

Já terminamos de dar más notícias?

Atualização de modelo pós quarto trimestre: ajuste de preços concluído e capex sob controle

Visão rápida: O ajuste na estratégia de precificação da Rumo, iniciado em meados de 2025, gerou uma sequência de “más notícias” para investidores, como ficou evidente nos resultados do terceiro e do quarto trimestres. Na teleconferência, a companhia explicou que espera uma queda de preços na faixa de dois dígitos no primeiro trimestre, e isso nos parece ser o último trimestre do ciclo de ajuste de preços. Preferimos olhar o copo meio cheio: o recomeço foi assertivo o suficiente para recuperar volumes e recolocar a Rumo em posição de voltar a se engajar com tradings sob circunstâncias diferentes, e melhores. Mais adiante, a mensagem sobre capex também apontou uma tendência positiva de controle, que enxergamos como um pilar central da tese de investimento da Rumo. Entendemos que isso ajuda a formar uma base para uma melhora gradual de sentimento em relação a tese. Após meses de ceticismo extremo, investidores podem começar a enxergar com mais clareza as novas prioridades estratégicas da companhia.

Valuation	2023	2024	2025	2026E	2027E
RoIC (EBIT) %	8,5	4,2	9,1	10,9	11,5
EV/EBITDA	10,6	10,7	7,4	6,6	6,1
P/L	52,5	-38,2	28,5	12,7	10,2
Dividend Yield %	0,0	0,0	5,5	2,0	2,5
Resumo Financeiro (R\$ milhões)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Receita	10.938	13.937	13.848	14.353	15.245
EBITDA	5.650	7.713	8.021	8.293	8.985
Lucro Líquido	811	2.088	2.093	2.244	2.812
LPA (R\$)	0,44	-0,47	0,52	1,22	1,52
DPA Líquido (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(Dívida Líquida)/Caixa	(17.307)	(18.602)	(23.823)	(25.999)	(26.188)

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 15,48 em 06 de março de 2026.

Rating
COMPRA

Sumário

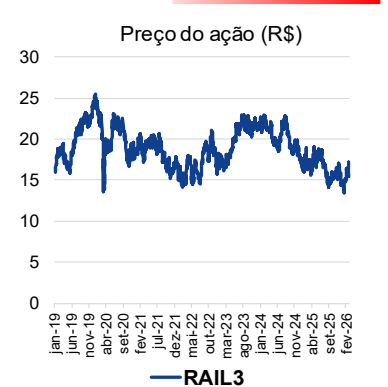
Ticker	RAIL3
Preço Alvo (R\$)	23,0
Preço (R\$)	15,5
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R\$ mn)	28.727,57
Vol. Méd. 12M (R\$ mn)	215,63
Atualização Preço-alvo	10/08/2025

Valuation:

	2026E	2027E
P/L	12,7x	10,2x
EV/EBITDA	6,6x	6,1x

Performance:

Março (%)	-3,1%
LTM (%)	-10,1%



Analistas

Lucas Marquiori Brasil – Banco BTG Pactual S.A.
Fernanda Recchia Brasil – Banco BTG Pactual S.A.
Samuel Alkmin Brasil – Banco BTG Pactual S.A.
Marcel Zambello Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Nova política de precificação perto da conclusão

Um dos movimentos mais relevantes do último ano foi a retomada da política comercial da Rumo. Desde meados de 2025, a companhia ajustou gradualmente níveis de preços em corredores-chave para recuperar competitividade e reconstruir o pipeline comercial. Os efeitos desse reposicionamento ficaram visíveis nos resultados do terceiro e do quarto trimestres, com as tarifas caindo como esperado, enquanto volumes começaram a reagir. O ponto central é que a gestão agora sinaliza que essa fase de recomeço está, em grande parte, para trás. Para o próximo trimestre, a companhia espera uma queda sequencial menor de preços, mais perto de 10%, e avalia que os níveis atuais já são competitivos o suficiente para estimular demanda e apoiar a recomposição de volumes contratados. Na nossa visão, isso marca um ponto de inflexão: em vez de uma correção contínua de preços, o foco deve migrar cada vez mais para captura de volume e reposição de portfólio. Para uma operadora logística como a Rumo, recuperar competitividade comercial é um passo essencial para reacelerar a utilização da malha e aumentar a visibilidade de volumes à frente.

Volumes surpreendendo positivamente

Os volumes também vieram como surpresa positiva, reforçando a lógica por trás da nova política de preços. Os primeiros sinais apareceram em novembro, quando a companhia reportou um dezembro recorde em volume transportado, indicando que a estratégia de precificação mais competitiva já vinha estimulando a demanda. Os dados divulgados para janeiro e fevereiro mantiveram um momento construtivo, o que, na nossa visão, confirma a mensagem da gestão de que a Rumo consegue entregar um portfólio comercial acima de 90 bilhões de TKU no ano. Isso muda um elemento central da tese. Por bastante tempo, o debate sobre a Rumo foi sobre o crescimento de volume contido e sustentabilidade do pipeline comercial. Os dados recentes sugerem que essa dinâmica pode estar virando. Com a nova política comercial recuperando competitividade e capacidade incremental entrando com a Fase 1 do novo terminal no Mato Grosso, a tese de crescimento de volumes volta ao radar, o que é relevante para um negócio em que escala e utilização da malha ferroviária são os principais catalisadores de rentabilidade.

Disciplina de capex como parte do reposicionamento

Disciplina de capex é o outro pilar do reposicionamento estratégico em curso. Embora a companhia tenha evitado fornecer guidance formal de volume, a gestão indicou na teleconferência que o plano de investimentos de 2026 deve ficar abaixo de 2025 e acima de 2024, implicando um capex em torno de R\$ 5,5 bilhões a R\$ 6,1 bilhões. Interpretamos isso como um ritmo disciplinado de investimento e um sinal construtivo de alocação de capital. O plano incorpora essencialmente a conclusão da Fase 1 do terminal do Mato Grosso, mas segue excluindo gastos relevantes ligados a uma potencial expansão de Fase 2. De forma mais ampla, vemos esse guidance de capex como consistente com o esforço recente da companhia de recalibrar sua estratégia, equilibrando oportunidades de crescimento com uma abordagem mais ponderada e controlada de alocação de capital. Para investidores, isso reforça a mensagem de que a nova política comercial vem acompanhado de uma estratégia de investimento mais comedido e disciplinado.

Resultados do quarto trimestre foram mistos em tarifas e eficiência

Os resultados do quarto trimestre foram, no geral, mistos, com a companhia ficando levemente abaixo da nossa estimativa de EBITDA por conta de margens e eficiência mais fracas, com margem ajustada 6,1 p.p. abaixo da nossa projeção. Por outro lado, as tarifas no Corredor Norte caíram 13% a/a, melhor do que os -15% que esperávamos, o que ajudou a amortecer parcialmente esse efeito. Além disso, um ponto positivo foi a ausência de surpresas relevantes em capex e alavancagem, já que ambos ficaram estáveis t/t e são preocupações centrais para investidores. Em termos absolutos, os resultados parecem fracos. No entanto, as expectativas já estavam bastante baixas, e acreditamos que as tendências operacionais podem melhorar gradualmente a partir daqui.

