais)



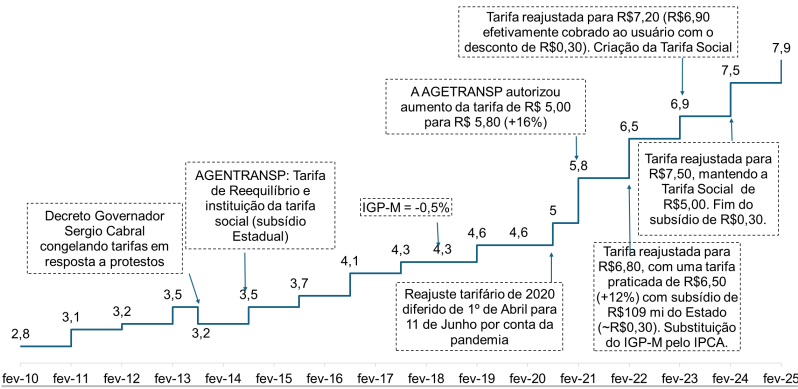
Fonte: BTG Pactual e Companhia

Figura 3: Estação Gávea: poços já perfurados (cinza) e obra remanescente (laranja)



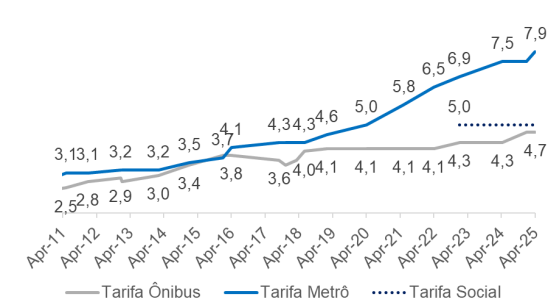
Fonte: MetrôRio

Gráfico 3: Evolução da Tarifa de Metrô Praticada ao Usuário (R\$)



Fonte: BTG Pactual e Companhia

Gráfico 4: Comparativo Tarifa Metrô e Ônibus Municipal na Cidade do Rio de Janeiro (R\$)



Fonte: BTG Pactual e Prefeitura do RJ. Maior detalhamento Anexo III.

Maior segurança jurídica e indenizações: MetrôRio recebe R\$361 milhões

O 10º aditivo contratual encerra disputas passadas, exime o MetrôRio de responsabilidades anteriores à transferência da Linha 4 e confere forte respaldo jurídico, com participação do MPE (Ministério Público Estadual) e TCE (Tribunal de Contas do Estado). Historicamente, o contrato de concessão tem sido respeitado, com reajustes tarifários, manutenção do equilíbrio econômico financeiro da concessão e o Estado se mantendo adimplente com suas obrigações contratuais.

O aditivo viabiliza ressarcimentos relevantes ao MetrôRio, já previstos pela agência regulatória, incluindo: i) ressarcimento referente aos impactos da pandemia em 2021 no valor de R\$310,5 milhões, a ser pago em 16 parcelas mensais até mar/2026, e ii) quitação da segunda parcela de reembolso referente ao desconto tarifário temporário de R\$0,30 durante a pandemia, previsto no 9º aditivo contratual, no valor de R\$50 milhões (quitado em 2024). Um 1º ressarcimento de R\$327,7 milhões referente aos impactos da pandemia em 2020 já havia sido pago ao MetrôRio em 2022.

Incorporação da MetroBarra e Reperfilamento do Endividamento

Para viabilizar o redesenho da concessão, o MetrôRio realizará a incorporação da MetroBarra, entidade detentora dos trens que operam na Linha 4, controlada pela HMOBI, mesma controladora do MetrôRio. Com a incorporação, os trens passarão a fazer parte do ativo de concessão do MetrôRio, eliminado uma camada de ineficiência tributária (recolhimento de PIS&COFINS sobre a receita de locação da MetroBarra).

Ao mesmo tempo, a companhia realizará uma ampla gestão de passivos, com a emissão de uma nova debênture de infraestrutura totalizando R\$2,8 bilhões com vencimento em 2042 (16,5 anos), cujos recursos serão utilizados para: i) resgate antecipado do saldo de ~R\$1.493 milhões das debêntures MTRJ19, com vencimento em 2031, ii) resgate antecipado das debêntures da MetroBarra de ~R\$715 milhões, e iii) fazer frente ao investimento de R\$600 milhões na Estação Gávea.

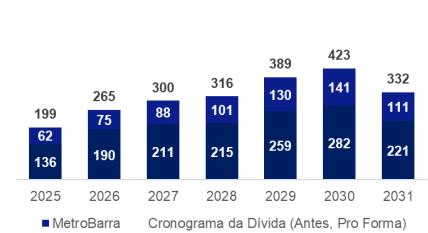
A nova dívida será indexada ao IPCA (em linha com o índice de reajuste tarifário, com covenants: i) ICSD de manutenção de 1,1x, ii) ICSD de 1,2x para distribuição de dividendos e reduções de capital, iii) endividamento adicional vedado acima de R\$80 milhões; iv) até a primeira medição do ICSD, em dezembro de 2028, redução de capital máxima de R\$300 milhões, v) manutenção de capital social mínimo de R\$500 milhões e vi) vedado mútuos da emissora/controlada como mutuantes.

Tabela 2: Histórico de Subsídios e Ressarcimentos

Ano	R\$ mi	Motivo
2022	327,8	8º TACC: Referente aos Impactos do COVID-19 em 2020.
2022	109,5	9º TACC: Desconto de R\$0,30 aplicado na tarifa entre 2022 e 2024. Recebimento de metade em 2022 e metade em 2024, após assinatura do 10º TACC.
2023	-	Criação da Tarifa Social de R\$5,00
2024/25	310,6	10º TACC: Referente aos Impactos do COVID-19 em 2021, pago em 16 parcelas mensais sucessivas até mar26.

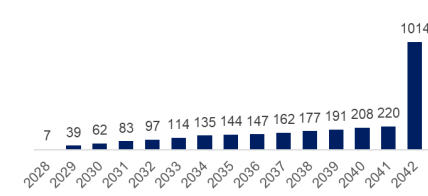
Fonte: BTG Pactual e Companhia

Gráfico 5: Cronograma da Dívida Pro Forma MetrôRio + MetroBarra Antes da Nova Dívida (R\$mi)



Fonte: BTG Pactual e Companhia

Gráfico 6: Cronograma da Dívida Após Emissão Nova Dívida (R\$mi)



Fonte: BTG Pactual e Companhia

A estrutura prevê amortização de 36% do principal no vencimento (*balloon*), mas o risco de refinanciamento é mitigado pelo forte perfil de geração de caixa da concessão e o prazo remanescente de 6 anos até o término da concessão.

Forte geração de caixa com sólidas métricas de crédito; rating AAA

Sob o novo desenho, a capacidade de geração de caixa do MetrôRio deve se fortalecer substancialmente, ao mesmo tempo em que sua estrutura de capital permanece relativamente pouco alavancada. Pro forma pela incorporação da Linha4, a receita de 2024 teria sido cerca de 31% superior à reportada (+R\$290mi), refletindo os 39,3milhões de passageiros adicionais (24,5% do total do sistema), economias tributárias e eliminação de descontos pagos à CRB (PVPA). Essa receita incremental flui quase integralmente para o EBITDA, que ainda se beneficia de uma economia de R\$50-60milhões/ano com o novo contrato de energia a partir de jan/2025, resultando em um EBITDA 2024 pro forma de aprox. R\$600milhões (75% acima do reportado).

Apesar dos investimentos para conclusão da Estação Gávea, projetamos uma geração de caixa livre (FCO - Juros - Capex) da ordem de ~R\$465milhões por ano pelos próximos 5 anos. Dessa forma, a alavancagem encerra 2026 no patamar de 2,9x (vs 2,8x proforma em 2025) e a concessão apresenta um ICSD (Índice de Cobertura do Serviço da Dívida) médio de 2,06x entre 2028 e 2042, ou de 1,70x em média no piso da banda de demanda, substancialmente acima do patamar de ICSD mínimo da concessão de 1,1x, deixando bastante espaço para absorver eventuais choques de demanda e eventuais atrasos ou inadimplementos hipotéticos por parte do Poder Concedente. A modelagem assume o máximo em pagamento de dividendos, respeitando o ICSD mínimo para pagamento de dividendos de 1,20x.

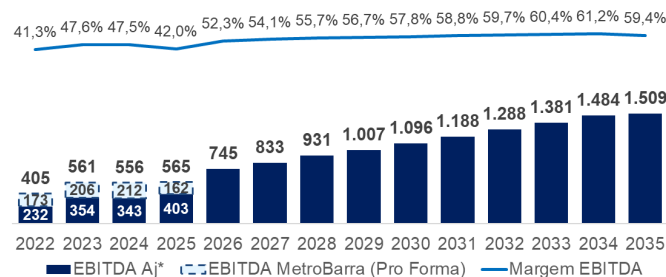
Refletindo as mudanças positivas do contrato de concessão e as fortes métricas financeiras esperadas, a agência de rating Fitch conferiu o rating AAA à nova dívida proposta pelo MetrôRio.

Tabela 3: Condições da Nova Emissão de MetrôRio

Termos da Oferta	
Instrumento	Debênture Lei 12.431;
Prazo de Vencimento	16,5 anos; Vencimento 15 de março de 2042;
Pagamento de Remuneração	Semestral com carência de 18 meses. Atualização monetária pelo IPCA;
Rating	AAA pela Fitch;
Volume	R\$2,8 bilhões;
Amortização	2 anos de carência (a partir de 2028); (EBITDA AJ - IR - CAPEX + Receita Financeira da Conta Reserva) / Serviço da Dívida;
ICSD	
Covenant Antes de 2028 (Pré 1a Medição ICSD)	Redução de Capital Máx. R\$300mi;
Covenant Depois de 2028 (Após a 1a Medição ICSD)	Dividendos ou Redução de capital: ICSD ≥ 1,20X; Vencimento Antecipado: ICSD ≥ 1,1x; Verificação anual;
Covenant Durante Todo o Período de Emissão	Capital Social Mín. R\$500mi; Vedada a captação de novas dívidas com valor maior ou igual a R\$80mi; Vedada a celebração de mútuos da emissora/controladas como mutuantes;
Garantias	Alienação Fiduciária de Ações do MetrôRio, da HMOBI; Cessão Fiduciária de Receitas (tarifárias / acessórias) e Direitos Emergentes da Concessão (ex.: indenizações); Conta Reserva: Recursos suficientes para cobrir o pagamento de 1 parcela de serviço da dívida;
Uso dos Recursos	Pré-Pagamento de ~R\$1,5bi - Debênture MetrôRio MTRJ19; Pré-Pagamento de ~R\$700mi - Debênture MetroBarra; CAPEX Gávea ~R\$600mi.

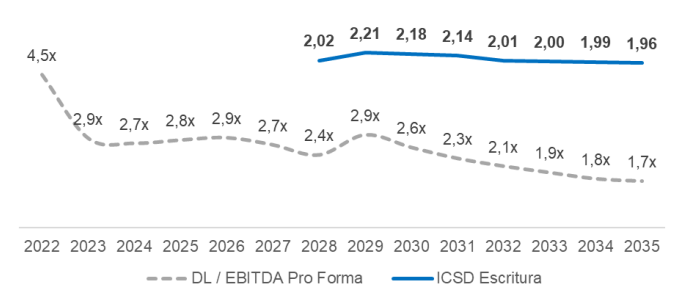
Fonte: Escritura 10ª Emissão de Debêntures do MetrôRio

Gráfico 7: EBITDA Aj. (R\$mi) e Margem EBITDA (%)



Fonte: BTG Pactual e Companhia. *EBITDA Ajustado exclui o ressarcimento pelos efeitos do COVID-19. Pro Forma considera MetrôRio + MetroBarra.

Gráfico 8: Dívida Líquida / EBITDA Pro Forma e ICSD



Fonte: BTG Pactual e Companhia. * Pro Forma MetrôRio + MetroBarra

Tabela 4: Destaques Financeiros - MetrôRio

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Passageiros Pagantes (L1+ L2 + L4)	151	166	161	159	172	178	186	191	197	202	207	212	217	219
% Fluxo Total vs. 2019	67%	74%	72%	71%	77%	79%	83%	85%	88%	90%	93%	94%	97%	98%
Tarifa Vigente	6,5	6,9	7,5	7,9	8,3	8,7	9,1	9,4	9,8	10,1	10,5	10,9	11,3	11,7
Receita Líquida	796	958	940	1.170	1.424	1.541	1.685	1.782	1.912	2.028	2.157	2.285	2.425	2.540
EBITDA Aj*	232	354	343	400	741	830	941	1.009	1.107	1.190	1.285	1.377	1.480	1.504
% margem EBITDA	29,2%	37,0%	36,5%	34,2%	52,0%	53,8%	55,9%	56,6%	57,9%	58,7%	59,6%	60,3%	61,0%	59,2%
Dívida Líquida / EBITDA	4,9x	2,9x	2,6x	4,0x	2,9x	2,7x	2,4x	3,0x	2,6x	2,3x	2,1x	2,0x	1,8x	1,7x
ICSD Escritura							1,98	2,15	2,14	2,09	1,95	1,93	1,92	1,90

Fonte: BTG Pactual e Companhia. *EBITDA Ajustado exclui o ressarcimento pelos efeitos do COVID-19.

