

Em poucas linhas: a MRS é uma das maiores operadoras logísticas ferroviárias do Brasil. Foi constituída em 1996 para concorrer à privatização da Malha Sudeste da Rede Ferroviária Federal S.A. pelos principais clientes da concessão, tendo adquirido o direito de operá-la por 30 anos (única concessão até hoje de seu portfólio). Sua malha ferroviária abrange 1.643 km nos estados de Minas Gerais, Rio de Janeiro e São Paulo, interligando a zona do quadrilátero ferrífero aos principais portos do país. Dada a atividade de seus principais clientes/acionistas, a principal carga transportada é o minério de ferro (mais de 60% do volume faturado), sendo a relação em sua maioria regida através de contratos de longo prazo que possuem cláusulas de *take-or-pay* (ou seja, que preveem o pagamento de parte da tarifa caso não sejam performados). Em jul/22, a MRS assinou a renovação antecipada por mais 30 anos de sua concessão, assumindo o compromisso de R\$ 11 bilhões em investimentos até o fim do contrato (2056) – embora parte desse montante deva ser revertida em outorga com o novo termo aditivo do contrato ainda pendente de assinatura. Os investimentos vêm sendo financiados majoritariamente pela geração de caixa operacional, complementada por emissões de dívidas. Mesmo diante de um ciclo de investimentos mais intenso, especialmente entre 2024 e 2026, o endividamento da MRS segue baixo, com relação Dívida líquida/Ebitda ajs. de 1,4x, ante *covenants* de 4,5x presentes em suas emissões.

Pontos fortes

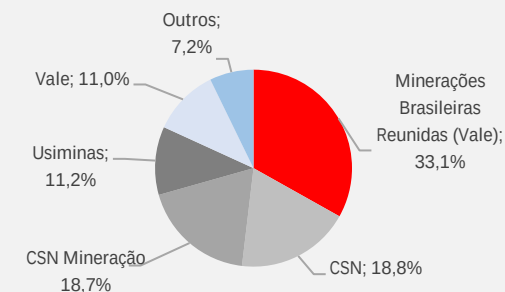
(i) Relacionamento de longo prazo com os principais clientes, que são seus acionistas controladores; (ii) estrutura de baixo custo em relação ao modal rodoviário; (iii) elevado prazo remanescente da concessão (30 anos); e (iv) liquidez confortável.

Pontos de atenção

(i) Concentração da operação em uma única malha; (ii) cronograma considerável de investimentos; e (iii) sensibilidade das receitas à situação econômica.

Informações da empresa

Rating	brAAA – S&P / AAA(bra) – Fitch
Formato jurídico	S/A de capital aberto
Listagem	Balcão Organizado Trad. da B3
Tickers	MRSA3, MRSA5 e MRSA6
Market cap	R\$ 13,8 bilhões

Composição acionária

Fontes: Santander, S&P Global Ratings, Fitch Ratings e MRS Logística.

23 de dezembro de 2025

Francisco Lobo

Analista de Crédito

Santander Credit Research

francisco.lobo@santander.com.br

Clique [aqui](#) e confira os últimos relatórios publicados

A MRS detém apenas uma concessão: a Malha Sudoeste, que atende aos estados de São Paulo, Minas Gerais e Rio de Janeiro e dá acesso aos Portos de Santos (SP), Rio de Janeiro (RJ) e Itaguaí (RJ). A concessão foi arrematada pela MRS em 1996, com vigência original do contrato até 2026. Em jul/22, a companhia assinou a renovação antecipada por mais 30 anos, assumindo o compromisso de R\$ 11 bilhões em investimentos até o fim da concessão (2056), sendo R\$ 6 bilhões em infraestrutura e R\$ 5 bilhões para material rodante. Como 80% do montante para infraestrutura é destinado à solução de conflitos urbanos e interesses públicos, os investimentos adicionais não deverão resultar em aumento significativo de capacidade.

