



Top Picks Títulos Incentivados de Crédito Privado

5 de maio de 2025

Credit Research – BTG Pactual

Thomas Tenyi, CFA
thomas.tenyi@btgpactual.com

Renan Tiburcio, CFA
renan.tiburcio@btgpactual.com

Fernando Soares
fernando-B.Souares@btgpactual.com

Credit Research Products – BTG Pactual

Frederico Khouri
frederico.khouri@btgpactual.com

Luís Fernando Gonçalves
luis.goncalves@btgpactual.com

Fernando Revers
fernando.revers@btgpactual.com



Índice

1. Ativos recomendados e teses de investimento

Resumos dos *top picks* para o mês

Mudanças vs. mês anterior

Teses de investimento (IPCA+)

Teses de investimento (IPCA+) – Continuação

Teses de investimento (CDI+/PRE)

2. Análise Macro

Curvas de juros

Prêmios de crédito indicativos

3. Resumo dos títulos recomendados

CRA Armac (IPCA+)

CRI Cogna (IPCA+)

CRA Raízen (IPCA+)

DEB Hélio Valgas (IPCA+)

DEB Enauta – Brava Energia (IPCA+)

DEB Intervias (IPCA+)

CRI Rede D'Or (IPCA+)

DEB Iguá Rio de Janeiro (IPCA+)

CRA Rede SIM (PRE)

4. Metodologia e anexos

Metodologia de seleção de ativos

Glossário

Disclaimer

Ativos recomendados e teses de investimento



Sugestões de alocação

Resumo dos *top picks* para o mês

Código	Emissor	Sector	Rating Local	Duration (anos)	Data de Vencimento	Indexador	NTN-B ref.
CRA022007KH	Armac	Logística	AA-	3,1	15-Jun-29	IPCA+	B28
22E1321749	Cogna	Educação	AA+	3,2	15-Jul-29	IPCA+	B28
CRA022008NB	Raízen	Açúcar e Etanol	AAA	5,1	16-Ago-32	IPCA+	B30
HVSP11	Hélio Valgas	Energia - Geração Solar	AAA	5,1	15-Jun-38	IPCA+	B32
ENAT24	Enauta (Brava Energia)	Óleo e Gás	AA-	5,8	15-Jun-34	IPCA+	B32
IVIAA0	Intervias	Concessão Rodoviária	AA-	6,4	15-Ago-38	IPCA+	B33
21D0862572	Rede D'Or	Saúde	AAA	7,5	15-Dez-38	IPCA+	B35
IRJS14 / IRJS15	Iguá Rio de Janeiro	Saneamento	AA+ / AAA ¹	7,6 / 8,1	15-Mai-43/15-Fev-44	IPCA+	B35 / B40
CRA02500MC	Rede SIM	Óleo e Gás	N/A	3,1	18-Fev-30	PRE	-

Observação: A S&P atribuiu o rating AAA para a nova emissão de debêntures IRJS15 e colocou a emissão atual (IRJS14) em observação positiva (rating brAA+) com perspectiva de elevação após a liquidação dos novos financiamentos.

Mudanças em relação ao mês anterior

Tipo	Emissor	Código	Motivo da mudança	Recomendação para quem já possui o ativo
Inclusão	Armac	CRA022007KH	Prêmio de crédito atrativo considerando: (i) alavancagem mais elevada, mas abaixo de outros grande <i>players</i> do setor (ex. Vamos); (ii) posição de caixa confortável e (iii) posição de liderança no setor	Manter
Inclusão	Rede D'Or	21D0862572	Prêmio de crédito atrativo considerando: (i) o maior operador hospitalar do país; (ii) redução da alavancagem; e (iii) posição de caixa robusta	Manter
Inclusão	Hélio Valgas	HVSP11	Prêmio de crédito atrativo considerando: (i) acionista de grande porte, (ii) principal projeto no portfólio da Comerc e agora 100% operacional; (iii) fiança da Comerc e (iv) mudança do rating para AAA após aquisição de 100% da Comerc pela Vibra	Manter
Exclusão	JHSF	24J2539865	Elevada demanda pelo ativo reduziu o estoque dos CRIs	Manter
Exclusão	Equatorial Goiás	CGOS28	Elevada demanda pelo ativo reduziu o estoque das debêntures	Manter

Nota(s): A retirada de um ativo do *top picks* não necessariamente significa que haja necessidade de venda do mesmo no mercado secundário. A substituição no material leva principalmente o ponto de entrada em consideração. O acompanhamento dos títulos retirados do *top picks* pode ser realizado nos demais materiais produzidos pelo time de Credit Research. Fonte(s): BTG Pactual