A Concessão do MetrôRio

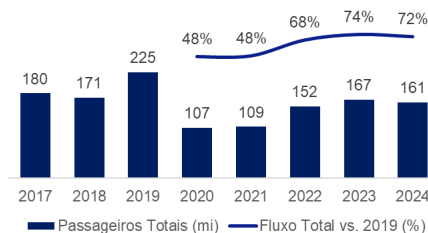
Com a assinatura do 10º TACC (Termo Aditivo ao Contrato de Concessão) em abr/2025, o MetrôRio passou a administrar de forma unificada as linhas 1, 2 e 4, com prazo de concessão até 2048 de forma unificada e com prazo até 2048. Com 59km de trilhos, 41 estações e uma frota de 64 trens climatizados, trata-se do maior sistema metroviário sob gestão privada do país e o segundo maior em extensão e número de passageiros, conectando as principais regiões da capital fluminense. O poder concedente é o Governo do Estado do Rio de Janeiro, por meio da Secretaria de Estado do Transporte (SETRANS-RJ).

O contrato de concessão estabelece um conjunto de métricas operacionais, denominadas Índices de Desempenho, voltadas a assegurar a qualidade do serviço prestado (vide Anexo II). Esses indicadores são monitorados pela AGETRANSP, agência reguladora responsável também por homologar o reajuste tarifário anual, revisar pedidos de reequilíbrio econômico-financeiro, fiscalizar a operação e aplicar eventuais sanções. Historicamente, o MetrôRio tem cumprido os índices de desempenho e conta com avaliações favoráveis por parte dos usuários.

O único investimento relevante previsto em contrato refere-se à construção da Estação Gávea, no qual a responsabilidade do MetrôRio é limitada a R\$600milhões. Além disso, cabe ao MetrôRio realizar os investimentos de manutenção de toda a infraestrutura metroviária - trilhos, AMVs (Aparelho de Mudança de Via), estações - bem como do material rodante (trens, vagões, sistemas embarcados). Caso seja necessário realizar retrofit ou renovação da frota, a responsabilidade pelo investimento recairá sobre o Estado, embora se estime que a frota atual tenha vida útil suficiente para operar até o fim da concessão.

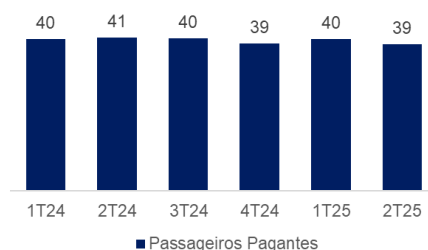
Concessões metroviárias têm um perfil de custos operacionais essencialmente fixos e elevados, exigindo alto volume de passageiros para diluir despesas. Enquanto em grande parte do mundo metrô costumam ser subsidiados, o MetrôRio é apenas parcialmente subsidiado, com a criação da tarifa social em 2023, que abrange aprox. 30% dos passageiros. Nesse contexto, O MetrôRio tem buscado constantemente otimizar sua estrutura de custos. A partir de jan/2025, entrou em vigor um contrato de 10 anos para fornecimento de energia, que deve reduzir em cerca de 35% essa despesa (energia representou, em 2024, aprox. 9% dos custos caixa totais).

Gráfico 9: Passageiros Pagantes (em milhões)



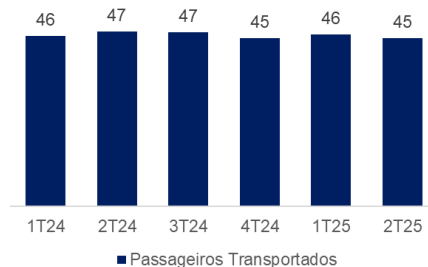
Fonte: BTG Pactual e Companhia

Gráfico 10: Passageiros Pagantes - Últimos Trimestres (em milhões)



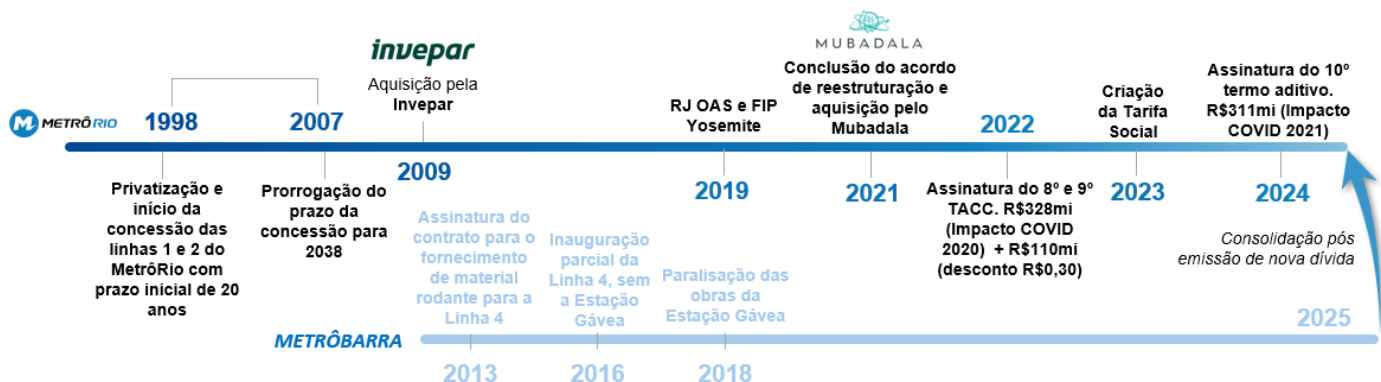
Fonte: BTG Pactual e Companhia

Gráfico 11: Passageiros Transportados (em milhões)



Fonte: BTG Pactual e Companhia

Figura 4: Linha do Tempo MetrôRio



Fonte: BTG Pactual e Companhia

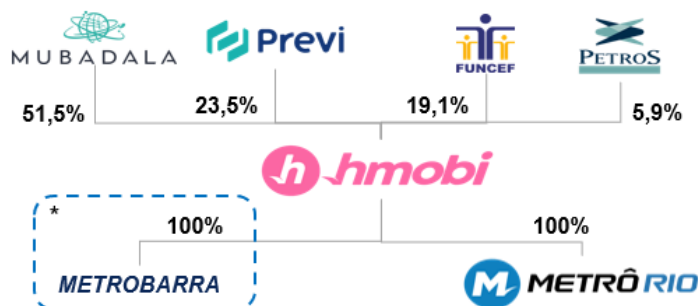
Estrutura Societária

O MetrôRio é atualmente controlado pela HMOBI, cujo acionista controlador é o Mubadala (51,5%), por meio do fundo de investimento Mubadala Capital IAV FIP (IAV FIP). A participação remanescente na HMOBI pertence aos três maiores fundos de pensão do Brasil - Previ, Funcef e Petros, que administram recursos de aprox. R\$275bi, R\$105bi e R\$130bi, respectivamente.

A estrutura societária do MetrôRio passou por relevantes mudanças nas últimas décadas. O MetrôRio assumiu a administração das linhas 1 e 2 em 1998, e, em 2007 foi adquirido pelo Grupo Invepar, formado por Previ, Petros, Funcef e OAS. Com a Invepar enfrentando dificuldades financeiras, após processo de reestruturação da dívida o controle do MetrôRio (e a MetroBarra) foi transferido para a HMOBI, que passou a deter 100% das ações (vide Anexo I para um histórico detalhado).

O Mubadala é o fundo soberano do governo de Abu Dhabi, com ativos sob gestão (AuM) de mais de US\$330 bilhões e presença global em mais de 50 empresas investidas. Seu portfólio tem foco em infraestrutura, energia, tecnologia e imobiliário. No Brasil, destacam-se participações na Atvos, Acelen, Bluefit, Mineração Morro do Ipê, Prumo Logística, Rota das Bandeiras e Zamp.

Figura 6: Estrutura Social Atual da HMOBI



Fonte: BTG Pactual e Companhia. *A MetroBarra será incorporada ao MetrôRio

Governança, Cultura Corporativa com foco em Eficiência e Segurança

A diretoria executiva do MetrôRio é composta por profissionais altamente experientes, em sua maioria com longa trajetória dentro da empresa. O MetrôRio mantém uma cultura voltada ao desenvolvimento interno de talentos, com foco em qualificação e treinamento. Um exemplo é o programa de formação de condutores: os candidatos costumam já integrar o quadro de funcionários e passam por um treinamento rigoroso de 5-6 meses, que inclui avaliações oral, escrita e prática. Da mesma forma, os controladores de tráfego, que operam na central de controle 24 horas por dia, 7 dias por semana, são capacitados internamente.

O MetrôRio também realiza, de forma centralizada, a manutenção dos trens, vagões, estações, túneis e sistemas. Conta com um centro de manutenção dedicado, responsável por revisões programadas do material rodante (incluindo lavagem e reparos), e intervenções corretivas. Intervenções rápidas são realizadas durante a madrugada, quando o sistema está inoperante. Além disso, adota práticas de manutenção preditiva e preventiva, com monitoramento em tempo real para identificar falhas potenciais, reduzir a indisponibilidade da frota e minimizar interrupções não planejadas na operação.

Figura 5: Fundos de Pensão

	Previ	FUNCEF	PETROS
AuM	R\$275bi	R\$105bi	R\$130bi
Nº associados (mil)	200	140	132
Investidas	Neoenergia, TUPY, VIBRA	VALE	norteeenergia

Fonte: BTG Pactual e Companhia

Figura 7: Diretoria Executiva

Diretoria Executiva		
Diretor	Cargo	Experiência
Guilherme Ramalho	CEO +25 anos de experiência 8 anos no MetrôRio	INFRAERO, KBR, MetrôRio, VLT, MP
Herbert Quirino	CFO +25 anos de experiência 4 anos no MetrôRio	MetrôRio, ODEBRECHT, KPMG, Deloitte
Daniel Habib	COO +22 anos de experiência 16 anos no MetrôRio	MetrôRio, ambev
Igor Zibordi	CLO +20 anos de experiência 3 anos no MetrôRio	MetrôRio, ODEBRECHT, OABRJ, MATTOS FILHO, CESCON, BARRIEU
Silvio Godoy	CCO +23 anos de experiência	VIA BRASIL, OEC, MetrôRio, Concretos

Fonte: BTG Pactual e Companhia

TAC e 10º TACC reformulam concessão do MetrôRio

As assinaturas do Termo de Ajustamento de Conduta (TAC), em outubro de 2024, e do 10º Termo Aditivo do Contrato de Concessão (TACC), em abril de 2025, firmado entre o Estado do Rio de Janeiro, SETRANS-RJ, MetrôRio, HMOBI e RioTrilhos, criam um novo desenho da concessão do MetrôRio, endereçando diversas pendências e reduzindo significativamente os riscos da operação. Na tabela abaixo destacamos as principais condições do novo contrato.

Tabela 5: TAC e 10º TACC - Ajustando o Contrato da Concessão

Destaques do TAC e 10º TACC assinados ajustando o Contrato de Concessão	
Unificação da concessão das Linhas 1, 2 e 4	Transferência da concessão da Linha 4 da CRB ao MetrôRio simplifica o desenho da concessão e traz um benefício imediato à receita e EBITDA do MetrôRio. Além disso, a incorporação da MetroBarra resulta em ganhos de eficiência operacional e tributária.
Prorrogação do prazo da concessão até 2048	Prazo unificado da concessão até 2048, representando uma prorrogação de 10 anos para as Linhas L1 e L2 e de 12 anos para a L4
Compartilhamento de riscos entre Poder Concedente e Concessionária	Curva de demanda projetada contratual com compartilhamento de risco fora da banda prevista de 90% a 110% do fluxo de passageiros. A cada ano, o MetrôRio deverá apresentar ao Estado e à AGETRANSR um relatório indicando a demanda real registrada. Caso a demanda seja inferior à banda de 90%, o MetrôRio deve ser ressarcido garantindo uma remuneração mínima equivalente a 90% do fluxo de passageiros. De forma similar, caso a demanda ultrapasse 110% da curva projetada, a receita excedente será ressarcida ao Estado. O pagamento pode ser realizado diretamente em dinheiro ou outro reequilíbrio de comum acordo entre as partes. O pagamento deve ser realizado até 31 de dezembro de cada ano subsequente.
Conclusão das obras Estação Gávea da Linha 4	A conclusão da Estação Gávea resolverá a principal pendência da Linha 4, contribuindo com um fluxo adicional marginal de passageiros para a operação metroviária. Para tanto, o MetrôRio terá uma responsabilidade limitada de aportar R\$600,0mi para o custeio das obras (corrigido pelo INCC com base ago/2023), enquanto o Estado do Rio de Janeiro assumirá a responsabilidade por todos os custos excedentes, estimados em R\$146,7mi na assinatura, e quaisquer custos adicionais e pleitos com o consórcio construtor.
Liquidação de valores devidos em favor do MetrôRio	i) ressarcimento emergencial referente aos impactos da pandemia em 2021, que já havia sido reconhecido pela AGETRANSR em 2022, totalizando R\$310,5milhões, a serem pagos em 16 parcelas iguais e sucessivas até 30/03/2026 e ii) R\$50milhões devidos pelo Poder Concedente (e pago ainda em 2024), referente ao desconto de R\$0,30 aplicado à tarifa entre 2022 e 2024.
Compartilhamento receitas acessórias	A concessionária pode explorar receitas alternativas (comércio, publicidade, naming rights, projetos associados), devendo compartilhar 20% da receita líquida dessas atividades com o Estado, prioritariamente para ressarcimento de gratuidades não pagas ou investimentos adicionais, com prioridade para a reposição de ativos com vida útil próxima do fim. As receitas acessórias representam ~5% da receita bruta total.
Resolução de Conflitos:	Previsão de Comitê Técnico para solução de controvérsias técnicas e econômico-financeiras, composto por representantes das partes. Arbitragem obrigatória para litígios relacionados ao equilíbrio econômico-financeiro e indenizações, com sede no Rio de Janeiro e aplicação do direito brasileiro, para resoluções de disputas em que não for encontrada solução consensual no Comitê Técnico. Foro da Comarca do Rio de Janeiro para questões que não sejam passíveis de arbitragem (ex.: temas estritamente legais ou administrativos).