Volumes de fevereiro também foram fortes

A Rumo também divulgou volumes de fevereiro junto com os resultados do quarto trimestre, novamente com um dado forte, refletindo os efeitos de uma estrutura de tarifas mais ajustada e sugerindo uma participação de mercado mais resiliente. O volume total atingiu 6,9 bilhões de TKU (+17% a/a; +23% m/m), com o avanço m/m refletindo fluxos maiores associados ao avanço da colheita de soja e sua comercialização. Os números indicam desempenho acima das médias históricas de fevereiro, com volumes diários atingindo 247 milhões de TKU por dia (vs. 190 milhões de TKU por dia em janeiro), sugerindo um aumento da capacidade operacional. No Corredor Norte, volumes totalizaram 6,0 bilhões de TKU (+16% a/a; +25% m/m), com soja como principal destaque: o corredor transportou cerca de 4,8 bilhões de TKU de soja e farelo de soja (+18%) e apenas 88 milhões de TKU de milho (vs. 677 milhões em janeiro), sinalizando que os volumes remanescentes da safra de 2025 podem estar perto do fim. Já o Corredor Sul reportou 872 milhões de TKU (+27% a/a), refletindo uma operação mais normalizada.

Principais pontos da teleconferência: reposicionamento de preços e detalhes sobre capex de 2026

A teleconferência focou em um ano operacional sólido e melhora de posicionamento comercial, enquanto a gestão trouxe mais detalhes sobre dinâmica de preços e o plano de investimentos de 2026. A companhia destacou que o reposicionamento iniciado no segundo trimestre de 2025 e concluído no quarto trimestre de 2025 foi necessário para recuperar tração de volumes e normalizar participação de mercado após iniciar 2025 com preços acima dos pares. Como resultado, a precificação do primeiro trimestre deve vir mais baixa a/a, com maior estabilidade esperada a partir do segundo trimestre, enquanto a visibilidade do segundo semestre depende mais da dinâmica de milho, dado o nível de contratação ainda menor. Em termos de capex, a Rumo reiterou que os desembolsos de 2026 devem permanecer dentro da faixa histórica, abaixo de 2025 e acima de 2024, priorizando manutenção, material rodante e a conclusão da Fase 1 da expansão do Mato Grosso, incluindo o projeto Lucas do Rio Verde, sem desembolsos esperados de Fase 2 em 2026. Outros temas discutidos incluíram continuidade de ganhos de eficiência, com disciplina de custos fixos e custos de vendas, gerais e administrativos, iniciativas de eficiência energética, liquidez forte e flexibilidade financeira, além da visão da gestão de que volumes de exportação devem ser ligeiramente maiores a/a, com ritmo de plantio da safrinha um pouco à frente, sustentando um primeiro semestre com bom nível de contratos.

Como ajustamos nossas estimativas

Estamos atualizando nosso modelo para incorporar os resultados do quarto trimestre, tendências setoriais e as premissas macro mais recentes da equipe de macroeconomia do BTG. Assim, agora esperamos receita líquida de R\$ 14,4 bilhões em 2026 e R\$ 15,2 bilhões em 2027 (de R\$ 14,1 bilhões e R\$ 15,0 bilhões), sustentadas por volumes ainda fortes, com TKU de 90,6 bilhões em 2026 e 94,8 bilhões em 2027 (vs. 89,3 bilhões e 92,8 bilhões), além de recuperação gradual de tendências de preços, com tarifa média de R\$ 141 em 2026 e R\$ 145 em 2027. Mais abaixo na DRE, projetamos EBITDA de R\$ 8,3 bilhões em 2026 e R\$ 9,0 bilhões em 2027, sem mudança. Além disso, esperamos continuidade da agenda de eficiência, com margens EBITDA de 57,8% em 2026 e 58,9% em 2027 (de 58,9% e 59,3%). Mantemos nossas estimativas de capex em R\$ 5,7 bilhões em 2026 e R\$ 4,6 bilhões em 2027 (de R\$ 6,1 bilhões e R\$ 6,2 bilhões). Por fim, projetamos lucro líquido de R\$ 2,2 bilhões em 2026 e R\$ 2,8 bilhões em 2027 (de R\$ 2,3 bilhões e R\$ 2,4 bilhões). Nosso preço-alvo segue em R\$ 23 por ação, sem mudança, e mantemos recomendação COMPRA.

Seguimos gostando de Rumo, pois o pior já parece ter ficado para trás e já está no preço

Entendemos que 2025 foi um dos anos mais desafiadores para a Rumo, especialmente porque a companhia começou o ano com preços acima dos níveis do setor e foi obrigada a ajustar a estratégia ao longo do caminho para manter rentabilidade. Também acreditamos que o mercado já penalizou a companhia por isso, refletido tanto no desempenho mais fraco da ação quanto na contração de múltiplos em 2025, algo que julgamos adequado à época pela baixa visibilidade de resultados, um fator penalizado pelo mercado para um ativo de infraestrutura. No entanto, vemos o quarto trimestre como um passo relevante em direção a um ponto de inflexão, já que a companhia reduziu preços de forma mais abrupta no segundo semestre de 2025 e, nos meses seguintes, reportou volumes sólidos, sugerindo um posicionamento mais forte em participação de mercado, com menor risco de queda adicional em tarifas. Após (i) ajuste na estratégia de preços, (ii) foco em eficiência operacional e (iii) execução disciplinada e controlada de capex, entramos em 2026 com uma narrativa melhor para a companhia. Por fim, destacamos que, embora tendências de curto prazo tenham melhorado, eficiência operacional é um catalisador estrutural que deve persistir ao longo do tempo, e, em um ciclo positivo de transporte de grãos, pode destravar ainda mais criação de valor. Assim, reiteramos a Rumo como uma das teses mais atrativas ligadas ao agronegócio no Brasil no longo prazo. Mantemos recomendação COMPRA, com a ação negociando a 6,6x EV/EBITDA 2026.