Teses de investimento

Títulos atrelados ao IPCA

Emissor	Sector	Pontos positivos	Pontos de atenção	Tipo da estratégia
Armac	Locação de Máquinas e Equipamentos	✓ Liderança no mercado de locação de máquinas e equipamentos de linha amarela ✓ Posição de caixa confortável frente cronograma de amortização atual da companhia ✓ Ganhos de escala com expansão da frota de veículos ✓ Modelo de negócio verticalmente integrado ✓ Portfólio de clientes bastante variado e diversificação geográfica ✓ Prêmio de crédito atrativo vs. outros pares de mesmo <i>rating</i> no mercado secundário.	- x <i>Business</i> com intensivo uso de capital - x Estratégia de expansão acelerada	Sofisticada
Cogna	Educação	✓ Empresa líder no setor de educação em base de alunos ✓ Diversificação das linhas de negócio em diferentes segmentos de ensino ✓ Estratégia de otimização de custos entre cursos presenciais e EAD ✓ Alavancagem moderada ✓ Diversificação geográfica	- x Setor sujeito à oscilações de ciclos econômicos - x Riscos regulatórios - x Geração de caixa limitada	Moderada
Raízen	Açúcar e Etanol	✓ Uma das líderes em distribuição de combustíveis no Brasil ✓ Sólido <i>track record</i> no setor de açúcar e etanol – sendo o maior produtor global ✓ Portfólio de ativos robusto e bem diversificado ✓ Acionista de grande porte (Cosan) ✓ Liquidez confortável para pagamento dos passivos de curto prazo	- x Setor sujeito à oscilações de ciclos de açúcar e etanol - x Alta da alavancagem (possíveis vendas de ativos e menor nível de CAPEX podem ajudar na redução do índice)	Conservadora
Hélio Valgas	Energia – Geração Solar	✓ Setor defensivo e com boa previsibilidade de geração de caixa ✓ <i>Track record</i> do controlador no setor elétrico (Comerc) e relevância do projeto ✓ Projeto 100% operacional ✓ Perfil financeiro robusto do acionista da Comerc (Vibra) e interesse estratégico no projeto (principal projeto da Comerc) ✓ Fiança da Comerc até o vencimento	- x Capacidade de geração dependente de condições climáticas - x Concentração de quase toda a comercialização em um único comprador (LIASA)	Moderada