Fonte: BTG Pactual e Companhia

A Linha 4, CRB e MetroBarra

Linha 4 antes do 10º TACC: 100% dos custos e 0% da receita

A Concessionária Rio Barra (CRB) foi constituída em 1998 e era a titular original da concessão da Linha 4, oficialmente inaugurada em 2016 (ainda sem a Estação Gávea). A CRB é controlada pela Queiroz Galvão, Odebrecht/Novonor e Carioca Engenharia (via ZI Participações). Já a MetroBarra foi criada em 2012, como um veículo patrimonial com os mesmo acionistas do MetrôRio (Invepar e, posteriormente, HMOBI). Em 2013, CRB, MetrôRio e MetroBarra firmaram um contrato de compartilhamento de receita da Linha 4, no qual o MetrôRio passou a ser responsável pela operação e manutenção da linha, enquanto a MetroBarra adquiriu o material rodante (trêns e vagões) e o disponibilizou ao MetrôRio via contrato de locação. O contrato de O&M previa uma opção de compra do controle da concessão da Linha 4 após conclusão das obras - condição que nunca foi atingida, resultando em um longo processo de arbitragem entre MetrôRio e CRB.

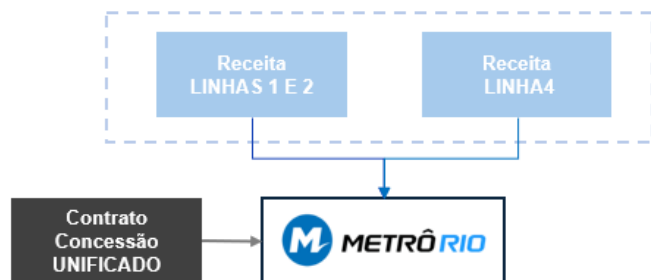
No desenho anterior: i) a CRB recebia uma receita fixa (PVPA), equivalente a cerca de R\$17mi por ano, ii) a MetroBarra recebia uma receita pela locação do material rodante, e iii) o excedente de receita seria teoricamente repassado ao MetrôRio como receita de operação e manutenção. Entretanto, na prática, devido ao arrefecimento da economia carioca e à pandemia, esse excedente nunca se materializou, de forma que o MetrôRio arcava com 100% dos custos operacionais da Linha 4 sem receber nenhuma receita - ou seja, suportava o ônus operacional sem contrapartida de receita.

Linha 4 após o 10º TAC: 100% da receita e otimização de custos e tributos

Com a assinatura do 10º TACC em abril/2025, o MetrôRio assumiu oficialmente a concessão da Linha 4 da CRB, simplificando a estrutura societária e operacional. No novo modelo, o MetrôRio passou a reconhecer integralmente as receitas da Linha 4, trazendo um efeito imediato e relevante no EBITDA da Companhia.

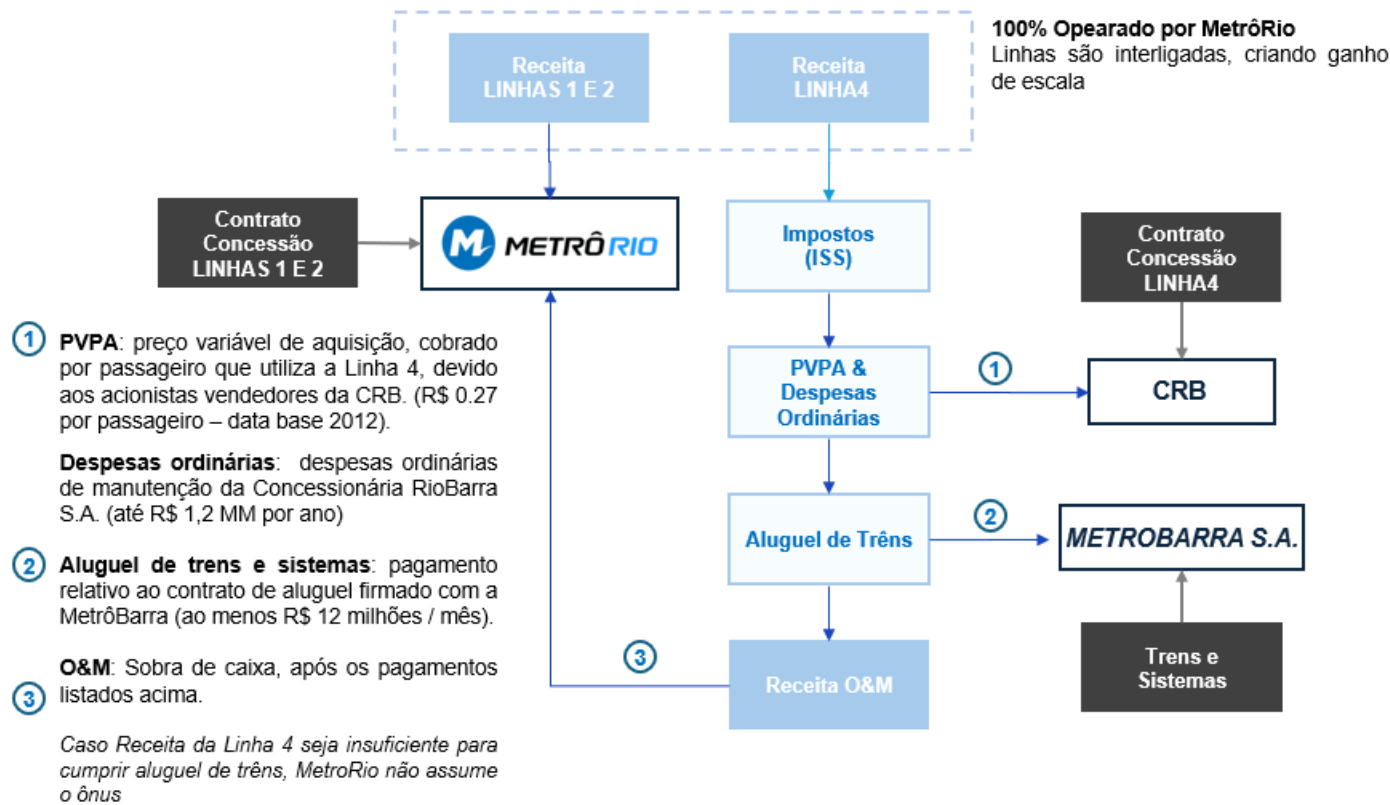
Além disso, a incorporação da MetroBarra pelo MetrôRio traz ganhos de eficiência e sinergias operacionais e tributárias, eliminando i) o pagamento do PVPA à CRB (cerca de R\$17milhões/ano), e ii) eliminando a incidência de PIS & COFINS (alíquota de 9,25%) sobre a receita de locação antes reconhecida na MetroBarra, uma vez que a receita tarifária reconhecida pelo MetrôRio é isenta do tributo, conforme a Lei nº 12.996/2014 e outras desonerações setoriais. Esse efeito representa uma economia tributária estimada de ~R\$23milhões/ano. Por fim, a incorporação da MetroBarra elimina despesas intercompany e sobreposições administrativas, simplificando a estrutura de custos da concessão.

Figura 8: Fluxograma da Linha 4 Após 10º TACC



Fonte: BTG Pactual e Companhia

Figura 9: Fluxograma da Linha 4 Antes da Consolidação da MetroBarra



Fonte: BTG Pactual e Companhia

Pontos de Atenção e Mitigantes

Risco regulatório

O setor metroviário depende de decisões do poder concedente (Estado do Rio de Janeiro) e da agência reguladora (AGETRANSF), seja em relação a reajustes tarifários, subsídios ou potenciais mudanças na política de mobilidade urbana. Intervenções políticas podem alterar o equilíbrio econômico-financeiro do contrato. Historicamente, o Governo tem respeitado o contrato de concessão e se mantido adimplente com suas obrigações. O novo contrato elimina disputas e incertezas legais históricas, criando bases legais sólidas (envolvimento do MPE, TCE) para uma operação mais previsível e com regras mais claras. Notadamente, o novo contrato deixa claro as regras para possíveis novas expansões do sistema metroviário carioca, sem onerar a concessão atual do MetrôRio.

Risco de demanda

Embora continue a existir um risco de demanda intrínseco à concessão, a banda de 90% a 110% da curva de demanda substancialmente limita o *downside* potencial de volume de passageiros, conferindo uma alta previsibilidade de receita mínima ao longo da vida da concessão e eliminando riscos de disrupções extraordinárias, tal como pandemias, desastres naturais, etc. Por outro lado, cria a dependência de ressarcimento pelo Estado num cenário abaixo de 90% da curva regulatória. No entanto, esse ressarcimento pode ser feito em dinheiro ou outras formas de reequilíbrio em comum acordo com o concessionário (tarifa, extensão de prazo, etc).

Dependência do subsídios e concorrência com outros modais

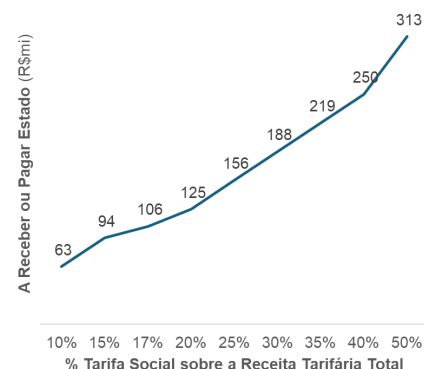
A tarifa social reforça a dependência da concessionária em relação ao subsídio governamental. A revisão dessa política representa um risco ao fluxo de passageiros e à receita a concessão. Em 2024, uma redução do teto de renda para beneficiários da tarifa social acarretou em uma queda marginal do fluxo de passageiros do sistema metroviário. Ademais, a presença de alternativas mais baratas ou subsidiadas, como ônibus, BRT e VLT, pressiona a atratividade do metrô, principalmente em contextos de tarifa social e integração tarifária, elevando a sensibilidade da demanda.

Apesar da tarifa social ter prazo limitado, ela vem sendo consistentemente renovada e sua não renovação poderia acarretar em custo político elevado ao incumbente. Novamente, a banda de demanda contratual limita o impacto negativo potencial de uma redução/queda do benefício da tarifa social. A exposição da concessão a ressarcimentos governamentais, mesmo em cenários de queda severa da demanda, resulta em um valor inferior a 1% do orçamento anual do Estado do Rio de Janeiro.

Risco de execução limitado

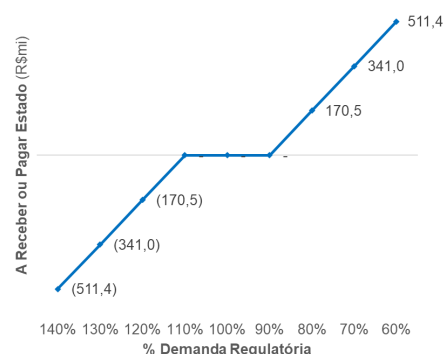
Com o novo contrato claramente eximindo o MetrôRio de responsabilidades sobre a Estação Gávea, e limitado o investimento a R\$600milhões (corrigido pelo INCC), o risco de execução fica substancialmente mitigado. O fluxo de passageiros adicional estimado com a conclusão da Estação Gávea representa acréscimo de apenas ~2% na demanda. A extensão do prazo de concessão e a unificação contratual simplificam a operação e ampliam a geração de EBITDA, fortalecendo a capacidade de serviço da dívida. O principal risco passa ser o controle de despesas operacionais da operação e manutenção do sistema, mas com ampla margem de manobra para um cenário eventualmente mais adverso.