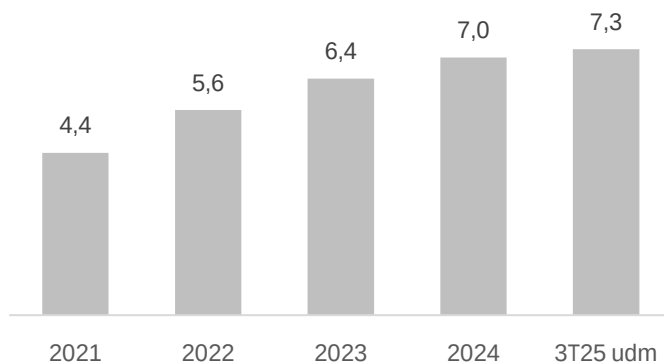
Em dez/25, a Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT) autorizou a celebração de um novo termo aditivo, ainda pendente de assinatura, que prevê o pagamento de uma outorga adicional de R\$ 2,8 bilhões em parcelas anuais ao longo de 10 anos – compensada pela redução dos investimentos em infraestrutura originalmente previstos.

Os principais clientes da MRS são seus próprios acionistas que, através de um acordo, estruturaram um modelo tarifário conjunto que estabelece tarifas de frete para cada cliente cativo com base em volumes de carga pré-estabelecidos (*take-or-pay*) e uma meta de retorno sobre capital, além de prever repasses de custos. Esse modelo tem sustentado as margens operacionais em patamares favoráveis, mesmo com a volatilidade cambial, dos preços de combustíveis e do minério de ferro. Adicionalmente, a empresa apresentou crescimento do volume transportado, em linha com o aumento da produção de seus clientes.

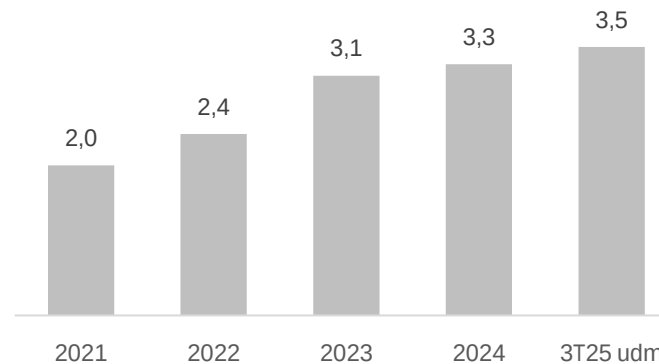
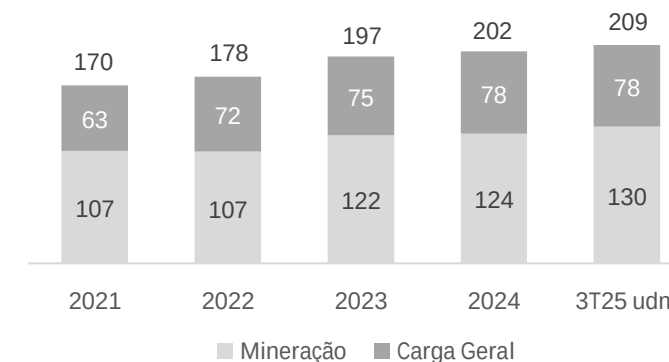
Os investimentos vêm sendo financiados majoritariamente pela geração de caixa operacional, complementada por emissões de dívidas. Mesmo diante de um ciclo de investimentos mais intenso, especialmente entre 2024 e 2026, o endividamento da MRS segue baixo, com relação Dívida líquida/Ebitda ajs. de 1,4x, nível significativamente inferior aos *covenants* de 4,5x previstos em suas emissões.