Tabela 1: Principais estimativas do BTG Pactual para Rumo

Main figures (R\$m or otherwise noted)	2024A	2025A	2026E	2027E	Growth (%)		
					2024-25 (y/y)	2025-26 (y/y)	2026-27 (y/y)
Volume (TKUmn)	79,847	84,198	90,597	94,796	5.4%	7.6%	4.6%
Malha Norte	63,814	68,182	74,413	78,231	7.2%	9.1%	5.1%
Malha Sul	12,073	11,781	11,784	11,994	-2.4%	0.0%	1.8%
Brado	4,161	4,235	4,400	4,572	1.8%	3.9%	3.9%
Revenue	13,936	13,848	14,353	15,245	-0.6%	3.6%	6.2%
Malha Norte	11,087	11,112	11,654	12,394	0.1%	4.9%	6.3%
Malha Sul	2,154	1,942	1,847	1,936	-9.9%	-4.9%	4.8%
Brado	685	794	852	915	15.9%	7.3%	7.3%
Yield (R\$/TKU)	153	143	141	145	-6.1%	-1.8%	3.0%
Malha Norte	158.2	149.1	146.3	150.7	-5.7%	-1.9%	3.0%
Malha Sul	174.7	160.0	156.7	161.4	-8.4%	-2.0%	3.0%
Brado	5.9	6.6	6.9	7.1	13.6%	3.3%	3.3%
Adj. EBITDA	7,713	8,021	8,293	8,985	4.0%	3.4%	8.3%
Adj. EBITDA Margin	55%	58%	58%	59%	2.6 p.p.	-0.1 p.p.	1.2 p.p.
Adj Net income	2,088	2,093	2,244	2,812	0.2%	7.2%	25.3%
Netmargin	15%	15%	16%	18%	0.1 p.p.	0.5 p.p.	2.8 p.p.
Capex	5,523	6,112	5,698	4,593	10.7%	-6.8%	-19.4%

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Gráfico 1: Histórico do múltiplo EV/EBITDA 1 ano à frente da Rumo


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Seção 1 – Dados mais recentes de volumes

A Rumo também divulgou seus volumes de fevereiro juntamente com os resultados do quarto trimestre, que mais uma vez mostraram um desempenho forte, evidenciando os efeitos de uma estrutura tarifária mais ajustada e sugerindo uma participação de mercado mais resiliente para a

companhia. Além disso, vale destacar que os volumes mais fortes também refletem o avanço da colheita de soja e sua comercialização.

No período, a Rumo reportou volumes totais de 6,9 bilhões de TKU (+17% a/a; +23% m/m), com o forte aumento t/t refletindo maiores volumes associados ao avanço da colheita de soja. Esses números também indicam um desempenho superior em relação às médias históricas de fevereiro. Como resultado, os volumes diários atingiram robustos 247 milhões de TKU por dia (contra 190 milhões de TKU por dia em janeiro), sugerindo um aumento da capacidade operacional da companhia.

No Corredor Norte, os volumes totalizaram 6 bilhões de TKU (+16% a/a; +25% t/t), com a soja como principal destaque. Durante o mês, o corredor transportou aproximadamente 4,8 bilhões de TKU de soja e farelo de soja (+18%), e apenas 88 milhões de TKU de milho (contra 677 milhões de TKU em janeiro), sugerindo que os volumes remanescentes da safra de 2025 podem estar próximos do fim. Enquanto isso, o Corredor Sul reportou volumes de 872 milhões de TKU (+27% a/a), refletindo um desempenho operacional mais normalizado.

Tabela 2: Dados de volumes da Rumo em fevereiro

	Month					YTD		
	Feb-26	Feb-25	y/y change	Jan-26	m/m change	2026	2025	y/y change
Volume per corredor	6,919	5,915	▲ 17.0%	5,624	▲ 23.0%	12,542	9,536	▲ 31.5%
North Corridor	6,047	5,227	▲ 15.7%	4,836	▲ 25.0%	10,882	8,117	▲ 34.1%
South Corridor	872	688	▲ 26.7%	788	▲ 10.7%	1,660	1,419	▲ 16.9%
Transported (TKU mm)	6,919	5,915	▲ 17.0%	5,624	▲ 23.0%	12,542	9,536	▲ 31.5%
Agricultural Products	5,590	4,731	▲ 18.2%	4,261	▲ 31.2%	9,851	7,091	▲ 38.9%
Soybean	3,776	3,169	▲ 19.2%	1,731	▲ 118.2%	5,507	3,670	▲ 50.1%
Soybean meal	970	851	▲ 14.0%	803	▲ 20.7%	1,773	1,628	▲ 9.0%
Corn	88	17	▲ 415.2%	677	▼ -87.0%	765	147	▲ 419.1%
Sugar	199	131	▲ 51.9%	349	▼ -42.9%	548	475	▲ 15.4%
Fertilizers	511	510	▲ 0.2%	615	▼ -17.0%	1,126	1,023	▲ 10.1%
Wheat	46	53	n.m.	86	n.m.	131	149	▼ -11.6%
Container	346	310	▲ 11.8%	336	▲ 3.1%	682	646	▲ 5.6%
Industrial Products	983	875	▲ 12.3%	1,027	▼ -4.3%	2,009	1,800	▲ 11.6%
Fuels	442	445	▼ -0.8%	499	▼ -11.4%	940	899	▲ 4.7%
Wood, pulp and paper	378	299	▲ 26.2%	405	▼ -6.8%	783	659	▲ 18.8%
Construction	39	32	▲ 19.9%	33	▲ 15.8%	72	63	▲ 14.0%
Steel and mining	125	99	▲ 26.3%	89	▲ 39.3%	214	179	▲ 19.7%

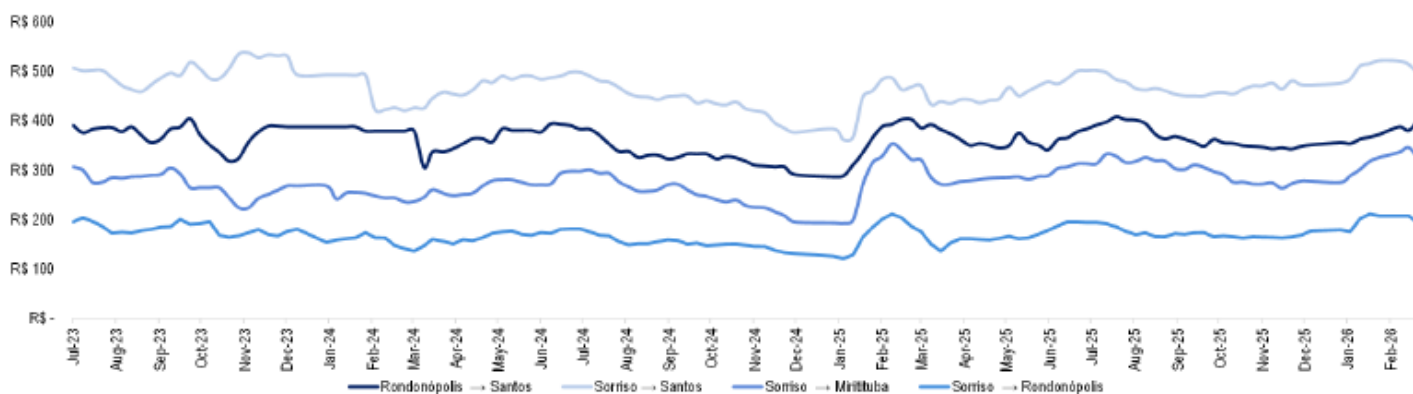
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Seção 2 – Atualização do frete rodoviário

