



Rumo

Perspectivas para 2026
Em cinco slides rápidos

Janeiro 2026

Lucas Marquiori
Fernanda Recchia
Samuel Alkmim
Marcel Zambello



Perspectivas para 2026

Edição #5 - Rumo

Esta é a nossa série “Perspectivas para 2026”, que oferece informações rápidas e concisas sobre algumas das empresas que cobrimos. Esperamos que este material seja útil para uma compreensão ágil dos principais catalisadores, riscos e do sentimento em torno de cada ação.

Guia rápido de informações para o novo ano: catalisadores, riscos, etc.

Como foi 2025? O ano passado foi bastante desafiador para a Rumo. Do ponto de vista das ações, o desempenho foi negativo, com queda de 14%, refletindo elevado ceticismo, mudanças na dinâmica setorial e maior volatilidade de preços. Entendemos que esse movimento começou com uma postura mais avessa a risco por parte dos principais clientes (produtores de grãos e tradings), o que levou a um ambiente de precificação mais fraca. Além disso, mudanças estruturais no setor, como maior capacidade de armazenagem e o crescimento da demanda por etanol de milho, também alteraram a sazonalidade dos contratos logísticos. Apesar disso, vemos o desempenho operacional da companhia como um ponto positivo, já que as margens conseguiram compensar as tarifas menores. Por fim, mudanças relevantes na base acionária da holding controladora naturalmente trouxeram uma renovação para a tese de investimento.

O que esperar de 2026? Embora o setor ainda deva seguir diferente e relativamente desafiador, esperamos uma inflexão positiva para a Rumo neste ano, especialmente nas frentes que a companhia controla diretamente, como execução de capex (onde esperamos maior disciplina) e alavancagem operacional, com margens mostrando resiliência mesmo em um cenário de preços mais fracos. Enquanto a safra de soja parece robusta, a principal preocupação segue sendo o milho, especialmente a relação entre exportação e consumo doméstico, já que o avanço do etanol de milho é negativo para o crescimento do volume exportado. Especulações recentes sobre potenciais novos acionistas também devem permanecer como tema ao longo do ano.

Qual é a nossa visão? Enxergamos duas formas principais de mantermos nosso otimismo com a Rumo neste ano: (1) retomada gradual da competitividade logística e da assertividade operacional, que acreditamos que deva se materializar ao longo do ano; e (2) capturar o valor implícito do maior corredor de exportação de grãos do Brasil.

Quais catalisadores acompanhar? (1) Oferta e demanda da logística de grãos. Trata-se de um conjunto amplo de dados, incluindo preços de commodities agrícolas, desempenho da safra brasileira, convergência do timing da demanda logística e a rentabilidade da base de clientes no Mato Grosso. (2) Assertividade do capex. Dado o elevado ceticismo atual em relação à ação, mais do que apenas manter o capex sob controle, os investidores precisam de visibilidade sobre os retornos incrementais dos investimentos realizados no Mato Grosso e em Santos. (3) Atualizações regulatórias. Apesar de não serem os ativos mais relevantes em termos de rentabilidade, duas concessões importantes da companhia vencem neste ano (Malha Oeste) e no próximo (Malha Sul). Avanços nas discussões em curso sobre esses contratos devem ajudar a reduzir os riscos de novos compromissos relevantes de capital.

Guia rápido de informações para o novo ano: catalisadores, riscos, etc.

Principais catalisadores de dados: (1) Indicadores de saúde da indústria de grãos no Brasil, incluindo tendências positivas de preços de commodities agrícolas e sinais favoráveis da safra brasileira (plantio, produtividade, volumes totais, etc.). (2) Indicadores de logística de frete, especialmente preços de frete rodoviário. (3) Apetite geral de tradings e produtores para a assinatura de contratos logísticos, refletindo a disposição de venda dos produtores e as margens das tradings. (4) Percepção sobre o crescimento da capacidade operacional da Rumo, medida pelos relatórios mensais de volumes. (5) Visibilidade sobre a assertividade do capex, incluindo avanços físicos das obras e a expansão de novas capacidades. (6) Atualizações sobre audiências da ANTT e do TCU nos processos de renovação das concessões da Malha Oeste e da Malha Sul.

Riscos mais relevantes: (1) Riscos de safra são sempre presentes, como clima adverso, menor produtividade do solo, preços mais fracos de commodities, atrasos no plantio, entre outros. Para a Rumo, esse risco está fortemente concentrado no estado do Mato Grosso. (2) Estratégia de preços também é um risco, especialmente considerando a maior exposição a contratos logísticos spot em relação a períodos anteriores. (3) Capex acima da expectativa em projetos de expansão, particularmente relacionados à expansão da malha ferroviária no Mato Grosso. (4) Mudanças abruptas na dinâmica regulatória, incluindo alterações nas prioridades do governo e anúncio de projetos concorrentes. (5) Atrasos em projetos relevantes de alívio de gargalos de capacidade, como os terminais de grãos do Porto de Santos.