Gráfico 12: Exposição a repasse do subsídio da tarifa social *



Fonte: BTG Pactual

Gráfico 13: Exposição a repasse do Governo por Banda de Demanda *



Fonte: BTG Pactual

* Ressarcimento médio anual em termos reais para o prazo da nova dívida

Modelagem Financeira - Cenário Base

Forte evolução das receitas e EBITDA

Incorporando à nossa projeção a evolução de volume de passageiros conforme a curva de demanda regulatória (100%), e reajustando a tarifa atual de R\$7,90 (abr/25) pelo IPCA, estimamos uma trajetória de receita com forte crescimento entre 2024 e 2026. Esse avanço decorre não apenas do crescimento orgânico da demanda e inflação, mas também de: i) a incorporação de 100% da receita da Linha 4, ii) eliminação do desconto PVPA anteriormente aplicado à Linha 4, iii) economia de PIS & Cofins, que incidia sobre a receita da MetroBarra / Linha 4. A consolidação da Linha 4 adiciona ~25% do total de passageiros pagantes, enquanto o ganho de receita com o fim do PVPA e economia de PIS&COFINS soma aprox. R\$40milhões.

Figura 10: Premissas Macro

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
IPCA	4,8%	5,0%	4,5%	4,0%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
IGP-M	6,5%	1,2%	4,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
SELIC	10,9%	14,6%	12,5%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

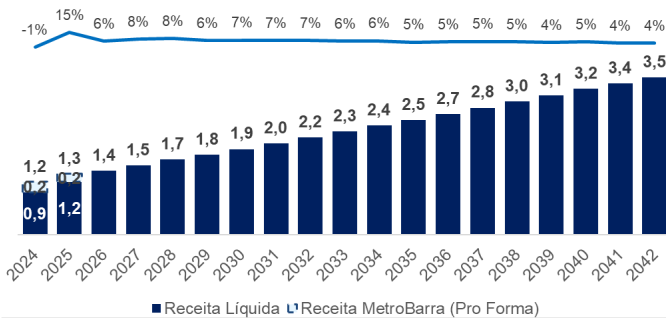
Fonte: BTG Pactual

Tabela 6: Volume de Passageiros (milhões) vs. Tarifa média (R\$)

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	2041E
Passageiros Pagantes (L1+ L2 + L4)	161	159	172	178	186	191	197	202	207	212	217	219	223	226	229	230	233	233
% a/a	-3.6%	-1.0%	8.5%	3.3%	4.7%	2.2%	3.3%	2.7%	2.6%	2.1%	2.4%	1.2%	1.6%	1.4%	1.2%	0.6%	1.1%	0.1%
% Fluxo Total vs. 2019	72%	71%	77%	79%	83%	85%	88%	90%	93%	94%	97%	98%	99%	101%	102%	103%	104%	104%
Tarifa Vigente	7.5	7.9	8.3	8.7	9.1	9.4	9.8	10.1	10.5	10.9	11.3	11.7	12.2	12.6	13.1	13.6	14.1	14.7
% a/a	8.7%	5.3%	5.1%	4.8%	4.6%	3.3%	4.3%	3.1%	4.0%	3.8%	3.7%	3.5%	4.3%	3.3%	4.0%	3.8%	3.7%	4.3%

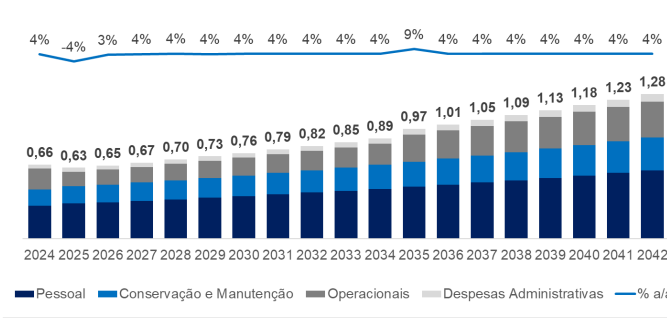
Fonte: BTG Pactual e Companhia

Gráfico 14: Receita Líquida (R\$bi) e Crescimento a/a (%)



Fonte: BTG Pactual e CompanhiaPro Forma MetrôRio + MetroBarra

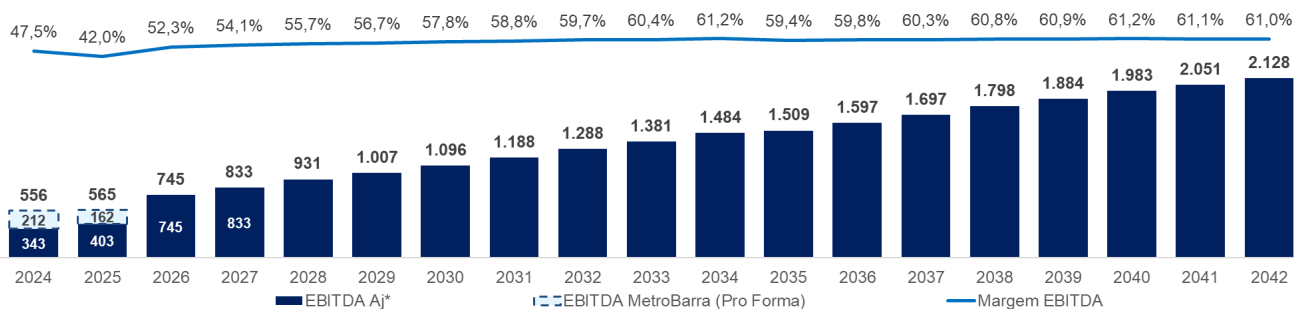
Gráfico 15: Custos caixa (R\$bi) e Crescimento a/a (%)



Fonte: BTG Pactual e Companhia

Partimos de uma projeção de custos ~4% acima da premissa do MetrôRio para 2026-2029, incorporando a economia de R\$50-60mi ao ano com o novo contrato de energia a partir de jan-25, e aplicando reajuste de inflação à estrutura de custos nos anos seguintes. A partir de 2035, com o término desse contrato, projetamos uma alta de 36% no custo de energia. Como resultado, estimamos uma margem EBITDA convergindo para ~60% no longo prazo (vs. 37% em 2024). Para 2026, 1º ano completo sob o novo desenho da concessão, projetamos um EBITDA de R\$745mi, um avanço expressivo de +117% comparado a 2024 (quando o MetrôRio operava apenas as Linhas 1 e 2) e de +32% sobre o EBTIDA Pro Forma de 2025.

Gráfico 16: Evolução do EBITDA (R\$mi) e margem EBITDA (%)



Fonte: BTG Pactual e Companhia. * O EBITDA Ajustado não considera ressarcimento do COVID-19 pelo Estado. Pro Forma MetrôRio + MetroBarra

Forte geração de caixa livre e ICSD elevado (~2.06x em média)

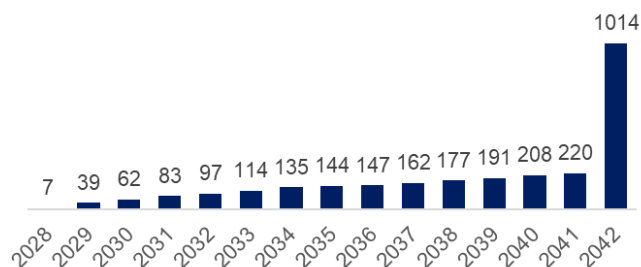
Incorporamos os investimentos de R\$600mi para Estação Gávea até 2028, atualizados pelo INCC (assume-se ser igual ao IPCA em nosso modelo), e assumimos um capex de manutenção anual médio de R\$124mi em termos reais (10% acima da premissa da empresa). Também refletimos o recebimento do saldo remanescente de ressarcimento de R\$175mi, conforme balanço do 2T25, até mar/26.

Gráfico 17: Cronograma de Investimentos (R\$mi)



Fonte: BTG Pactual e Companhia

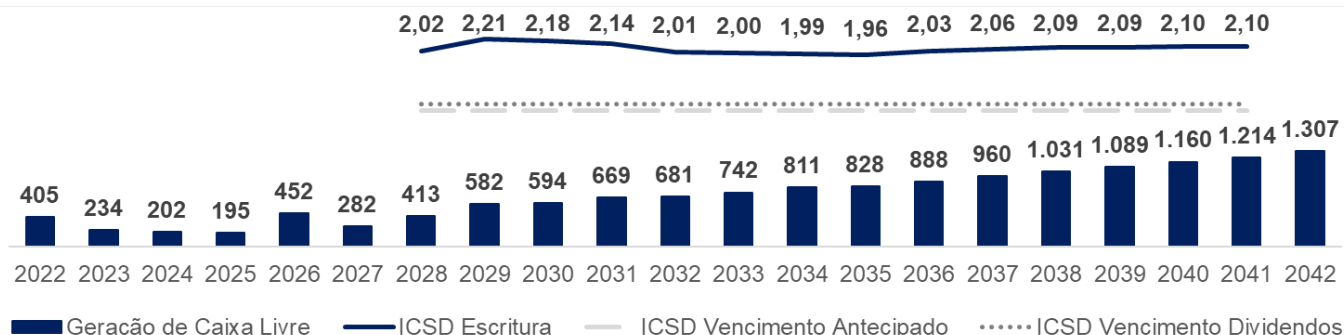
Gráfico 18: Cronograma de Amortização da Dívida em termos reais (R\$mi)



Fonte: BTG Pactual e Companhia

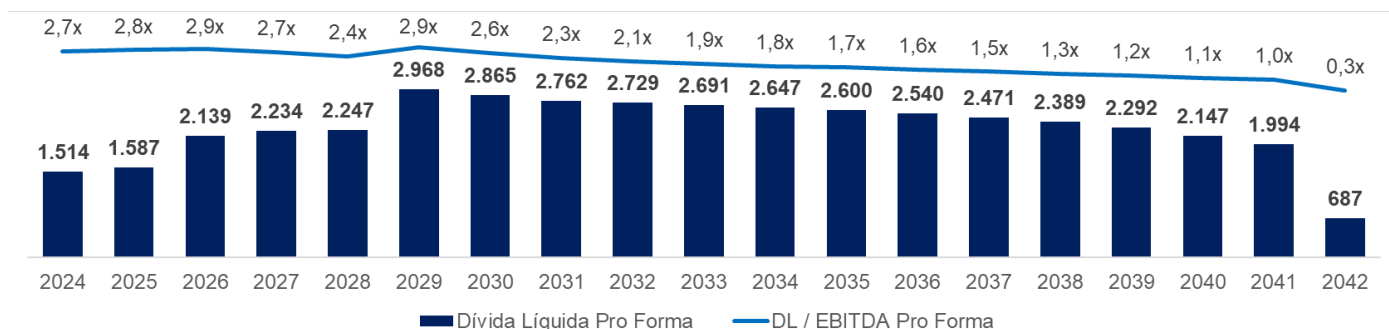
Como resultado, estimamos uma geração de caixa livre (FCO - Juros - Capex) fortemente positiva, mesmo nos anos de maior investimento para a conclusão da Estação Gávea em 2028. Incorporando o serviço da dívida conforme o cronograma proposto, projetamos um ICSD médio de ~2.06x entre 2028 (primeiro ano de medição) e 2041, nível substancialmente acima do ICSD mínimo de 1,1x para vencimento antecipado e do nível mínimo de 1,2x para distribuição de dividendos.

Gráfico 19: Geração de Caixa Livre e ICSD



Fonte: BTG Pactual e Companhia. Geração de Caixa Livre = FCO - Juros - Capex

Gráfico 20: Dívida Líquida (R\$mi) e DL/EBITDA Pro Forma



Fonte: BTG Pactual e Companhia. EBITDA e Dívida Líquida 2024 Pro Forma MetrôRio + MetroBarra

Assumindo a maximizando de dividendos (100%) e eventuais reduções de capital (R\$300mi antes da 1a medição do ICSD em 2028, com manutenção de capital social mínimo de R\$500mi a partir de então), e respeitando o ICSD mínimo de 1,2x, projetamos uma trajetória de alavancagem relativamente conservadora para um financiamento de projeto, com Dívida Líq. / EBITDA entre 2,5x e 3,0x entre 2026-30.

Por fim, quanto ao baloon da dívida no vencimento em 2042, equivalente a 36% do saldo unitário (cerca de R\$2,0bi corrigidos pelo IPCA), estimamos uma necessidade marginal de refinanciamento de apenas R\$800milhões, equivalente a 38% do EBITDA projetados para 2042, valor que poderia ser quitado integralmente já no ano seguinte (2043).