R\$ bilhões	2022	2023	2024	3T25 udm
DRE				
Receita líquida	5,6	6,4	7,0	7,3
Ebitda ajustado	2,4	3,1	3,3	3,5
Margem Ebitda ajustada	42%	48%	47%	48%
Lucro líquido	0,9	1,2	1,4	1,5
Balanço patrimonial				
Dívida bruta	4,5	7,0	8,5	9,9
Disponibilidades	1,0	3,7	4,2	4,9
Dívida líquida	3,5	3,3	4,3	5,0
Fluxo de caixa				
Operacional ¹	1,3	3,1	2,2	2,6
Investimentos ²	-1,8	-1,9	-2,6	-3,1
Financiamento ³	-0,5	1,3	1,1	2,7
Variação de caixa e aplicações financeiras	-1,0	2,7	0,5	2,5
Indicadores operacionais				
Volume faturado (milhões de TUs ⁴)	178,2	197,3	202,2	208,6
Tarifa média (R\$/t)	31,4	32,7	34,7	35,5
Indicadores financeiros				
Dívida CP/Dívida total	16%	14%	7%	10%
Caixa/Dívida CP	1,4x	3,7x	7,6x	4,8x
Dívida líquida/PL	63%	52%	58%	58%
Dívida líquida/Ebitda ajs.	1,5x	1,1x	1,3x	1,4x
Covenant	3,0x	3,0x	3,0x	4,5x

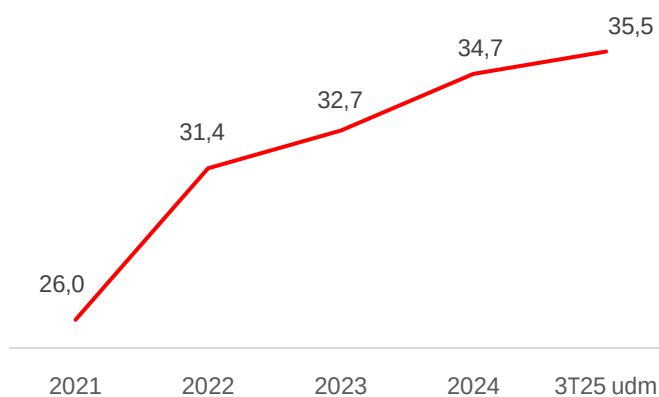
Receita líquida (R\$ bilhões)



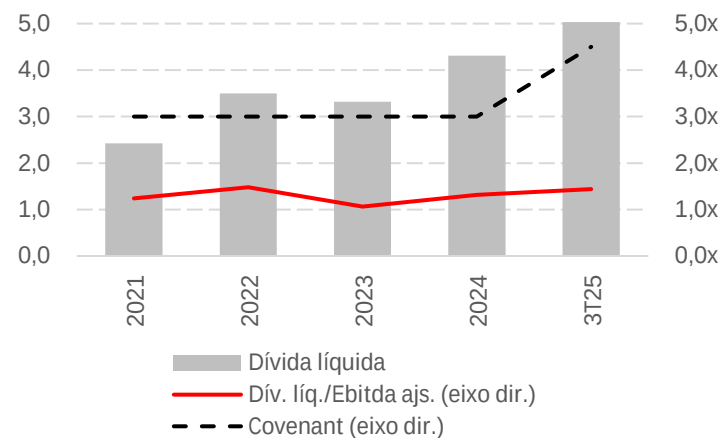
Ebitdaajs. (R\$ bilhões)

Volume transportado
(milhões de TUs²)

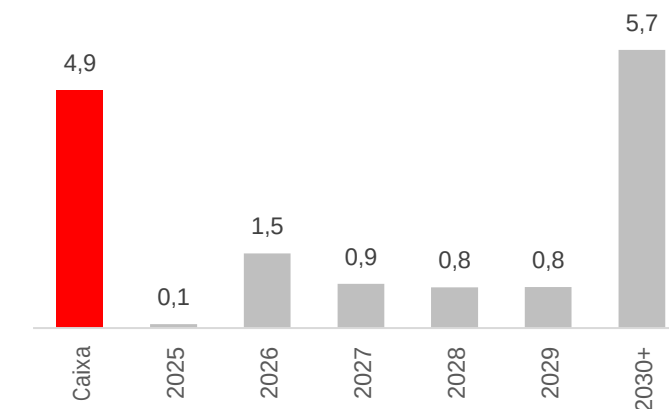
Tarifa média (R\$/t)



Endividamento (R\$ bilhões)



Vencimento da dívida (R\$ bilhões)



Caixa/Dívida curto prazo: relação entre o caixa e as amortizações de dívidas dos próximos 12 meses. Ou seja, mede a capacidade de pagamento da empresa.