Dados do IMEA para a semana encerrada em 6 de março mostraram um desempenho mais fraco nos principais corredores de grãos do Mato Grosso, com as tarifas de frete caindo na comparação semanal na maioria das rotas, enquanto permanecem mistas na comparação anual. A rota Rondonópolis–Santos subiu 5% t/t para R\$ 400 por tonelada, enquanto Sorriso–Santos caiu 4% t/t para R\$ 495 por tonelada. Os corredores do Norte enfraqueceram de forma mais visível, com Sorriso–Miritituba caindo 6% t/t para R\$ 323 por tonelada e Sorriso–Rondonópolis recuando 7% t/t

para R\$ 193 por tonelada. Na comparação anual, a dinâmica permanece heterogênea, com Sorriso–Santos avançando 6% a/a e rotas do Norte registrando ganhos modestos (+1% a +4% a/a), enquanto Rondonópolis–Santos recuou 1% a/a.

De forma geral, os dados sugerem alguma normalização nas tarifas de frete após a recente força observada durante o pico do fluxo de soja. A queda nas rotas do Norte e o recuo no corredor Sorriso–Santos provavelmente refletem maior disponibilidade de caminhões e um reequilíbrio gradual dos fluxos logísticos. Apesar da fraqueza semanal, as tarifas permanecem, em termos gerais, dentro de níveis sazonais saudáveis, e novos movimentos devem continuar sendo determinados pelo ritmo de exportações, pelo avanço da colheita no Mato Grosso e pela disponibilidade de capacidade de transporte rodoviário nas próximas semanas.

Gráfico 2: Preços de frete rodoviário nas principais rotas do Mato Grosso (R\$/ton)


Fonte: IMEA e BTG Pactual

Tabela 3: Variação semanal dos preços do frete rodoviário

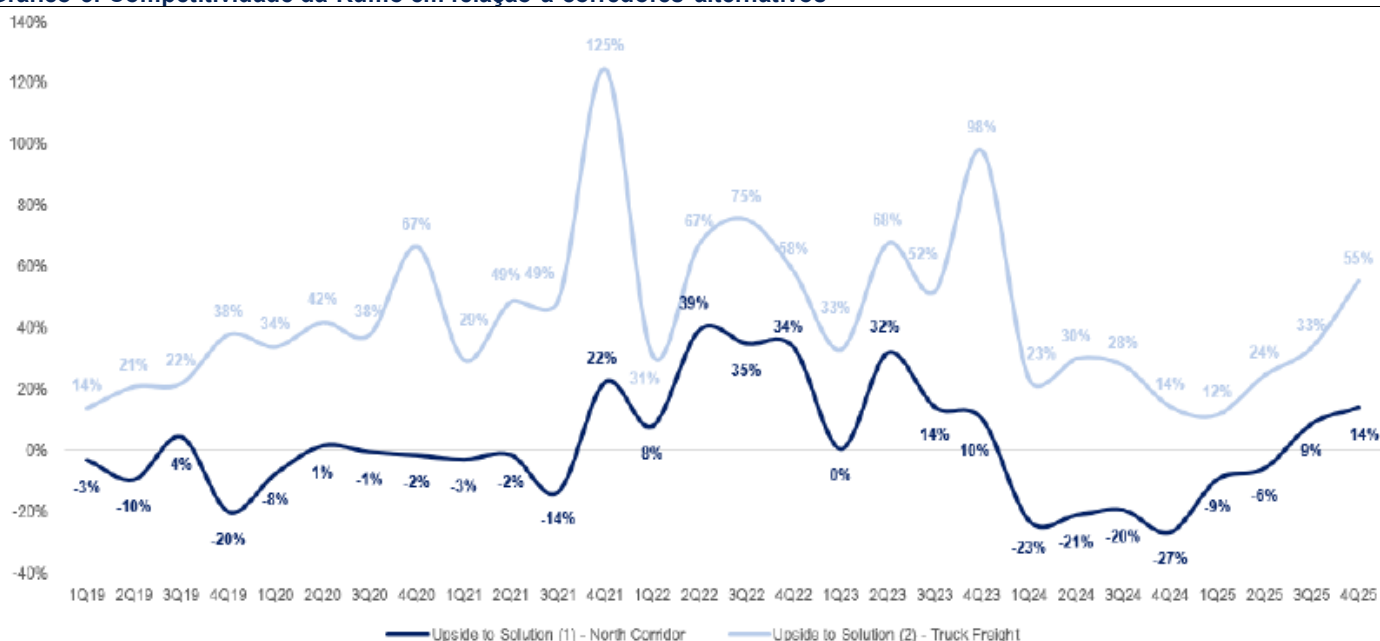
	(R\$/ton)				ww variation				yy variation				Δ	% ww	% yy
	Rondonópolis → Santos	Sorriso → Santos	Sorriso → Miriituba	Sorriso → Rondonópolis	Rondonópolis → Santos	Sorriso → Santos	Sorriso → Miriituba	Sorriso → Rondonópolis	Rondonópolis → Santos	Sorriso → Santos	Sorriso → Miriituba	Sorriso → Rondonópolis			
16-jan-26	R\$ 353	R\$ 484	R\$ 288	R\$ 175	-1%	2%	5%	-2%	14%	32%	45%	37%	R\$ 113	18%	61%
23-jan-26	R\$ 362	R\$ 510	R\$ 301	R\$ 201	2%	5%	4%	15%	8%	14%	11%	22%	R\$ 100	-11%	-6%
30-jan-26	R\$ 367	R\$ 515	R\$ 317	R\$ 211	1%	1%	5%	5%	0%	12%	1%	15%	R\$ 106	6%	-18%
6-feb-26	R\$ 372	R\$ 521	R\$ 325	R\$ 207	1%	1%	2%	-2%	-4%	8%	-1%	4%	R\$ 118	11%	-8%
20-feb-26	R\$ 387	R\$ 520	R\$ 336	R\$ 207	4%	0%	3%	0%	-1%	7%	5%	-2%	R\$ 129	9%	-10%
27-feb-26	R\$ 380	R\$ 514	R\$ 345	R\$ 207	-2%	-1%	3%	0%	-6%	11%	1%	2%	R\$ 138	7%	1%
06-mar-26	R\$ 400	R\$ 495	R\$ 323	R\$ 193	5%	-4%	-6%	-7%	-1%	6%	1%	4%	R\$ 130	-5%	-4%

Fonte: IMEA e BTG Pactual.