Figura 11: Destaques Financeiros Consolidados - Cenário Base

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Passageiros Pag. (L1+L2+L4)	161	159	172	178	186	191	197	202	207	212	217	219	223	226	229	230	233	233
% a/a	-3,6%	-1,0%	8,5%	3,3%	4,7%	2,2%	3,3%	2,7%	2,6%	2,1%	2,4%	1,2%	1,6%	1,4%	1,2%	0,6%	1,1%	0,1%
% Fluxo Total vs. 2019	72%	71%	77%	79%	83%	85%	88%	90%	93%	94%	97%	98%	99%	101%	102%	103%	104%	104%
Tarifa Vigente	7,5	7,9	8,3	8,7	9,0	9,4	9,7	10,1	10,5	10,9	11,3	11,7	12,1	12,6	13,1	13,6	14,1	14,6
% a/a	8,7%	5,3%	5,1%	4,8%	3,4%	4,4%	3,2%	4,1%	4,0%	3,8%	3,7%	3,5%	3,4%	4,1%	4,0%	3,8%	3,7%	3,5%
Receita Líquida	940	1.171	1.424	1.540	1.671	1.776	1.897	2.022	2.157	2.284	2.424	2.539	2.669	2.813	2.959	3.091	3.239	3.357
% a/a	-2%	25%	22%	8%	8%	6%	7%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	4%	5%	4%
EBITDA Aj*	343	403	745	833	931	1.007	1.096	1.188	1.288	1.381	1.484	1.509	1.597	1.697	1.798	1.884	1.983	2.051
% margem EBITDA	36,5%	34,5%	52,3%	54,1%	55,7%	56,7%	57,8%	58,8%	59,7%	60,4%	61,2%	59,4%	59,8%	60,3%	60,8%	60,9%	61,2%	61,1%
Lucro Líquido Aj	82	35	236	255	315	368	375	438	508	567	637	650	702	770	834	887	952	993
PF MetrôRio + MetroBarra																		
Receita Líquida PF	1.171	1.346	1.424	1.540	1.671	1.776	1.897	2.022	2.157	2.284	2.424	2.539	2.669	2.813	2.959	3.091	3.239	3.357
% a/a	-1%	15%	6%	8%	8%	6%	7%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	4%	5%	4%
EBITDA Aj* PF	556	565	745	833	931	1.007	1.096	1.188	1.288	1.381	1.484	1.509	1.597	1.697	1.798	1.884	1.983	2.051
% margem EBITDA Aj PF	47,5%	42,0%	52,3%	54,1%	55,7%	56,7%	57,8%	58,8%	59,7%	60,4%	61,2%	59,4%	59,8%	60,3%	60,8%	60,9%	61,2%	61,1%
Dívida Líquida Pro Forma	1.514	1.587	2.139	2.234	2.247	2.968	2.865	2.762	2.729	2.691	2.647	2.600	2.540	2.471	2.389	2.292	2.147	1.994
DL / EBITDA Pro Forma	2,7x	2,8x	2,9x	2,7x	2,4x	2,9x	2,6x	2,3x	2,1x	1,9x	1,8x	1,7x	1,6x	1,5x	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x
ICSD Escritura						2,02	2,21	2,18	2,14	2,01	2,00	1,99	1,96	2,03	2,06	2,09	2,09	2,10
Capital Social	1.459	1.619	1.319	1.319	1.319	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
Fluxo de Caixa Operacional	448	485	713	736	812	870	956	1.022	1.021	1.083	1.150	1.165	1.229	1.294	1.362	1.421	1.486	1.534
Intangíveis	-133	-132	-135	-137	-141	-146	-152	-158	-164	-170	-176	-183	-190	-197	-204	-212	-220	-228
Outorga, Gávea e Outros	0	-81	-299	-177	-103	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fluxo de Caixa Investimentos	-136	-215	-434	-314	-244	-146	-152	-158	-164	-170	-176	-183	-190	-197	-204	-212	-220	-228
Capitalizações	0	0	-300	0	0	-819	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Despesa Financeira Líquida	-111	-76	173	-141	-155	-142	-210	-195	-177	-172	-163	-155	-151	-137	-126	-120	-106	-91
Amortização / Captação	-134	567	0	0	-9	-50	-82	-114	-139	-168	-206	-229	-242	-279	-315	-353	-400	-440
Dividendos	0	-240	-322	-242	-300	-349	-356	-428	-508	-567	-637	-650	-702	-770	-834	-887	-923	-980
Fluxo de Caixa Financeiro	-245	424	-579	-396	-485	-1.381	-665	-750	-841	-925	-1.011	-1.038	-1.106	-1.197	-1.290	-1.373	-1.433	-1.279
Geração Caixa(FCO-FCI-Juros)	202	195	452	282	413	582	594	669	681	742	811	828	888	960	1.031	1.089	1.160	1.214
Opex																		
OPEX Caixa	656	628	646	672	701	728	758	788	819	852	886	970	1.009	1.049	1.091	1.135	1.180	1.227

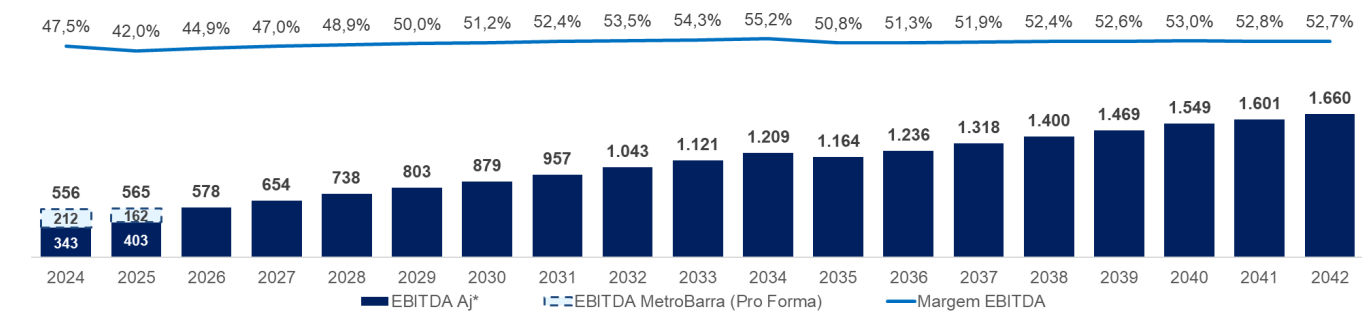
Fonte: BTG Pactual e Companhia

Modelagem Financeira - Cenário de Stress

Para testar a resiliência do projeto, elaboramos um cenário mais adverso incorporando as seguintes premissas: i) fluxo de passageiros em 90% da curva de demanda regulatória (patamar abaixo do qual a concessão seria ressarcida pelo Governo), ii) opex 5% acima do nosso cenário base (~9% acima da premissa da empresa), iii) capex de manutenção 20% acima do cenário base de 30% acima da premissa da empresa, iv) elevação de 73% no preço de energia em 2035 (vs. 36% no cenário base).

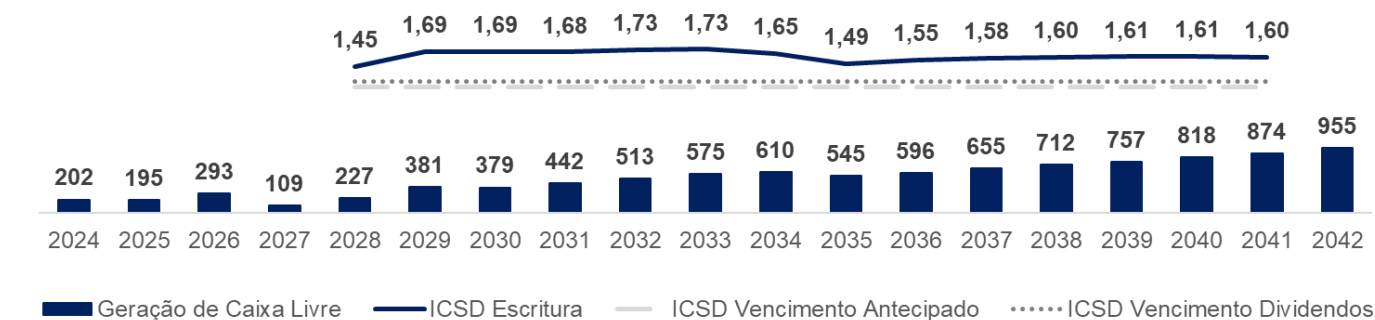
Mesmo sob essas condições mais restritivas, ainda projetamos um forte potencial de geração de caixa livre e um ICSD médio de 1,62x entre 2028 e 2041, permanecendo confortavelmente acima dos covenants mínimos contratuais. O EBITDA médio do período projetado recua cerca de 21% em relação ao cenário base, enquanto a alavancagem sobe marginalmente para 3.0x a 4.0x entre 2026 e 2029, níveis ainda considerados gerenciáveis para um financiamento de projeto.

Gráfico 21: Evolução do EBITDA (R\$mi) e margem EBITDA (%) - Cenário Stress



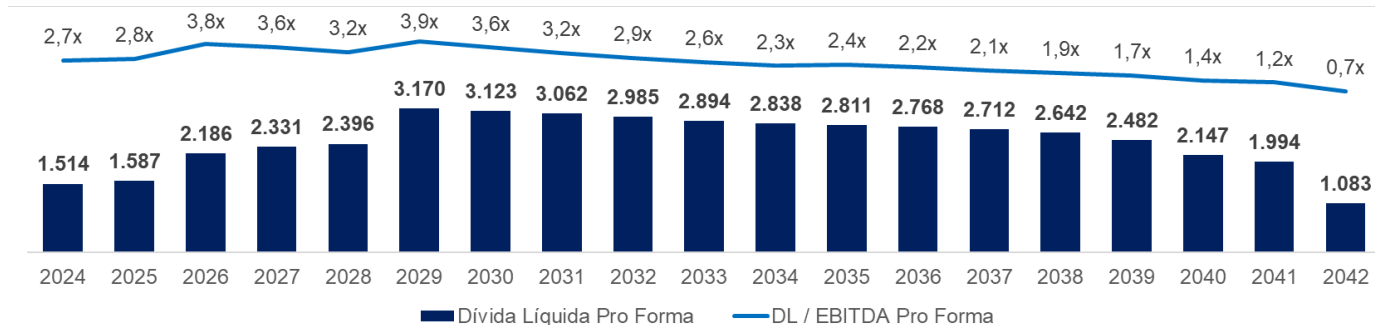
Fonte: BTG Pactual e Companhia. * O EBITDA Ajustado não considera ressarcimento do COVID-19 pelo Estado. Pro Forma MetrôRio + MetroBarra

Figura 12: Geração de Caixa Livre (R\$mi) e ICSD- Cenário Stress



Fonte: BTG Pactual e Companhia. "Geração de Caixa" = FCO - Juros - FCI

Figura 13: Dívida Líquida (R\$mi) e DL/EBITDA- Cenário Stress



Fonte: BTG Pactual e Companhia. EBITDA e Dívida Líquida 2024 Pro Forma MetrôRio + MetroBarra

Figura 14: Destaques Financeiros Consolidados - Cenário de Stress

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Passageiros Pag. (L1+L2+L4)	161	159	155	160	168	171	177	182	187	191	195	197	201	204	206	207	210	210
% a/a	-3,6%	-1,0%	-2,3%	3,3%	4,7%	2,2%	3,3%	2,7%	2,6%	2,1%	2,4%	1,2%	1,6%	1,4%	1,2%	0,6%	1,1%	0,1%
% Fluxo Total vs. 2019	72%	71%	69%	72%	75%	76%	79%	81%	83%	85%	87%	88%	90%	91%	92%	92%	93%	94%
Tarifa Vigente	7,5	7,9	8,3	8,7	9,0	9,4	9,7	10,1	10,5	10,9	11,3	11,7	12,1	12,6	13,1	13,6	14,1	14,6
% a/a	8,7%	5,3%	5,1%	4,8%	3,4%	4,4%	3,2%	4,1%	4,0%	3,8%	3,7%	3,5%	3,4%	4,1%	4,0%	3,8%	3,7%	3,5%
Receita Líquida	940	1.171	1.288	1.393	1.510	1.606	1.715	1.827	1.949	2.064	2.190	2.294	2.411	2.540	2.672	2.792	2.926	3.032
% a/a	-2%	25%	10%	8%	8%	6%	7%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	4%	5%	4%
EBITDA Aj*	343	403	578	654	738	803	879	957	1.043	1.121	1.209	1.164	1.236	1.318	1.400	1.469	1.549	1.601
% margem EBITDA	36,5%	34,5%	44,9%	47,0%	48,9%	50,0%	51,2%	52,4%	53,5%	54,3%	55,2%	50,8%	51,3%	51,9%	52,4%	52,6%	53,0%	52,8%
Lucro Líquido Aj	82	35	118	126	173	213	207	256	312	363	424	388	425	478	526	563	616	653
PF MetrôRio + MetroBarra	1.171	1.346	1.288	1.393	1.510	1.606	1.715	1.827	1.949	2.064	2.190	2.294	2.411	2.540	2.672	2.792	2.926	3.032
Receita Líquida PF	1.171	1.346	1.288	1.393	1.510	1.606	1.715	1.827	1.949	2.064	2.190	2.294	2.411	2.540	2.672	2.792	2.926	3.032
% a/a	-1%	15%	-4%	8%	8%	6%	7%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	4%	5%	4%
EBITDA Aj* PF	556	565	578	654	738	803	879	957	1.043	1.121	1.209	1.164	1.236	1.318	1.400	1.469	1.549	1.601
% margem EBITDA Aj PF	47,5%	42,0%	44,9%	47,0%	48,9%	50,0%	51,2%	52,4%	53,5%	54,3%	55,2%	50,8%	51,3%	51,9%	52,4%	52,6%	53,0%	52,8%
Dívida Líquida Pro Forma	1.514	1.587	2.186	2.331	2.396	3.170	3.123	3.062	2.985	2.894	2.838	2.811	2.768	2.712	2.642	2.482	2.147	1.994
DL / EBITDA Pro Forma	2,7x	2,8x	3,8x	3,6x	3,2x	3,9x	3,6x	3,2x	2,9x	2,6x	2,3x	2,4x	2,2x	2,1x	1,9x	1,7x	1,4x	1,2x
ICSD Escritura					1,45	1,69	1,69	1,68	1,73	1,73	1,65	1,49	1,55	1,58	1,60	1,61	1,61	1,60
Capital Social	1.459	1.619	1.319	1.319	1.319	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
Fluxo de Caixa Operacional	448	485	590	604	671	721	799	860	925	985	1.015	952	1.011	1.066	1.123	1.173	1.225	1.258
Intangíveis	-133	-132	-160	-162	-167	-173	-180	-186	-193	-201	-208	-216	-224	-233	-242	-251	-260	-270
Outorga, Gávea e Outros	0	-81	-299	-177	-103	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fluxo de Caixa Investimentos	-136	-215	-459	-339	-269	-173	-180	-186	-193	-201	-208	-216	-224	-233	-242	-251	-260	-270
Capitalizações	0	0	-300	0	0	-819	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Despesa Financeira Líquida	-111	-76	161	-156	-175	-167	-241	-232	-219	-210	-197	-191	-190	-178	-170	-165	-147	-114
Amortização / Captação	-134	567	0	0	-9	-50	-82	-114	-139	-168	-206	-229	-242	-279	-315	-353	-400	-440
Dividendos	0	-240	-210	-119	-165	-203	-196	-243	-297	-346	-424	-388	-425	-478	-526	-492	-391	-640
Fluxo de Caixa Financeiro	-245	424	-478	-288	-370	-1.259	-537	-602	-671	-742	-832	-812	-869	-947	-1.025	-1.024	-943	-962
Geração Caixa(FCO-FCI-Juros)	202	195	293	109	227	381	379	442	513	575	610	545	596	655	712	757	818	874
Opex																		
OPEX Caixa	656	628	678	705	735	764	795	827	860	894	930	1.068	1.111	1.155	1.202	1.250	1.300	1.352