Há ventos macro contrários? A alavancagem deixou de ser o principal ponto de preocupação como no passado, embora isso não signifique que a companhia tenha espaço irrestrito para elevar o capex. O câmbio também é relevante para estimular a competitividade das exportações brasileiras de grãos. Como commodities agrícolas são um mercado global, o monitoramento do equilíbrio entre oferta e demanda desses mercados, bem como seus riscos geopolíticos inerentes, segue sendo importante.

Posicionamento: Não nos lembramos de o mercado estar tão cético em relação à Rumo como atualmente (talvez o pico de pessimismo desde os tempos da antiga ALL, ou logo após a fusão, em 2015). Evidentemente, partes importantes do negócio mudaram nos últimos anos, e o mercado aguarda sinais mais claros de melhora antes de adotar uma postura mais construtiva, mas o posicionamento nunca esteve tão baixo em muitos anos.

Principais métricas de valuation: As discussões sobre a Rumo normalmente giram em torno de EBITDA e crescimento de EBITDA. Observamos a maior parte das estimativas do buy-side convergindo para algo próximo a R\$8 bilhões na parte inferior deste ano. Nós modelamos R\$8,4 bilhões para o ano, o que leva o valuation da Rumo a um patamar historicamente baixo, em torno de 6x EV/EBITDA. Não gostamos de utilizar métricas de TIR para a Rumo, pois a comparação com negócios regulados, como serviços básicos e concessões rodoviárias, é relativamente injusta.

Rumo | Perspectivas para 2026

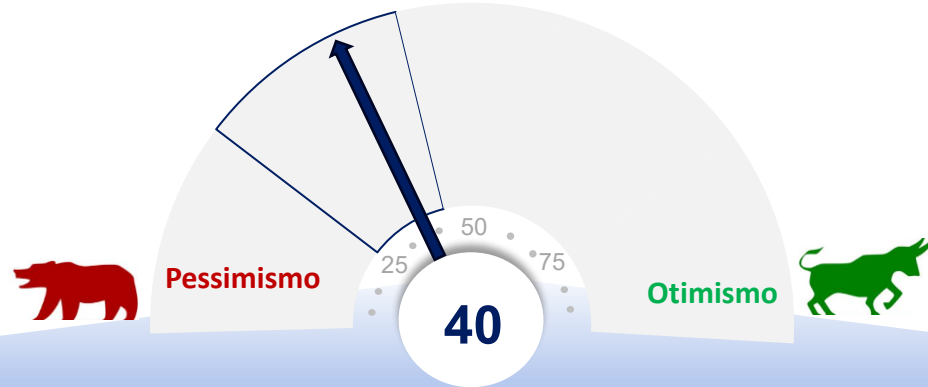
Uma tabela geral de métricas de investimento¹ – visão do BTG Pactual sobre cada uma delas

	Métricas em 2026	Comentários do BTG Pactual
Crescimento		<i>A Rumo tem crescido consistentemente acima da inflação nos últimos anos, embora isso não pareça estar refletido no preço das ações. Com a nova capacidade no estado do Mato Grosso, o crescimento de volumes pode acelerar em 2026..</i>
Retorno		<i>A alocação de capital aumentou de forma relevante nos últimos anos, o que pesa sobre o ROIC. Além disso, entendemos que os investidores também questionam a qualidade desses investimentos incrementais, especialmente diante do capex acima das expectativas.</i>
Resultados		<i>O momentum de resultados costuma ser mais forte no 2T e no 3T, períodos de pico da safra. A dinâmica de preços se enfraqueceu em meados de 2025, tornando-se um fator acompanhado de perto pelos investidores na revisão das estimativas.</i>
Valuation		<i>O valuation é inegavelmente barato, próximo às mínimas históricas, mesmo após uma performance operacional e financeira bastante sólida em 2025, que, no entanto, foi acompanhada por um desempenho fraco das ações.</i>
Momento		<i>O ceticismo em relação à Rumo está em níveis historicamente elevados, o que resulta em baixo entusiasmo hoje. A participação de recomendações de compra no sell-side vem diminuindo. Ainda assim, parte do buy-side segue enxergando o papel como uma tese ligada ao corte de juros em seus portfólios.</i>
Tese de investimento	<i>Agronegócio + infra</i>	<i>As ações RAIL3 migraram gradualmente de uma tese puramente de infraestrutura para uma leitura mais ligada ao agronegócio. Em última instância, acreditamos também que o caso carrega um componente relevante de valor potencial em um cenário de aquisição.</i>