Tabela 4: Competitividade da Rumo em relação a corredores alternativos

Rumo's competitiveness to alternative corridors	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Alternative Solutions												
Truck Freight Sorriso - Miritituba (R\$/ton)	290.6	290.3	288.9	253.5	249.9	267.9	278.5	223.1	282.1	285.5	315.7	279.2
Barge Freight - Barcarena (R\$/ton)	107.5	136.0	149.0	130.6	116.6	106.4	96.7	112.8	131.8	125.3	130.6	130.8
Port Spread (R\$/ton)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Alternative Solution (1) North All-in Cost (R\$/ton)	398	426	438	384	367	374	375	336	414	411	446	410
Truck Freight Sorriso - Santos (R\$/ton)	436.4	461.5	488.3	516.7	459.1	475.8	467.0	410.7	438.3	456.0	474.3	465.2
Port Spread - Santos (R\$/ton)	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2
Alternative Solution (2) Truck All-in Cost (R\$/ton)	470	495	521	550	492	509	500	444	471	489	507	498
Rumo's Solution												
Truck Freight Sorriso - Rondonópolis (R\$/ton)	176.1	173.5	186.3	175.6	166.8	166.7	162.4	142.1	165.4	167.6	178.6	166.5
Competitiveness Cap to (1) Solution	222	253	252	208	210	208	213	194	248	243	268	244
Truck Freight Sorriso - Santos (R\$/ton)	436.4	461.5	488.3	516.7	459.1	475.8	467.0	410.7	438.3	456.0	474.3	465.2
Port Spread - Santos (R\$/ton)	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2
Competitiveness Cap to (2) Solution	293	321	335	374	336	342	338	302	306	322	329	332
Competitiveness Spread												
Average Yield North Operation - R\$/TKU	134.0	116.2	133.7	114.6	165.1	159.8	160.3	148.5	166.3	156.7	149.3	129.5
Total Km (TRO-Santos)	1,650	1,650	1,650	1,650	1,650	1,650	1,650	1,650	1,650	1,650	1,650	1,650
Average Yield (R\$/ton)	221.1	191.7	220.6	189.1	272.5	263.6	264.5	264.5	274.5	258.5	246.3	213.7
<i>Upside to Solution (1) - North Corridor</i>	0%	32%	14%	10%	-23%	-21%	-20%	-27%	-9%	-6%	9%	14%
<i>Upside to Solution (2) - Truck Freight</i>	33%	68%	52%	98%	23%	30%	28%	14%	12%	24%	33%	55%

Fonte: USDA e BTG Pactual

Gráfico 3: Competitividade da Rumo em relação a corredores alternativos


Fonte: USDA e BTG Pactual

Seção 3 – Perspectivas para a safra de 2026

No início do mês passado, a Conab divulgou sua quinta estimativa para a safra 2025/26. A produção total de grãos agora é projetada em 353,4 milhões de toneladas, alta de 0,3% (+1,5 milhão de toneladas) em relação à safra 2024/25, principalmente sustentada pela contínua expansão da área cultivada. Essa tendência estrutural de longo prazo permanece intacta, com a área plantada projetada para crescer 2% a/a, para 83,3 milhões de hectares, um aumento de 1,5 milhão de hectares em relação ao ciclo anterior.

Abaixo está o detalhamento da safra 2025/26 por produto.

Soja: crescimento em relação à safra 2024/25

A Conab destacou que chuvas irregulares em novembro prejudicaram as atividades de plantio na maior parte das regiões, levando a atrasos e replantio, especialmente no Centro-Oeste, Norte/Nordeste e em Minas Gerais. As chuvas se normalizaram na segunda metade do mês, permitindo a recuperação do ritmo de plantio, que alcançou 90,3% da área estimada no início de dezembro, próximo das médias históricas. O plantio já foi concluído no Mato Grosso e está próximo de ser finalizado na maioria das regiões, embora deva se estender até meados de fevereiro no Pará e no Maranhão. No geral, apesar desses desafios, a Conab revisou a estimativa de produção de soja para 2025/26 para 178 milhões de toneladas, enquanto as exportações foram levemente ajustadas para 112 milhões de toneladas, ainda representando crescimento em relação à safra anterior.

Tabela 5: Estimativas mais recentes da Conab para a safra brasileira

Crop year	24/25	25/26	Growth (%)
Soybean	171	178	4%
Total Corn	141	138	-2%
1st crop	25	27	7%
2nd crop	113	109	-4%
3rd crop	3	2	-17%
Other grains*	29	28	-6%
Total grains	342	344	1%

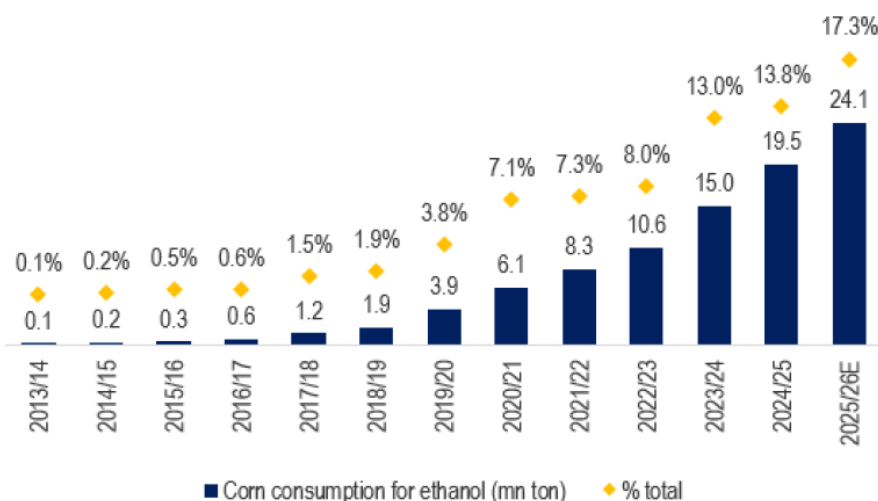
Fonte: Conab e BTG Pactual. Nota: Outros grãos incluem sorgo, mamona, girassol, gergelim, feijão, arroz, amendoim e algodão.

Milho: crescimento do consumo doméstico impulsionado pelo etanol

A Conab espera que a safra brasileira de milho em 2025/26 totalize 138,5 milhões de toneladas, o que implica uma queda de 2% em relação ao ciclo anterior, refletindo principalmente os rendimentos excepcionalmente elevados registrados na temporada passada em meio a condições climáticas particularmente favoráveis. Pelo lado da demanda, o balanço para 2025/26 aponta para um aumento de 4% no consumo doméstico, principalmente sustentado pela maior demanda por etanol de milho, enquanto as exportações devem permanecer em níveis elevados devido à sólida oferta, e os estoques finais devem recuar levemente em relação ao ciclo anterior. Olhando para a safra 2024/25, a Conab projeta uma colheita recorde de 141,2 milhões de toneladas, impulsionada por ganhos de produtividade e pela expansão da área de milho segunda safra. O

consumo doméstico em 2025 deve alcançar 90,6 milhões de toneladas (+8% a/a), enquanto as exportações são projetadas em 41,5 milhões de toneladas, sustentadas pela ampla disponibilidade doméstica e pela forte demanda internacional, com estoques finais de 12,7 milhões de toneladas em fevereiro de 2026. No horizonte de longo prazo, reconhecemos que o aumento estrutural do consumo de milho para produção de etanol, caso não seja compensado por maiores exportações ou por outras fontes de demanda doméstica, pode representar um risco potencial para os volumes da Rumo. Ainda assim, acreditamos que é cedo para conclusões definitivas.