Fonte: BTG Pactual e Companhia

Comparação com Pares

No Brasil, as principais operações metroviárias maduras pares do MetrôRio são o Metrô Bahia e ViaQuatro, do grupo Motiva (antiga CCR), enquanto ViaMobilidade e o Metrô BH administram concessões privadas mais recentes. Por último, elencamos o caso do Metrô SP, companhia pública com operação madura, mas que não segue a mesma lógica de um operador privado.

Em praticamente todos os casos, inclusive o do MetrôRio após assinatura do 10o TACC, existe algum tipo de mecanismo de compartilhamento de risco demanda entre Concessionária e Poder Concedente. Dentre os pares, apenas ViaMobilidade e Metrô SP possuem rating de crédito, ambos pela Moody's, AA.br e AA-.br, respectivamente.

Tabela 7: Comparativo Financeiro (R\$milhões)

	MetrôRio					CCR Metrô Bahia				CCR ViaQuatro		Metrô SP (CMSP)			
	2021	2022	2023	2024	2T25 LTM	2022	2023	2024	2T25 LTM	2023	2024	2022	2023	2024	2T25 LTM
Passageiros	107	151	166	161	159	94	102	118	116	190	198	436	469	486	487
% a/a	-0,1%	41,3%	10,4%	-3,6%	-1,1%	30,6%	8,1%	15,6%	-1,5%	14,0%	4,2%	37,4%	7,5%	3,7%	0,1%
% Fluxo Total vs. 2019	48%	67%	74%	72%	71%	87%	95%	109%	108%	83%	86%	70%	75%	78%	78%
Tarifa Vigente	5,8	6,5	6,9	7,5	7,9	4,1	4,1	4,1	4,1	5,0	5,0	4,4	4,4	5,0	5,2
% a/a	16,0%	12,1%	6,2%	8,7%	5,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	13,6%	0,0%	-	0,0%	13,6%	4,0%
Receita Líquida	488	796	958	940	1.004	871	981	1.004	1.026	865	910	2.164	2.320	3.020	3.083
EBITDA Aj	-19	232	354	343	328	578	658	634	637	584	593	-411	-388	127	107
% margem EBITDA	-3,9%	29,2%	37,0%	36,5%	32,6%	66,4%	67,1%	63,2%	62,1%	67,5%	65,2%	-19,0%	-16,7%	4,2%	3,5%
Lucro Líquido	-217	15	61	82	69	7	138	116	97	765	437	-1.167	-900	-348	-330
Dívida Bruta	1.395	1.580	1.576	1.516	1.493	3.779	3.746	3.700	3.698	1.001	1.756	405	376	263	207
Liquidez	47	453	553	637	388	592	66	35	114	234	288	396	358	510	660
Dívida Líquida	1.348	1.127	1.023	879	1.105	3.187	3.680	3.665	3.584	767	1.468	9	17	-247	-453
Dívida Líquida EBITDA	N/A	4,9x	2,9x	2,6x	3,4x	5,5x	5,6x	5,8x	5,6x	1,3x	2,5x	N/A	N/A	-1,9x	-4,2x

Fonte: BTG Pactual e RI das Companhias



CCR Metrô Bahia

O Metrô Bahia é a concessionária do Sistema Metroviário de Salvador e Lauro de Freitas (SMSL). A concessão decorre de um leilão realizado em 2013, por meio de uma PPP com vigência de 30 anos, de outubro de 2013 até outubro de 2043. O sistema compreende duas linhas metroviárias, com cerca de 38km de extensão, 22 estações e 10 terminais de integração com ônibus, operando uma frota de 40 trens. Desde o início da concessão, a CCR Metrô Bahia investiu cerca de R\$7,7bi, enquanto o Governo da Bahia contribuiu com R\$2,3bi.

A receita da CCR Metrô Barra é composta por receitas metroviárias (pagamento efetivo dos usuários) e receitas acessórias, de forma semelhante ao MetrôRio. Contudo, a Companhia também é remunerada por meio de receitas de remuneração de contraprestação pecuniária fixa e de variável, que são receitas pagas pelo Poder Concedente em razão de implantação de infraestrutura, operação ou indenização.

Adicionalmente, o contrato também prevê uma receita de mitigação de risco demanda, que são créditos a receber do Poder Concedente, oriundo de demanda real inferior à demanda projetada nos Contratos de Concessão, em um mecanismo

semelhante ao previsto no 10º TACC do MetrôRio.

A tarifa pública exclusiva do Metrô definida pelo Governo do Estado da Bahia é de R\$4,10, enquanto a tarifa integrada do metrô com ônibus urbanos, STEC e BRT é de R\$5,60. É interessante notar que a tarifa cobrada ao passageiro está em R\$4,10 desde abril de 2021, um relevante subsídio do governo da Bahia.

Essa é uma concessão mais madura, com nível de CAPEX já baixo (~R\$100mi / ano), tendo inclusive feito uma relevante redução de capital em 2023, na ordem de R\$504mi. A concessionária opera com Dívida Líquida / EBITDA de 5,6x e margem EBITDA (ex-construção) de 62,1%.



ViaQuatro

A Concessionária da Linha 4 do Metrô de São Paulo, ou simplesmente ViaQuatro, também faz parte do grupo Motiva, e é responsável pela concessão da Linha 4-Amarela de São Paulo. O contrato de concessão foi assinado em 2006, mas o prazo da concessão de 30 anos só começou a contabilizar após 2010 (até 2040), com o início da operação da Fase I.

O modelo de remuneração é semelhante ao CCR Metrô Bahia, por meio de uma PPP que prevê remuneração mista com receita tarifária por passageiro transportado, contraprestação pecuniária, mitigação de risco demanda e outras receitas acessórias. Em 2023, a ViaQuatro reconheceu uma receita de R\$682,6mi de reequilíbrio do COVID.



ViaMobilidade

A Concessionária das Linhas 8 e 9 do Sistema de Trens Metropolitanos de São Paulo, ou ViaMobilidade, é responsável pela concessão da Linhas 8-Diamante e 9-Esmeralda. As Linhas já existiam antes e eram operadas pela CPTM, mas o leilão realizado em 2021 passou a operação para a ViaMobilidade em janeiro de 2022, por meio de um contrato de concessão com um prazo de 30 anos. A Companhia possui rating AA.br atribuído pela Moody's.

Esse contrato de concessão também conta com um compartilhamento de risco entre Concessionária e Estado, por meio de uma receita de mitigação, que fornece à concessionária uma compensação econômica de 80% a 85% das receitas previstas no cenário em que a demanda real fique entre 60% e 85% da demanda projetada. Se a demanda real exceder a expectativa na faixa de 115% e 140%, a concessionária fica com 120% da receita.

Anexo I - Um (não tão breve) Histórico da Concessão

Em 1998, o sistema metroviário do Rio de Janeiro foi privatizado, sendo o primeiro do Brasil a passar para gestão privada. O Consórcio Opportrans assumiu a operação por 20 anos, com obrigações de investimento e modernização.

Em 2007, foi assinado o 6º Termo Aditivo ao Contrato de Concessão, prorrogando o prazo da concessão por mais 20 anos, **até 2038**, mediante novos investimentos obrigatórios na ordem de R\$ 1,2 bilhão.

Em 2008, a Opportrans alterou sua razão social para Concessão Metroviária do Rio de Janeiro S.A. (MetrôRio) e, **em 2009**, a empresa foi incorporada pela Megapar Participações, controlada pelo **grupo Invepar**, formado por Previ, Petros, Funcef e OAS. A Invepar era uma das maiores gestoras privadas de infraestrutura de transporte da América Latina. Entre seus investimentos, com base 2013, destacavam-se o GRU Airport (Aeroporto de Guarulhos), CART – Concessionária Auto Raposo Tavares (SP), CRT – Rio–Teresópolis, Via040, CLN – Litoral Norte (BA), CBN – Bahia Norte (BA), CRA – Rota do Atlântico (PE) entre outros.

Em 2013, foi assinado o contrato de operação e manutenção entre MetrôRio, **MetroBarra** e **CRB** (Concessionária Rio Barra - Queiroz Galvão, Odebrecht e Carioca Engenharia), responsável pela **Linha 4**. A operação e manutenção da Linha 4 foi delegada ao MetrôRio por contrato de O&M com a CRB, tendo o MetroBarra como interveniente. O MetrôRio remunerava a CRB por meio de um contrato de compartilhamento e repasse de receitas, cobrado por passageiro que utilizava a Linha 4. Já o MetroBarra, empresa dos mesmos controladores do MetrôRio, detinha o material rodante da Linha 4 e os arrendava à CRB. A operação comercial da Linha 4 começou **em 2016**, conectando a Zona Oeste à Zona Sul do Rio de Janeiro, com 12,7 km de extensão e 5 estações.

Em 2016, a **Estação Gávea**, prevista no projeto original da Linha 4, teve suas **obras paralisadas**, tornando-se um dos principais passivos do contrato.

Em 2019, após **Recuperação Judicial da OAS**, foi constituído o **FIP Yosemite**, por meio da transferência de ações a seus credores. Dessa forma, o FIP Yosemite se torna detentor de 24,4% do capital social da Invepar.

Em 2020, a Invepar enfrentava dificuldades em consequência dos impactos do COVID-19. Foram feitos alguns desinvestimentos / vendas: CART (Raposo Tavares), CRA (Concessionária Rota do Atlântico) e CBN (Concessionária Bahia Norte). O MetrôRio também foi severamente penalizada, com forte queda na demanda de passageiros. A concessionária negociou postergação de dívidas, adiamento de reajustes tarifários e buscou reequilíbrio econômico-financeiro junto ao Estado.

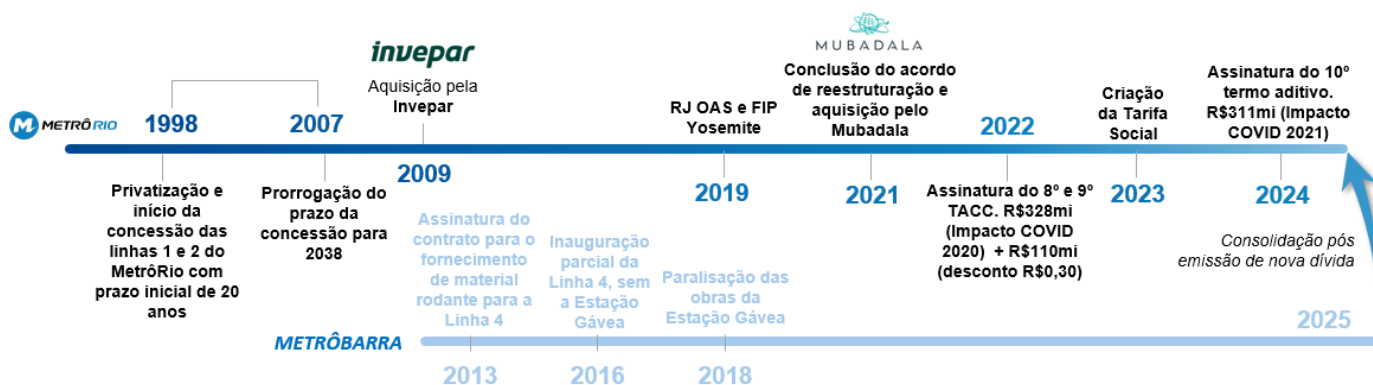
Em 2021, ocorreu a **reestruturação da dívida da Invepar**, resultando em uma redução significativa da dívida e a troca por participações em empresas do Grupo, incluindo o MetrôRio. Dessa forma, o Mubadala Capital IAV Fundo (IAV FIP) converteu créditos contra a Invepar em equity e criou a holding HMOBI para consolidar as participações de MetrôRio e MetroBarra. Em paralelo, a AGETRANSP reconheceu a responsabilidade do Poder Concedente de promover ressarcimento emergencial à MetrôRio no valor de **R\$286,1mi** em vista dos prejuízos do COVID-19 sofridos durante o ano de 2020.