Capex (*Capital expenditure*): somatória de todos os custos relacionados à aquisição de ativos, equipamentos e instalações que visam a melhoria de um produto, serviço ou da empresa em si. São contabilizados investimentos que irão gerar algum valor futuro à companhia.

Covenants: são cláusulas restritivas presentes em contratos de dívida, como limites ao endividamento e ao pagamento de dividendos, que buscam proteger os interesses dos credores.

Dívida CP/Dívida total: relação entre as dívidas de curto prazo e o endividamento total da empresa. O indicador mostra qual percentual da dívida vencerá em até um ano.

Dívida líquida: corresponde à dívida bruta menos o caixa e equivalentes de caixa da companhia.

Dívida líquida/Ebitda: relação que mostra o grau de endividamento da empresa. O número indica em quantos anos a companhia quitaria sua dívida, na hipótese da utilização de todo o Ebitda para o seu pagamento. Quanto menor, melhor.

Ebitda: é a sigla em inglês para *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, que traduzido significa Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (Lajida). É utilizado como *proxy* para o potencial de geração de caixa da empresa.

Follow-on: processo no qual uma empresa que já tem capital aberto volta ao mercado para ofertar mais ações. O *follow-on* pode ser primário (oferta de novas ações) ou secundário (venda de ações existentes).

Fluxo de caixa de financiamentos: geração de caixa proveniente das atividades de financiamento de uma empresa, como emissão de ações, pagamento de dividendos e amortização de dívidas. Indica o quanto é levantado por meio de dívidas e capital próprio.

Fluxo de caixa de investimentos: geração de caixa proveniente das atividades de investimento de uma empresa, como a compra e venda de ativos, recebimento de dividendos de investidas e movimentação de aplicações financeiras. Indica o montante investido no crescimento e manutenção dos negócios.

Fluxo de caixa operacional: geração de caixa proveniente das atividades operacionais regulares de uma empresa, como vendas, custo de produção e pagamento de fornecedores. Indica a capacidade de gerar caixa a partir de suas atividades primárias.

Guidance: é a informação anunciada pela empresa como indicativo ou estimativa de desempenho futuro. O *guidance* pode ser sobre receita, despesas, lucro, entre outros.

Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICSD): representa a capacidade de pagamento da dívida da empresa. Comumente utilizado em *project finance*, avalia a capacidade do projeto de gerar fluxo de caixa suficiente para cobrir o pagamento dos juros e principal da dívida. Quanto maior, melhor.

Margem Ebitda: mede a capacidade de conversão da receita líquida da empresa em Ebitda.

Market cap: valor de mercado de uma companhia. É calculado multiplicando o número de ações em circulação pelo preço atual de cada ação.

Comunicado importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários). Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas. Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos. As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem. Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem a opinião e análises pessoais dos analistas do Santander, que foram produzidas de forma independente na data de sua emissão, e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando suas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório. Os analistas do Santander estão sujeitos às regras previstas no Código de Conduta da APIMEC, bem como à Política de Conduta para atividade de Research estabelecida para o Grupo Santander. O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20"). O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório. O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

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

Eu, Francisco Lobo, analista de valores mobiliários credenciado nos termos da Resolução CVM Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritor e responsável por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaro que as recomendações refletem única e exclusivamente minha opinião pessoal, e foi elaborada de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculado, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaro o que segue:

- (i)

O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii)

As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii)

O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;
- (iv)

Sua remuneração não é, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pelo Santander.

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

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

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander. Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso. As informações apresentadas podem não ser adequadas para todos os perfis de *suitability*. Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro. Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.