Fonte: BTG Pactual. Nota 1: Para a métrica de crescimento, atribuímos as seguintes pontuações: crescimento negativo até um dígito baixo = 0,25; baixo a médio de um dígito = 0,5; médio a alto e dígito único = 0,75; e crescimento acima de alto dígito único = 1. Para momentum de resultados, o gráfico preenchido indica maior probabilidade de revisões positivas de lucros. Para valuation, o gráfico implica um valuation atrativo. Para interesse pela tese, o gráfico preenchido sinaliza maior entusiasmo/otimismo no papel.

Rumo— Perspectivas para 2026

O Termômetro Otimismo vs. Pessimismo¹ – O que os dados de mercado dizem?



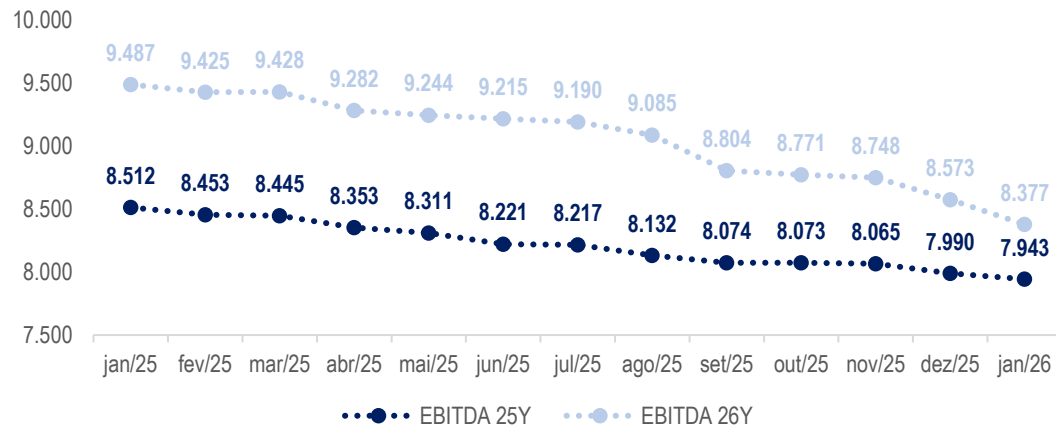
1 Valuation (P/L) vs. Média de 4 anos	2 Candle (vs. 52 semanas)	3 Aumento da Liquidez vs. Jan 25	4 Rating (Consenso)
<p>Gráfico de linha mostrando EV/EBITDA 1y fwd (linha azul) e Average (linha cinza) de jan/22 a jan/26. Linhas pontilhadas representam +1 std e -1 std. O valor atual está entre a média e o +1 std.</p>	<p>Gráfico de candlestick mostrando o último preço em R\$15, a mínima de 52 semanas em R\$14 e a máxima de 52 semanas em R\$19.</p>	<p>Gráfico de linha mostrando o aumento da liquidez em relação a jan/25. O rumo (+91%) está significativamente acima do IBOV (+70%).</p>	<p>Gráfico de donut mostrando o consenso de compra (60%) e neutro (40%).</p>
<p>Score: 2</p> <ul style="list-style-type: none"> 1: 2σ abaixo da média de 4 anos 2: entre 1σ e 2σ abaixo da média de 4 anos 3: em linha com a média de 4 anos 4: 1σ acima da média de 4 anos 5: entre 1σ e 2σ acima da média de 4 anos 	<p>Score: 1</p> <ul style="list-style-type: none"> 1: 20% inferior do intervalo entre máxima e mínima de 52 semanas 2: entre 20% e 40% do intervalo entre máxima e mínima de 52 semanas 3: entre 40% e 60% do intervalo entre máxima e mínima de 52 semanas 4: entre 60% e 80% do intervalo entre máxima e mínima de 52 semanas 5: 20% superior do intervalo entre máxima e mínima de 52 semanas 	<p>Score: 2</p> <ul style="list-style-type: none"> 1: liquidez 1x acima do benchmark² desde jan/2025 2: liquidez 1,5x acima do benchmark² desde jan/2025 3: liquidez 2x acima do benchmark² desde jan/2025 4: liquidez 2,5x acima do benchmark² desde jan/2025 5: liquidez >2,5x acima do benchmark² desde jan/2025 	<p>Score: 3</p> <ul style="list-style-type: none"> 1: Menos de 30% de recomendações de Compra 2: 30% a 50% de recomendações de Compra 3: 50% a 70% de recomendações de Compra 4: 70% a 90% de recomendações de Compra 5: 100% de recomendações de Compra

Fontes: Bloomberg e BTG Pactual. Nota: (1) O termômetro bull vs. bear é calculado como uma média ponderada, com cada uma das quatro categorias (valuation, candles, liquidez e ratings) recebendo peso igual de 25%. O resultado é então reescalado proporcionalmente para um intervalo de 0–100, no qual 5 corresponde a 100. (2) Benchmark de mercado: BOVA11.