Em 2022, é assinado o 8º Termo Aditivo Complementar ao Contrato de Concessão (8º TACC), que regulou e permitiu o efetivo pagamento de **R\$327,8mi** referente aos impactos da pandemia em 2020 (sendo **R\$41,7mi** de atualização monetária), pago em 4 parcelas ao longo de 2022. Ainda em 2022, no final do ano, foi assinado o 9º TACC, que reconheceu uma indenização, pelo Poder Concedente ao MetrôRio, no valor de **R\$109,5mi**, relativo à redução excepcional de R\$0,30 aplicada sobre o valor da tarifa entre 2022 e 2024. Metade desse valor foi pago em 2023, e o restante foi efetivamente pago após assinatura do 10º TACC. Adicionalmente, foi reconhecido mais um ressarcimento, relativo aos impactos do COVID-19 em 2021, no valor total de **R\$256,6mi**. Contudo, o recebimento deste só está ocorrendo agora, após a assinatura do 10º TACC.

Em 2023, em meio à recuperação de demanda mais lenta do que o esperado no pós pandemia e para mitigar a perda de passageiros devido a diferença tarifária entre modais de transporte público (principalmente o ônibus), ocorreu a criação da **Tarifa Social**, por meio do Bilhete Único Intermunicipal (BUI), com subsídio do Governo do Rio de Janeiro.

2024 e 2025 foram anos de desenvolvimentos extremamente significativos para o MetrôRio, com impactos positivos para a Companhia e para a Concessão, beneficiando o transporte público carioca como um todo. No final de 2024 e início de 2025, foram assinados o **Termo de Ajustamento de Conduta (TAC)** e o **10º TACC** entre Estado do Rio de Janeiro, MetrôRio, Concessionária Rio Barra (CRB), Novonor, OEC (em Recuperação Judicial), Carioca Christiani-Nielsen Engenharia e ZI Participações S.A.

Figura 15: Linha do Tempo MetrôRio



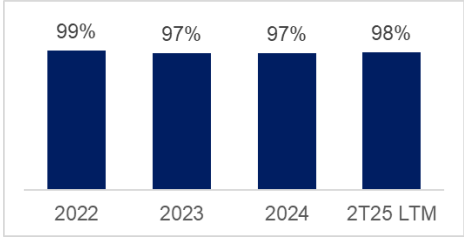
Fonte: BTG Pactual e Companhia

Anexo II: Indicadores de Desempenho da Concessão

O MetrôRio possui um conjunto de métricas operacionais estabelecidas em contrato de concessão, conhecidas como Índices de Desempenho. Essas métricas são monitoradas pela AGETRANSF e são fundamentais para garantir a qualidade do serviço prestado. Os principais indicadores incluem:

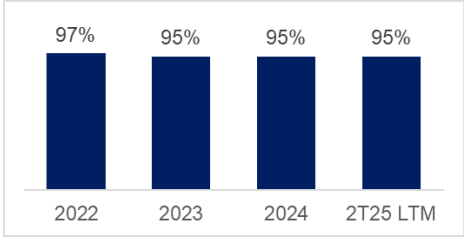
- **Indicador de Cumprimento da Programação da Oferta de Trens (ICPO):** mede o grau de aderência da operação à oferta planejada. Meta, de acordo com obrigação contratual, é operar acima ou igual a 92%.
- **Indicador de Regularidade do Intervalo entre Trens (IRIT):** mede a regularidade dos intervalos entre trens. Meta, de acordo com obrigação contratual, é operar acima ou igual a 90%.
- **Indicador de Ocorrências Notáveis (ION):** mede a frequência de eventos que impactam significativamente a operação, causando atrasos e interrupções. Meta, de acordo com obrigação contratual, é de até 10 por mês.
- **Índice Composto de Desempenho (ICD) = ICOT + IRIT - 0,2 x ION.** Meta, de acordo com obrigação contratual, é manter esse índice acima de 1,62.
- **Indicador de Variação Média do Tempo de Percurso (VTPM):** monitora a aderência do tempo real de percurso dos trens em relação ao previsto.
- **Índice de Disponibilidade do Material Rodante (IDRM):** monitora a disponibilidade dos trens nos horários de pico.

Gráfico 22: ICPO



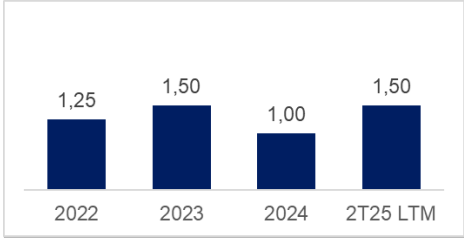
Fonte: BTG Pactual e Companhia

Gráfico 23: IRIT



Fonte: BTG Pactual e Companhia

Gráfico 24: ION



Fonte: BTG Pactual e Companhia

Anexo III: Subsídios, Competição com Outros Modais e Histórico Tarifário do Metrô

Os usuários do transporte público no Rio de Janeiro contam com um sistema integrado de transporte entre modais. O cartão "Jaé", que está gradualmente substituindo o Bilhete Único Carioca (BUC), é utilizado para integrações municipais, enquanto o "Riocard" para integrações intermunicipais. A tarifa do ônibus municipal é, atualmente, R\$4,70, a mesma para o BRT, VLT e Vans Municipais. Além disso, a integração interna de até 2 desses modais (ou até 3 se um deles for BRT), dentro de até 2h30, ocorre pelo mesmo valor, de R\$4,70.

Desde o início de agosto de 2025, o MetrôRio passou a aceitar o cartão Jaé, além das outras formas de pagamento que já eram aceitas: Riocard, Giro, pagamento por aproximação, QR Code e bilhete unitário. A integração Ônibus+Metrô custa R\$8,80, enquanto BRT+Metrô custa R\$9,70. Isso torna o metrô ainda mais integrado ao sistema de transporte público da cidade do Rio de Janeiro.

Desde 2023, o Metrô do Rio de Janeiro conta com a Tarifa Social de R\$5,00 para usuários com renda mensal familiar declarada de até R\$3.205,20, o que representa aprox. 30% dos passageiros pagantes do MetrôRio. A tarifa tem vigência até abril de 2026, e foi instaurada por meio do Decreto nº 49.588/25. Esses usuários devem possuir o Cartão RioCard habilitado com o Bilhete Único Intermunicipal (BUI).

Mesmo com a Tarifa Social, o *gap* tarifário entre metrô e ônibus nunca foi tão grande, o que explica em parte a recuperação de demanda mais lenta do que o esperado no pós pandemia. O Decreto Rio Nº 55631 de janeiro de 2025 estabelece a tarifa de R\$4,70 para usuários de Ônibus, BRT e VLT, enquanto a tarifa de remuneração das concessionárias desses modais foi fixada em R\$6,50, evidenciando um forte subsídio por parte do governo para esses modais. Hoje, a tarifa cobrada ao usuário não subsidiado do metrô está ~40% mais cara que a tarifa do ônibus, enquanto a média histórica era de 10% a 20%. É notável que, entre janeiro de 2019 e janeiro de 2023 a tarifa ficou travada em R\$4,30, sem nenhum reajuste durante esse período.

A tarifa do MetrôRio é reajustada em 12 de abril de cada ano pela variação acumulada do IPCA nos 12 meses encerrados em janeiro de cada ano.

Desde 2020, a tarifa passou por mudanças significativas, além da pura correção monetária prevista em contrato, devido aos impactos da pandemia COVID-19. Inicialmente, a correção da tarifa era feita pelo IGP-M, mas o índice inflacionário foi alterado para o IPCA a partir do reajuste de 2023.

- 2020: A tarifa foi reajustada excepcionalmente em junho, em decorrência do COVID-19, passando de R\$4,60 para R\$5,00 (+8,7%).

- 2021: A tarifa foi reajustada para R\$5,80 (+16,0%). O valor da correção foi abaixo do IGP-M acumulado no período, em razão da pandemia.
- 2022: A tarifa regulatória foi reajustada para R\$6,80 (+17,2%). Contudo, Governo e Concessionária acordaram praticar R\$6,50 (+12,1%). O desconto de R\$0,30 foi reconhecido na forma de um crédito no valor de R\$109,5mi e era previsto para durar 2 anos. Em 2022 também fica definido que o IPCA irá substituir o IGP-M como índice de inflação.
- 2023: A tarifa regulatória foi reajustada para R\$7,20 (+5,9%), enquanto a praticada era R\$6,90 (+6,2%), mantendo-se o desconto de R\$0,30. Além disso, também em 2023, foi criada, por meio de decreto estadual, a Tarifa Social de R\$5,00 para famílias com renda de até R\$7.507,00, sendo que o Estado reembolsa a Concessionária a diferença entre as tarifas.
- 2024: A tarifa foi reajustada para R\$7,50 (+4,2% em relação à tarifa regulatória, +8,7% na tarifa efetivamente cobrada), marcando o fim do desconto de R\$0,30. 2024 também foi marcado por uma maior restrição na Tarifa Social, com o limite de renda familiar sendo reduzido para R\$3.205,00.
- 2025: A tarifa foi reajustada para R\$7,90 (+5,3%), mantendo a Tarifa Social.

Disclosures

Required Disclosure

This report has been prepared by Banco BTG Pactual S.A.

The figures contained in performance charts refer to the past; past performance is not a reliable indicator of future results.

OutlookFor	TimeHorizon	Terminology	Expectation	Definition
Fundamentos de Crédito da Companhia	6 meses	Positiva	melhore	esperado que os fundamentos de crédito da companhia em um horizonte de tempo de seis meses
		Estável	se mantenha estável	
		Negativa	piora	
Debiture	3 meses	COMPRAR	Performance superior do mercado	esperado que a companhia/debiture apresente sobre outras companhias/debitures em um dado grupo de comparação denominados em moeda local em um horizonte de tempo de três meses
		MANTER	performance em linha com do mercado	
		VENDER	performance inferior do mercado	
Qualquer tipo de recomendação	N/A	Em Revisão	N/A	A recomendação encontra-se em revisão e uma nova recomendação pode ser publicada nos próximos 18 dias

Analyst Certificate

Each research analyst primarily responsible for the content of this investment research report, in whole or in part, certifies that:

(i) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers, and such recommendations were elaborated independently, including in relation to Banco BTG Pactual S.A. and/or its affiliates, as the case may be;

(ii) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to any specific recommendations or views contained herein or linked to the price of any of the securities discussed herein.

Research analysts contributing to this report who are employed by a non-US Broker dealer are not registered/qualified as research analysts with FINRA and therefore are not subject to the restrictions contained in the FINRA rules on communications with a subject company, public appearances, and trading securities held by a research analyst account.

Part of the analyst compensation comes from the profits of Banco BTG Pactual S.A. as a whole and/or its affiliates and, consequently, revenues arisen from transactions held by Banco BTG Pactual S.A. and/or its affiliates.

Where applicable, the analyst responsible for this report and certified pursuant to Brazilian regulations will be identified in bold on the first page of this report and will be the first name on the signature list.

Company Disclosures

7. Within the past 12 months, neither Banco BTG Pactual S.A., nor its affiliates or subsidiaries, has received compensation for investment banking services from this company/entity.

8. Neither Banco BTG Pactual S.A. nor its affiliates or subsidiaries, expect to receive or intend to seek compensation for investment banking services and/or products and services other than investment services from this company/entity within the next three months.

9. This company/entity is not, or within the past 12 months has not been, a client of Banco BTG Pactual S.A., and investment banking services are not being, or have been, provided.

10. Banco BTG Pactual S.A. has not acted as manager/co-manager in the underwriting or placement of securities of this company/entity, its affiliates nor subsidiaries within the past 12 months.

11. Banco BTG Pactual S.A. is not acting as manager/co-manager, underwriter, placement or sales agent in regard to an offering of securities of this company/entity, one of its affiliates nor subsidiaries.

12. Directors or employees of Banco BTG Pactual S.A., its affiliates or subsidiaries are not directors of this company.

13. Directors or employees of Banco BTG Pactual S.A., its affiliates or subsidiaries do not take part on the board of directors of this company.

14. As of the end of the month immediately preceding the date of publication of this report, neither Banco BTG Pactual S.A. nor its affiliates or subsidiaries beneficially own 1% or more of any class of common equity securities.