Gráfico 4: O consumo de milho para etanol deve ficar próximo de ~17% da produção total do Brasil



Fonte: Empresa e BTG Pactual

Análise para o estado de Mato Grosso

Para a soja, a Conab destaca que as condições climáticas em Mato Grosso têm sido, de modo geral, favoráveis, com a combinação de chuvas abundantes, períodos de sol e clima estável permitindo o avanço das operações de colheita e a implementação no momento adequado das atividades da segunda safra. A colheita tem avançado em todo o estado, com lavouras em estágios reprodutivos avançados e de maturação apresentando uniformidade satisfatória e boas condições sanitárias. Como resultado, a produção de soja no Mato Grosso é estimada em cerca de 50 milhões de toneladas (-3% a/a), com produtividade amplamente em linha com as expectativas iniciais, apesar de períodos pontuais de seca no início do ciclo. Para o milho, a Conab informa que o plantio da segunda safra já está em andamento, apoiado pelo avanço da colheita da soja. Mato Grosso lidera atualmente o plantio no país, com parcela relevante da área de safrinha já semeada e a maior parte das lavouras nos estágios iniciais de emergência e desenvolvimento vegetativo. As condições iniciais da safra são consideradas favoráveis, refletindo níveis adequados de umidade no solo e padrões de chuva positivos, sem pressão relevante de pragas ou doenças até o momento. No total, a produção de milho em Mato Grosso é estimada em cerca de 54 milhões de toneladas (-2% a/a), reforçando o papel do estado como a principal região produtora de milho do Brasil.

Tabela 6: Estimativas mais recentes de safra da Conab para o estado de Mato Grosso

Crop year	24/25	25/26	Growth (%)
Soybean	51	50	-3%
Total Corn	56	54	-2%
1st crop	1	1	0%
2nd crop	55	54	-2%
3rd crop	-	-	n.a.
Other grains*	6	5	-9%
Total grains	112	109	-3%

Fonte: Conab e BTG Pactual. Nota: outros grãos incluem sorgo, mamona, girassol, gergelim, feijão, arroz, amendoim e algodão.

Seção 4 – Comentários da teleconferência do quarto trimestre

Após a divulgação dos resultados do quarto trimestre, a Rumo realizou sua teleconferência destacando um ano operacional sólido e reforçando suas prioridades para 2026. Entre os principais pontos discutidos estiveram: (i) boa visibilidade de contratos no início do ano, com o primeiro semestre já amplamente assegurado, (ii) continuidade do reposicionamento comercial, que deve tornar as comparações do primeiro trimestre mais fracas em termos de preços, mas com perspectiva de estabilização a partir do segundo trimestre, e (iii) disciplina de capex, com os investimentos de 2026 esperados dentro da faixa histórica da companhia, priorizando manutenção e a conclusão da fase 1 da expansão em Mato Grosso. A seguir, apresentamos mais detalhes sobre a teleconferência do quarto trimestre da Rumo.

Volumes: A administração destacou volumes recordes em 2025, apesar da necessidade de operar três produtos em paralelo (soja, milho e farelo de soja). As comparações de participação de mercado foram mais desafiadoras devido ao menor nível de exportações e à maior parcela de cargas já contratadas, mas a companhia ainda apontou ganhos de participação em relação à safra de 2023. Os volumes no corredor norte cresceram, enquanto o tempo de trânsito e a produtividade dos vagões permaneceram amplamente estáveis.

Custos: A companhia reforçou ganhos contínuos de eficiência, sustentados por disciplina em custos fixos, controle de custos de vendas, gerais e administrativos e iniciativas de eficiência energética, incluindo a operação de trens mais longos. A administração descreveu essa agenda como estrutural e permanente.

Preços: A administração detalhou o reposicionamento comercial iniciado no segundo trimestre de 2025 e concluído no quarto trimestre de 2025, com o objetivo de recuperar tração de volumes após iniciar 2025 com preços acima dos pares. No primeiro trimestre, os preços reportados devem parecer menores a/a devido ao momento desse reposicionamento, com redução descrita como ligeiramente acima de 10%. Para o segundo trimestre, a expectativa é de estabilização dos preços, enquanto o segundo semestre depende mais da dinâmica do

milho, considerando o menor nível de contratos até o momento e volumes ainda relevantes a serem comercializados.

Contratos: A administração indicou que a companhia está totalmente contratada para o primeiro trimestre e possui boa cobertura também para o segundo trimestre, sustentando um primeiro semestre forte. O que já foi vendido está dentro do que a administração considera níveis adequados de preços, enquanto o segundo semestre apresenta menor visibilidade e dependerá da dinâmica de mercado e do mix.

Capex: Para 2026, a Rumo espera que o capex permaneça dentro da faixa recente de investimentos, implicando valores abaixo de 2025 (R\$6,1 bilhões) e acima de 2024 (R\$5,5 bilhões). As prioridades incluem concluir a fase 1 do projeto de Mato Grosso, com obras de ferrovia e terminal, manter o nível anualizado de capex de manutenção, incluindo material rodante, e continuar os investimentos na Malha Paulista e no FIPS. A administração reiterou que não há desembolsos previstos para a fase 2 em 2026, já que a avaliação ainda está em andamento e existe flexibilidade contratual.

Lucas do Rio Verde: A administração reiterou o plano de crescimento da fase 1 do projeto Lucas do Rio Verde, com o início das operações esperado para o terceiro trimestre e aumento mais consistente de volumes ao longo do quarto trimestre. A capacidade inicial do terminal permite crescimento em linha com a demanda do mercado, enquanto a capacidade mais ampla da malha da companhia permanece disponível durante esse período de crescimento.

Liquidez: A administração reiterou uma posição de liquidez robusta e flexibilidade financeira, sustentadas pelo caixa disponível, baixo nível de vencimentos no curto prazo e linhas de crédito comprometidas, o que dá suporte tanto ao plano de investimentos quanto à execução operacional.