Teses de investimento

Títulos atrelados ao IPCA

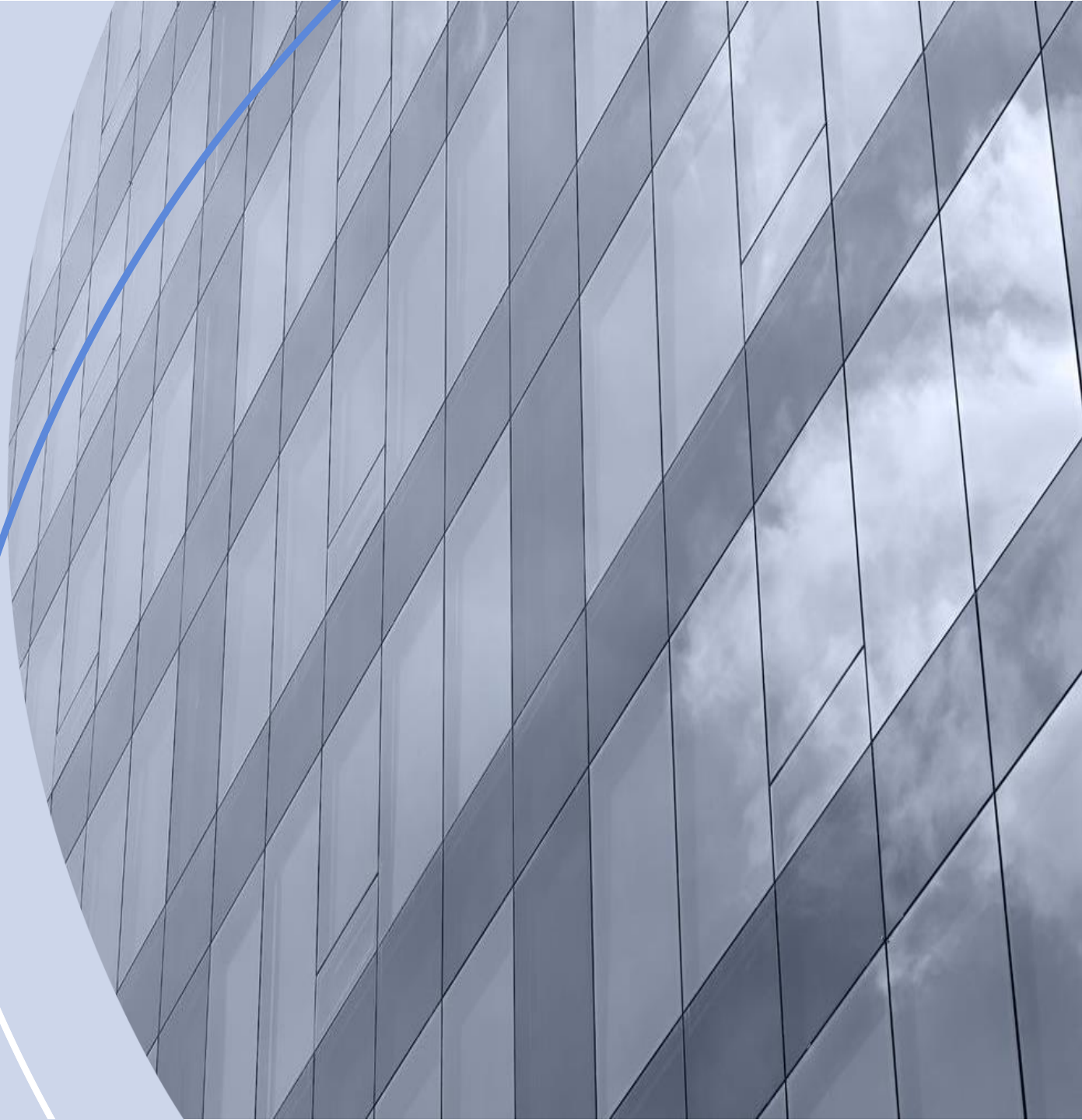
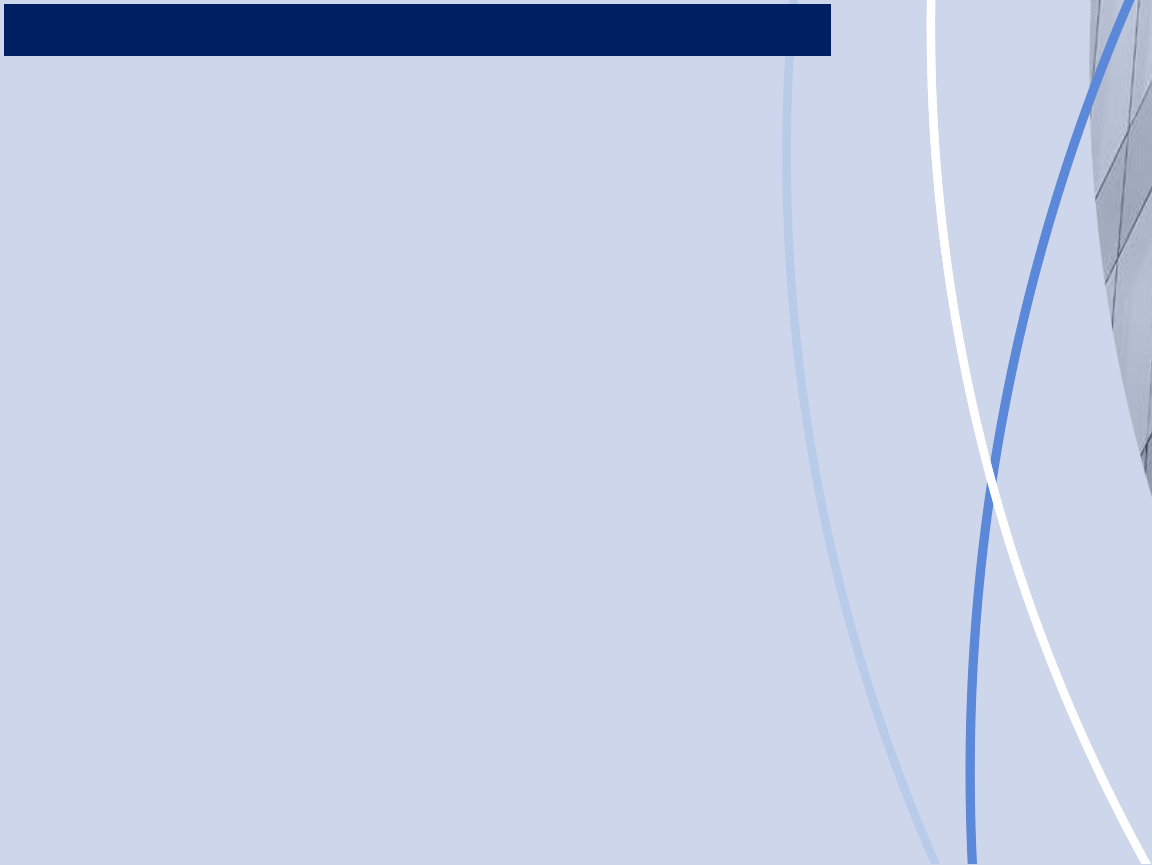
Emissor	Setor	Pontos positivos	Pontos de atenção	Tipo da estratégia
Brava Energia (Enauta)	Óleo e Gás	✓ Fortes sinergias financeiras e operacionais da fusão da 3R e Enauta ✓ Elevação do rating corporativo da Brava Energia para AA- ✓ Aumento de produção em Atlanta com a implementação do novo FPSO (sistema definitivo) e retomada da produção em Papa-Terra ✓ Time de gestão experiente e integração bem sucedida de campos adquiridos ✓ Sólida base de reservas 1P (provadas) e 2P (prováveis)	✗ Exposição à volatilidade dos preços de petróleo ✗ Risco de execução inerente ao aumento de produção ✗ Risco Regulatório (ANP)	Sofisticada
Rede D'Or	Saúde	✓ Posição de liderança no setor de operadores hospitalares no país ✓ Sólida posição de caixa e liquidez frente cronograma de amortização da companhia ✓ Modelo de negócio verticalizado, o que favorece margens operacionais mais elevadas e maior geração de caixa ✓ Forte integração entre seus segmentos de negócio ✓ Estrutura de grande porte que permite altos ganhos de escala e maior competitividade ✓ Prêmio de crédito atrativo vs. outros pares <i>high grade</i> (AAA) no mercado secundário	✗ Risco de aumento das glosas no setor ✗ Plano de investimento acelerado	Conservadora