15. Neither Banco BTG Pactual S.A., nor its affiliates or subsidiaries, including the funds, portfolios and investment clubs in securities managed by them, beneficially own directly or indirectly 5% or more of a class of the subject company common equity.

16. Investment strategists have not contributed in the preparation of this company's section. Investment strategists should not be considered as research analysts and are not registered or qualified as such in their local market.

17. Neither Banco BTG Pactual S.A., its affiliates nor subsidiaries, are market makers in the securities of this company.

MetrôRio	2025-09-16
----------	------------

Global Disclaimer

18. This report has been prepared by Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A."), a Brazilian regulated bank. BTG Pactual S.A. is the responsible for the distribution of this report in Brazil. BTG Pactual US Capital LLC ("BTG Pactual US"), a broker-dealer registered with the U.S. Securities and Exchange Commission and a member of the Financial Industry Regulatory Authority and the Securities Investor Protection Corporation is distributing this report in the United States. BTG Pactual US is an affiliate of BTG Pactual S.A. BTG Pactual US assumes responsibility for this research for purposes of U.S. law. Any U.S. person receiving this report and wishing to effect any transaction in a security discussed in this report should do so with BTG Pactual US at 212-293-4600, 601 Lexington Ave. 57th Floor, New York, NY 10022.

This report is being distributed in the United Kingdom by BTG Pactual (UK) Limited ("BTG Pactual UK"), which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority of the United Kingdom. BTG Pactual UK has not: (i) produced this report, (ii) substantially altered its contents, (iii) changed the direction of the recommendation, or (iv) disseminated this report prior to its issue by BTG Pactual S.A./BTG Pactual US. BTG Pactual UK does not distribute summaries of research produced by BTG Pactual S.A..

This report is being distributed in the EEA by BTG Pactual Portugal – Empresa de Investimentos S.A. ("BTG Pactual PT"), which is authorized and regulated by the Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) of Portugal. BTG Pactual PT has not: (i) produced this report, (ii) substantially altered its contents, (iii) changed the direction of the recommendation, or (iv) disseminated this report prior to its issue by BTG Pactual S.A./BTG Pactual US. BTG Pactual PT does not distribute summaries of research produced by BTG Pactual S.A..

BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa ("BTG Pactual Chile"), formerly known as Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa, is a Chilean broker dealer registered with Comisión para el Mercado Financiero (CMF) in Chile and responsible for the distribution of this report in Chile and BTG Pactual Perú S.A. Sociedad Agente de Bolsa ("BTG Pactual Peru"), formerly known as Celfin Capital S.A. Sociedad Agente e Bolsa, registered with Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) de Peru is responsible for the distribution of this report in Peru. BTG Pactual Chile and BTG Pactual Peru acquisition by BTG Pactual S.A. was approved by the Brazilian Central Bank on November 14th,

2012.

BTG Pactual S.A. Comisionista de Bolsa ("BTG Pactual Colombia") formerly known as Bolsa y Renta S.A. Comisionista de Bolsa, is a Colombian broker dealer register with the Superintendencia Financiera de Colombia and is responsible for the distribution of this report in Colombia. BTG Pactual Colombia acquisition by BTG Pactual S.A. was approved by Brazilian Central Bank on December 21st, 2012.

BTG Pactual Argentina is a broker dealer (Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Integral) organized and regulated by Argentinean law, registered with the Exchange Commission of Argentina (Comisión Nacional de Valores) under license No. 720 and responsible for the distribution of this report in Argentina. Additionally, the Brazilian Central Bank approved the indirect controlling participation of Banco BTG Pactual S.A. in BTG Pactual Argentina on September 1st, 2017.

References herein to BTG Pactual include BTG Pactual S.A., BTG Pactual US Capital LLC, BTG Pactual UK, BTG Pactual Chile and BTG Pactual Peru and BTG Pactual Colombia and BTG Pactual Argentina as applicable. This report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This report is not directed at you if BTG Pactual is prohibited or restricted by any legislation or regulation in any jurisdiction from making it available to you. You should satisfy yourself before reading it that BTG Pactual is permitted to provide research material concerning investments to you under relevant legislation and regulations. Nothing in this report constitutes a representation that any investment strategy or recommendation contained herein is suitable or appropriate to a recipient's individual circumstances or otherwise constitutes a personal recommendation. It is published solely for information purposes, it does not constitute an advertisement and is not to be construed as a solicitation, offer, invitation or inducement to buy or sell any securities or related financial instruments in any jurisdiction. Prices in this report are believed to be reliable as of the date on which this report was issued and are derived from one or more of the following: (i) sources as expressly specified alongside the relevant data; (ii) the quoted price on the main regulated market for the security in question; (iii) other public sources believed to be reliable; or (iv) BTG Pactual's proprietary data or data available to BTG Pactual. All other information herein is believed to be reliable as of the date on which this report was issued and has been obtained from public sources believed to be reliable. No representation or warranty, either express or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness or reliability of the information contained herein, except with respect to information concerning Banco BTG Pactual S.A., its subsidiaries and affiliates, nor is it intended to be a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. In all cases, investors should conduct their own investigation and analysis of such information before taking or omitting to take any action in relation to securities or markets that are analyzed in this report. BTG Pactual does not undertake that investors will obtain profits, nor will it share with investors any investment profits nor accept any liability for any investment losses. Investments involve risks and investors should exercise prudence in making their investment decisions. BTG Pactual accepts no fiduciary duties to recipients of this report and in communicating this report is not acting in a fiduciary capacity. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgment. Opinions, estimates, and projections expressed herein constitute the current judgment of the analyst responsible for the substance of this report as of the date on which the report was issued and are therefore subject to change without notice and may differ or be contrary to opinions expressed by other business areas or groups of BTG Pactual as a result of using different assumptions and criteria. Because the personal views of analysts may differ from one another, Banco BTG Pactual S.A., its subsidiaries and affiliates may have issued or may issue reports that are inconsistent with, and/or reach different conclusions from, the information presented herein. Any such opinions, estimates, and projections must not be construed as a representation that the matters referred to therein will occur. Prices and availability of financial instruments are indicative only and subject to change without notice. Research will initiate, update and cease coverage solely at the discretion of BTG Pactual Investment Bank Research Management. The analysis contained herein is based on numerous assumptions. Different assumptions could result in materially different results. The analyst(s) responsible for the preparation of this report may interact with trading desk personnel, sales personnel and other constituencies for the purpose of gathering, synthesizing and interpreting market information. BTG Pactual is under no obligation to update or keep current the information contained herein, except when terminating coverage of the companies discussed in the report. BTG Pactual relies on information barriers to control the flow of information contained in one or more areas within BTG Pactual, into other areas, units, groups or affiliates of BTG Pactual. The compensation of the analyst who prepared this report is determined by research management and senior management (not including investment banking). Analyst compensation is not based on investment banking revenues, however, compensation may relate to the revenues of BTG Pactual Investment Bank as a whole, of which investment banking, sales and trading are a part. The securities described herein may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors. Options, derivative products and futures are not suitable for all investors, and trading in these instruments is considered risky. Mortgage and asset-backed securities may involve a high degree of risk and may be highly volatile in response to fluctuations in interest rates and other market conditions. Past performance is not necessarily indicative of future results. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in rates of exchange may adversely affect the value or price of or the income derived from any security or related instrument mentioned in this report, and the reader of this report assumes any currency risk. This report does not take into account the investment objectives, financial situation or particular needs of any particular investor. Investors should obtain independent financial advice based on their own particular circumstances before making an investment decision on the basis of the information contained herein. For investment advice, trade execution or other enquiries, clients should contact their local sales representative. Neither BTG Pactual nor any of its affiliates, nor any of their respective directors, employees or agents, accepts any liability for any loss or damage arising out of the use of all or any part of this report. Notwithstanding any other statement in this report, BTG Pactual UK does not seek to exclude or restrict any duty or liability that it may have to a client under the "regulatory system" in the UK (as such term is defined in the rules of the Financial Conduct Authority). Any prices stated in this report are for information purposes only and do not represent valuations for individual securities or other instruments. There is no representation that any transaction can or could have been effected at those prices and any prices do not necessarily reflect BTG Pactual internal books and records or theoretical model-based valuations and may be based on certain assumptions. Different assumptions, by BTG Pactual S.A., BTG Pactual US, BTG Pactual UK, BTG Pactual Chile and BTG Pactual Peru and BTG Pactual Colombia and BTG Pactual Argentina or any other source, may yield substantially different results. This report may not be reproduced or redistributed to any other person, in whole or in part, for any purpose, without the prior written consent of BTG Pactual and BTG Pactual accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect. Additional information relating to the financial instruments discussed in this report is available upon request. BTG Pactual and its affiliates have in place arrangements to manage conflicts of interest that may arise between them and their respective clients and among their different clients. BTG Pactual and its affiliates are involved in a full range of financial and related services including banking, investment banking and the provision of investment services. As such, any of BTG Pactual or its affiliates may have a material interest or a conflict of interest in any services provided to clients by BTG Pactual or such affiliate. Business areas within BTG Pactual and among its affiliates operate independently of each other and restrict access by the particular individual(s) responsible for handling client affairs to certain areas of information where this is necessary in order to manage conflicts of interest or material interests. Any of BTG Pactual and its affiliates may: (a) have disclosed this report to companies that are analyzed herein and subsequently amended this report prior to publication; (b) give investment advice or provide other services to another person about or concerning any securities that are discussed in this report, which advice may not necessarily be consistent with or similar to the information in this report; (c) trade (or have traded) for its own account (or for or on behalf of clients), have either a long or short position in the securities that are discussed in this report (and may buy or sell such securities), with the securities that are discussed in this report; and/or (d) buy and sell units in a collective investment scheme where it is the trustee or operator (or an adviser) to the scheme, which units may reference securities that are discussed in this report.

United Kingdom: Where this report is disseminated in the United by BTG Pactual UK, this report is directed by BTG Pactual UK at those who are the intended recipients of this report. This report has been classified as investment research and should not be considered a form of advertisement or financial promotion under the provisions of FSMA 2000 (Sect. 21(8)). This communication may constitute an investment recommendation under the Market Abuse Regulation 2016 ("MAR") and, as required by MAR, the investment recommendations of BTG Pactual personnel over the past 12 months can be found by clicking on <https://www.btgactual.com/research/>. Please also consult our website for all relevant disclosures of conflicts of interests relating to instruments covered by this report. While all reasonable effort has been made to ensure that the information contained is not untrue or misleading at the time of publication, no representation is made as to its accuracy or completeness, and it should not be relied upon as such. Past performances offer no guarantee as to future performances. All opinions expressed in the present document reflect the current context and which is subject to change without notice.

EEA: Where this report is disseminated in the selected countries in the EEA by BTG Pactual PT, this report is issued by BTG Pactual PT only to, and is directed by BTG Pactual PT at, those who are the intended recipients of this report. This report has been classified as investment research and should not be considered a form of advertisement or marketing material under the provisions of Mifid II. This communication may constitute an investment recommendation under the Market Abuse Regulation 2016 ("MAR") and, as required by MAR, the investment recommendations of BTG Pactual personnel over the past 12 months can be found by clicking on <https://www.btgactual.com/research/>. Please also consult our website for all relevant disclosures of conflicts of interests relating to instruments covered by this report. While all reasonable effort has been made to ensure that the information contained is not untrue or misleading at the time of publication, no representation is made as to its accuracy or completeness, and it should not be relied upon as such. Past performances offer no guarantee as to future performances. All opinions expressed in the present document reflect the current context and which is subject to change without notice.

Dubai: This research report does not constitute or form part of any offer to issue or sell, or any solicitation of any offer to subscribe for or purchase, any securities or investment products in the UAE (including the Dubai International Financial Centre) and accordingly should not be construed as such. Furthermore, this information is being made available on the basis that the recipient acknowledges and understands that the entities and securities to which it may relate have not been approved, licensed by or registered with the UAE Central Bank, Emirates Securities and Commodities Authority or the Dubai Financial Services Authority or any other relevant licensing authority or governmental agency in the UAE. The content of this report has not been approved by or filed with the UAE Central Bank or Dubai Financial Services Authority.

United Arab Emirates Residents: This research report, and the information contained herein, does not constitute, and is not intended to constitute, a public offer of securities in the United Arab Emirates and accordingly should not be construed as such. The securities are only being offered to a limited number of sophisticated investors in the UAE who (a) are willing and able to conduct an independent investigation of the risks involved in an investment in such securities, and (b) upon their specific request. The securities have not been approved by or licensed or registered with the UAE Central Bank or any other relevant licensing authorities or governmental agencies in the UAE. This research report is for the use of the named addressee only and should not be given or shown to any other person (other than employees, agents or consultants in connection with the addressee's consideration thereof). No transaction will be concluded in the UAE and any enquiries regarding the securities should be made with BTG Pactual CTVM S.A. at +55

11 3383-2638, Avenida Brigadeiro Faria Lima, 3477, 14th floor, São Paulo, SP, Brazil, 04538-133.

Statement of Risk

MetroRio. [FI-MetroRio] -

Valuation Methodology

MetroRio. [FI-MetroRio] -