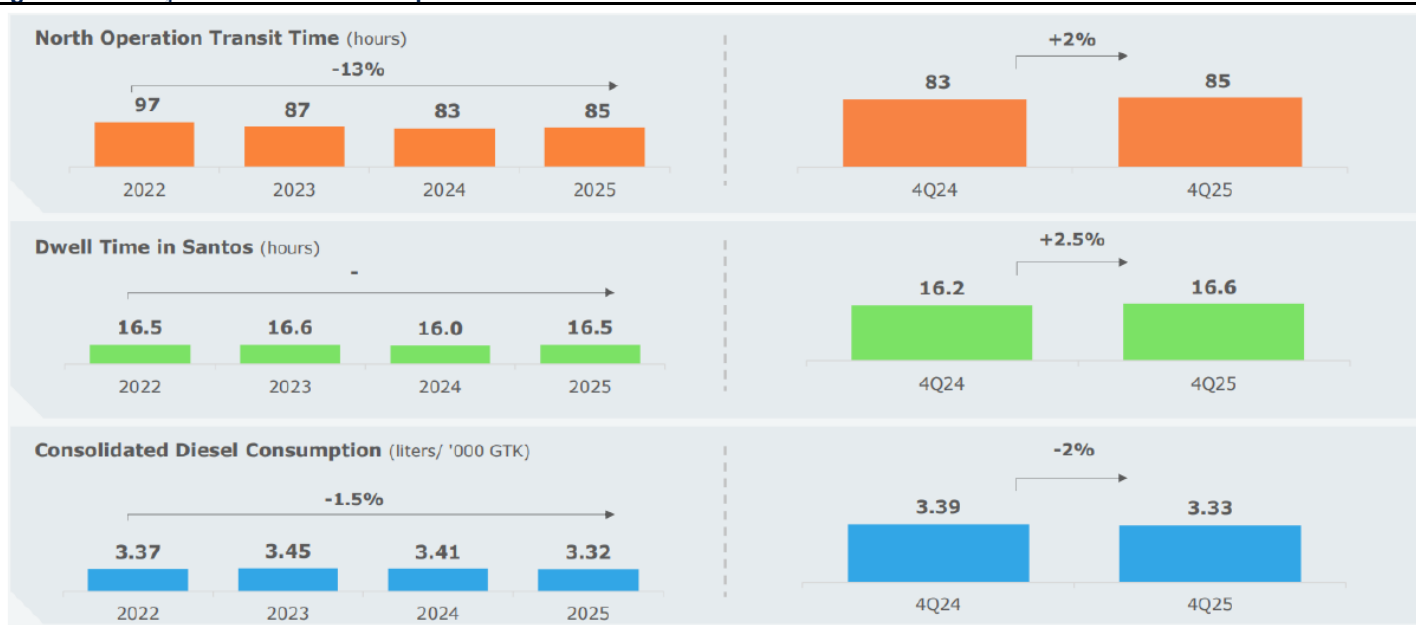
Demanda: A administração espera que as exportações sejam ligeiramente maiores do que no ano passado e destacou que o ritmo de plantio da safrinha está um pouco adiantado em relação ao cronograma. Em relação aos destinos, a demanda por milho está mais diversificada, enquanto a soja permanece mais concentrada. O Irã foi citado como um destino relevante principalmente para fluxos do segundo semestre.

Diesel: A companhia destacou que a maior parte dos volumes contratados inclui mecanismos de repasse do custo de combustível, limitando a exposição direta da margem às variações do preço do diesel. Para volumes não contratados, a capacidade de repassar mudanças depende das condições de mercado, e preços mais altos de diesel tendem a melhorar a competitividade do transporte ferroviário em relação a outros modais.

Malha Oeste: A concessão da Malha Oeste deve se encerrar em junho, e a administração indicou que o caminho natural é devolver o ativo ao poder concedente. As operações foram interrompidas e atualmente não há volumes relevantes sendo transportados, com o último contrato já encerrado.

Outros temas: (a) capital de giro: questões de timing podem gerar ruídos entre trimestres entre lucro líquido e geração de fluxo de caixa; (b)

participação de mercado: provavelmente teria sido maior com preços significativamente mais baixos, reforçando o objetivo da companhia de equilibrar volumes e preços sustentáveis; (c) crise no Oriente Médio: a administração não vê risco de interrupção no fornecimento de insumos ferroviários relevantes ligados aos desenvolvimentos na região.

Figura 1: Evolução dos indicadores operacionais da Rumo


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Seção 5 – Revisão das estimativas

Estamos atualizando nosso modelo para incorporar os resultados do quarto trimestre, as tendências do setor e as premissas macroeconômicas mais recentes da equipe macro do BTG. Assim, agora projetamos receita líquida de R\$14,4 bilhões para 2026 e R\$15,2 bilhões para 2027 (antes R\$14,1 bilhões e R\$15,0 bilhões, respectivamente), sustentadas por volumes ainda fortes, com TKU de 90,6 bilhões em 2026 e 94,8 bilhões em 2027 (antes 89,3 bilhões e 92,8 bilhões), além de recuperação gradual na tendência de preços, considerando tarifas médias de R\$141 em 2026 e R\$145 em 2027. Agora projetamos EBITDA de R\$8,3 bilhões para 2026 e R\$9,0 bilhões para 2027 (inalterado). Além disso, esperamos que a agenda de eficiência da companhia continue, com margens EBITDA de 57,8% neste ano e 58,9% no próximo (antes 58,9% e 59,3%). Também mantemos nossas estimativas de capex em R\$5,7 bilhões para 2026 e R\$4,6 bilhões para 2027 (antes R\$6,1 bilhões e R\$6,2 bilhões). Por fim, projetamos lucro líquido de R\$2,2 bilhões para 2026 e R\$2,8 bilhões para 2027 (antes R\$2,3 bilhões e R\$2,4 bilhões). Nosso preço-alvo permanece em R\$23 por ação e mantemos recomendação de compra.

Tabela 7: Principais estimativas do BTG Pactual

Main figures (R\$m or otherwise noted)	2024A	2025A	2026E	2027E	Growth (%)		
					2024-25 (y/y)	2025-26 (y/y)	2026-27 (y/y)
Volume (TKUmn)	79,847	84,198	90,597	94,796	5.4%	7.6%	4.6%
Malha Norte	63,614	68,182	74,413	78,231	7.2%	9.1%	5.1%
Malha Sul	12,073	11,781	11,784	11,994	-2.4%	0.0%	1.8%
Brado	4,161	4,235	4,400	4,572	1.8%	3.9%	3.9%
Revenue	13,936	13,848	14,353	15,245	-0.6%	3.6%	6.2%
Malha Norte	11,097	11,112	11,654	12,394	0.1%	4.9%	6.3%
Malha Sul	2,154	1,942	1,847	1,936	-9.9%	-4.9%	4.8%
Brado	685	794	852	915	15.9%	7.3%	7.3%
Yield (R\$/TKU)	153	143	141	145	-6.1%	-1.8%	3.0%
Malha Norte	158.2	149.1	146.3	150.7	-5.7%	-1.9%	3.0%
Malha Sul	174.7	160.0	156.7	161.4	-8.4%	-2.0%	3.0%
Brado	5.9	6.6	6.9	7.1	13.6%	3.3%	3.3%
Adj. EBITDA	7,713	8,021	8,293	8,985	4.0%	3.4%	8.3%
Adj. EBITDA Margin	55%	58%	58%	59%	2.6 p.p.	-0.1 p.p.	1.2 p.p.
Adj Net income	2,088	2,093	2,244	2,812	0.2%	7.2%	25.3%
Net margin	15%	15%	16%	18%	0.1 p.p.	0.5 p.p.	2.8 p.p.
Capex	5,523	6,112	5,698	4,593	10.7%	-6.8%	-19.4%