Intervias	Concessão Rodoviária	✓ Rodovia madura com longo histórico operacional e baixa necessidade de <i>capex</i> para obras (basicamente manutenção) ✓ Perfil da dívida alongado ✓ Acionistas de grande porte financeiro ✓ Prazo da concessão renovado por onze anos adicionais até dez/2039 ✓ Tarifas ajustadas pela inflação, garantindo geração de caixa previsível	✗ Inflação nos materiais utilizados nas obras ✗ Setor sujeito à oscilações de ciclos econômicos ✗ Risco regulatório	Moderada
Iguá Rio de Janeiro	Saneamento	✓ Concessão com perfil maduro em região <i>premium</i> do Rio de Janeiro ✓ Baixos investimentos em <i>capex</i> e com baixo risco de execução ✓ Forte e previsível geração de caixa ✓ Acionistas relevantes comprometidos com o crescimento da companhia ✓ Prêmio de crédito atrativo vs. outros pares <i>high grade</i> no mercado secundário e com potencial de fechamento na medida que a concessão ficar ainda mais madura ✓ <i>Funding gap</i> solucionado ✓ A S&P atribuiu o rating AAA para a nova emissão de debêntures, reiterando a alta qualidade de seu crédito.	✗ Alavancagem elevada no curto e médio prazo ✗ Risco regulatório	Moderada