Rumo | Perspectivas para 2026

Alguns gráficos-chave (e rápidos) – Alguns números de referência para este ano

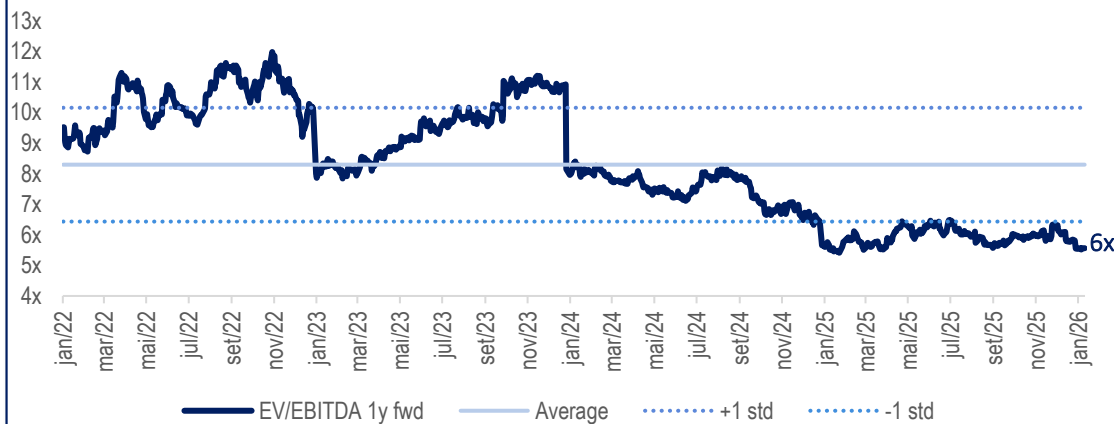
Revisões de Lucros (Consenso BBG)



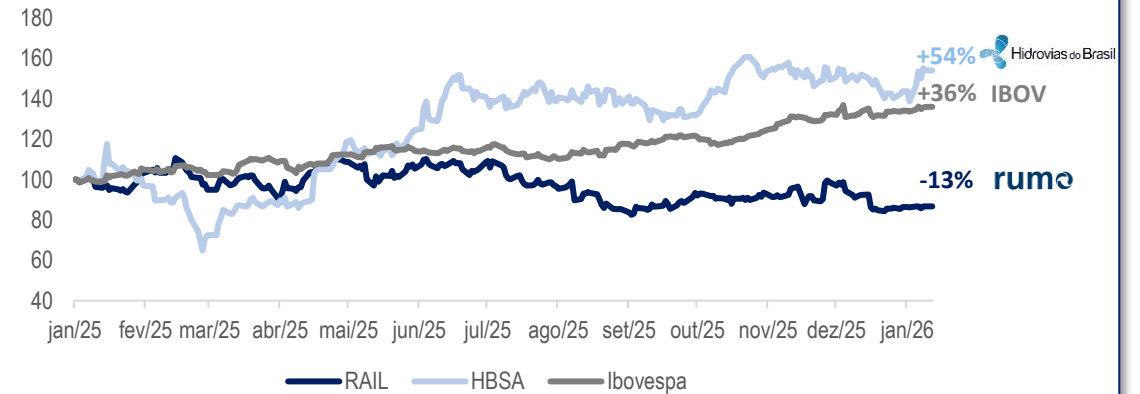
Dados Financeiros (R\$mn)

(In R\$mn)	2024A	2025E	2026E	2027E
Receita Líquida	13,937	13,676	14,131	15,005
<i>Crescimento anual</i>	27%	-2%	3%	6%
EBITDA	7,712	8,059	8,382	9,043
<i>Margem EBITDA</i>	55%	59%	59%	60%
Lucro Líquido	2,089	1,940	2,298	2,431
<i>Margem Líquida</i>	15%	14%	16%	16%

Múltiplos (EV/EBITDA projetado)



Performance (vs pares)



Disclaimer

Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes.

Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes: (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes; (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou possa ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

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