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 8: Estimativas anteriores versus novas

Consolidated (R\$m, IFRS)	New		Old		Difference	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Net revenues	14,353	15,245	14,131	15,005	▲ 1.6%	▲ 1.6%
Adj. EBITDA	8,293	8,985	8,382	9,043	▼ -1.1%	▼ -0.6%
Adj. EBITDA Margin (%)	57.8%	58.9%	59.3%	60.3%	▼ -1.5 p.p.	▼ -1.3 p.p.
Adj. Net income	2,244	2,812	2,298	2,431	▼ -2.3%	▲ 15.7%
Adj. Net Margin (%)	15.6%	18.4%	16.3%	16.2%	▼ -0.6 p.p.	▲ 2.2 p.p.

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 9: BTG versus consenso

Consolidated (R\$m, IFRS)	Current		Consensus		Difference	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Net revenues	14,353	15,245	14,527	15,008	▼ -1.2%	▲ 1.6%
Adj. EBITDA	8,293	8,985	8,289	8,905	▲ 0.1%	▲ 0.9%
<i>Adj. EBITDA Margin (%)</i>	<i>57.8%</i>	<i>58.9%</i>	<i>57.1%</i>	<i>59.3%</i>	▲ 0.7 p.p.	▼ -0.4 p.p.
Adj. Net income	2,244	2,812	2,026	2,556	▲ 10.8%	▲ 10.0%
<i>Adj. Net Margin (%)</i>	<i>15.6%</i>	<i>18.4%</i>	<i>13.9%</i>	<i>17.0%</i>	▲ 1.7 p.p.	▲ 1.4 p.p.

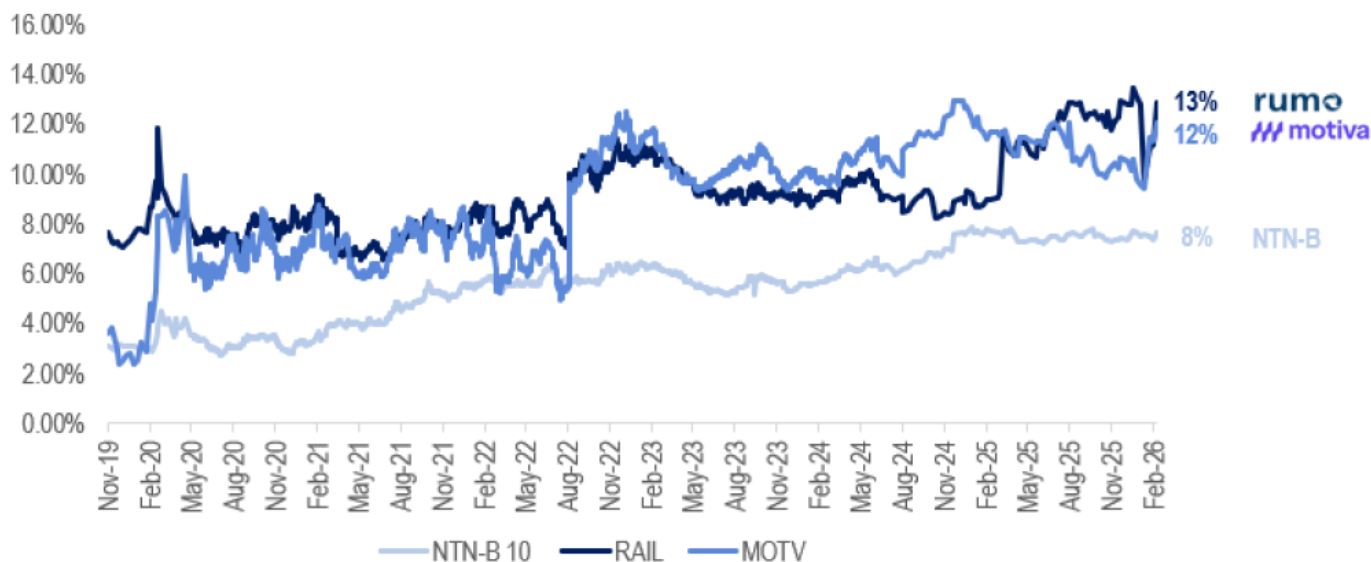
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Seção 6: Múltiplos de valuation

Gráfico 5: Histórico do múltiplo EV/EBITDA 1 ano à frente da Rumo



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Gráfico 6: TIR real da Rumo em relação a pares de infraestrutura


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Seção 7: Perguntas para a gestão

P1) Vocês podem explicar as razões para as tarifas mais fracas nos últimos trimestres? O que podemos esperar disso daqui para frente?

P2) Vocês podem explicar o racional para a inclusão de um novo terminal no projeto de Lucas do Rio Verde? Quais são as expectativas de capex para a Fase 2? Vocês veem algum risco de estouro de capex no projeto?

P3) Devemos esperar que o mix de cargas da Rumo permaneça fortemente concentrado em grãos daqui para frente? Existe um plano para acelerar transporte ferroviário de contêineres no Brasil? E quanto a outras cargas?

P4) Vocês podem atualizar as mudanças na estratégia comercial da companhia nos últimos anos? Existe espaço para um retorno a contratos take-or-pay de longo prazo no futuro? Como vocês estão pensando sobre o próximo ano?

P5) No ano passado, volumes de chuva mais elevados impactaram o ritmo de colheita de soja e do milho safrinha. Isso foi um evento climático pontual? Como a companhia tem lidado com condições climáticas voláteis nos últimos anos?

P6) Quais são as consequências de uma safra mais forte para o poder de precificação da Rumo entrando em 2026? Devemos esperar demanda mais forte das tradings de grãos?

P7) Qual é a atualização regulatória mais recente sobre os processos de renovação das concessões da Malha Sul e da Malha Oeste da Rumo?

P8) Vocês podem detalhar as principais iniciativas para destravar capacidade portuária em Santos e o cronograma? Esses projetos são

suficientes para sustentar o crescimento de volume da Rumo nos próximos anos?

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 um 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 não 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 baseadas 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