Teses de investimento

Títulos atrelados ao CDI/PRE

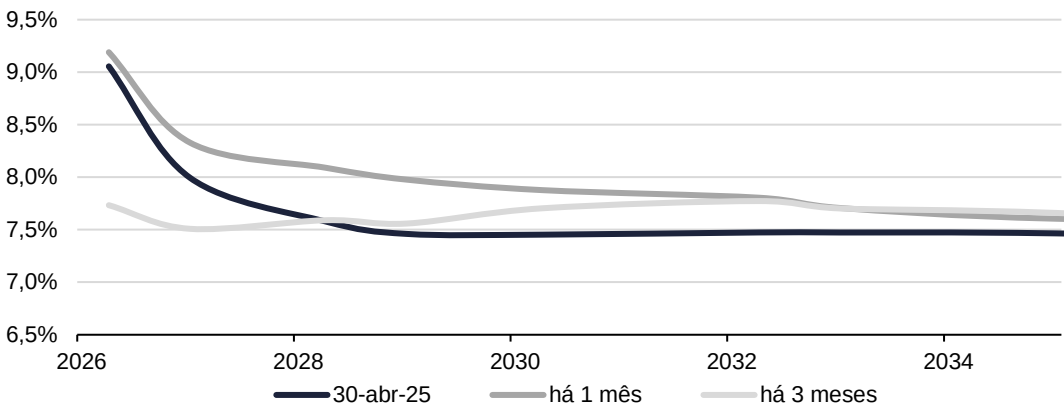
Emissor	Setor	Pontos positivos	Pontos de atenção	Tipo da estratégia
Rede SIM	Óleo e Gás	✓ Negócio de distribuição de combustíveis intrinsecamente defensivo com geração de caixa estável e previsível ✓ Alavancagem relativamente baixa com tendência de queda ✓ Diversificação das linhas de receita, incluindo distribuição de combustível, embandeiramento de postos, e negócios correlatos ✓ Market share relevante no Rio Grande do Sul, com uma marca reconhecida no Sul do país. ✓ JV com Inpasa contribuiu para desalavancar balanço e possibilitou a aquisição da TotalEnergies para expansão de sua atuação geográfica	- x Estratégia de expansão acelerada - x Riscos regulatórios - x Exposição à ruídos políticos	Sofisticada

Análise Macro

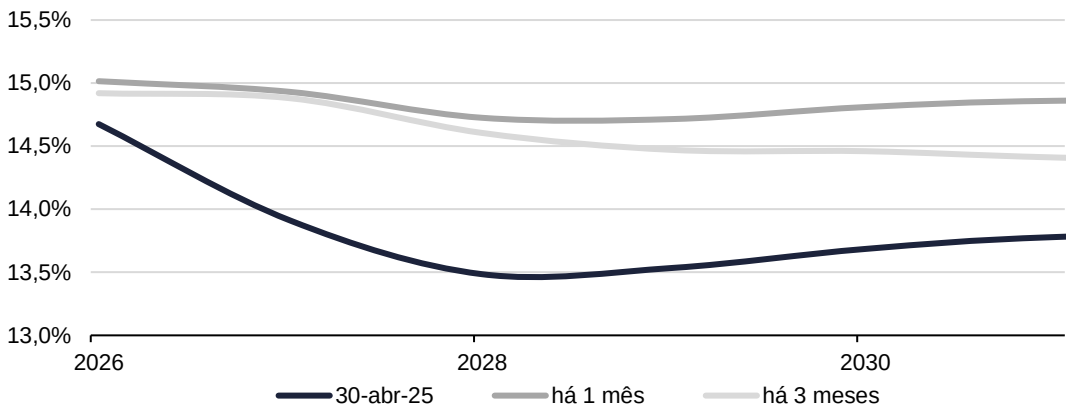


Curvas de juros

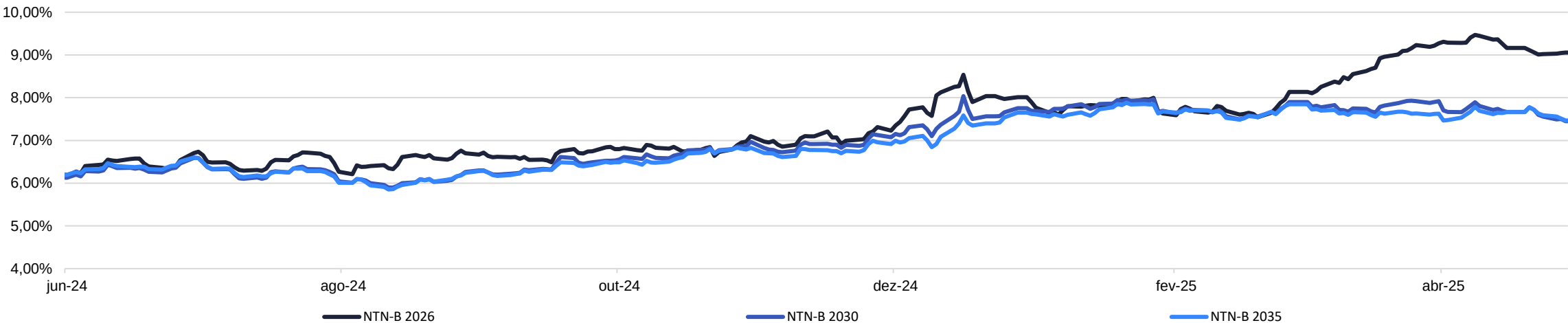
Curva de Tesouro IPCA+ (NTN-B)



Curva de DI Futuro (títulos pré-fixados)



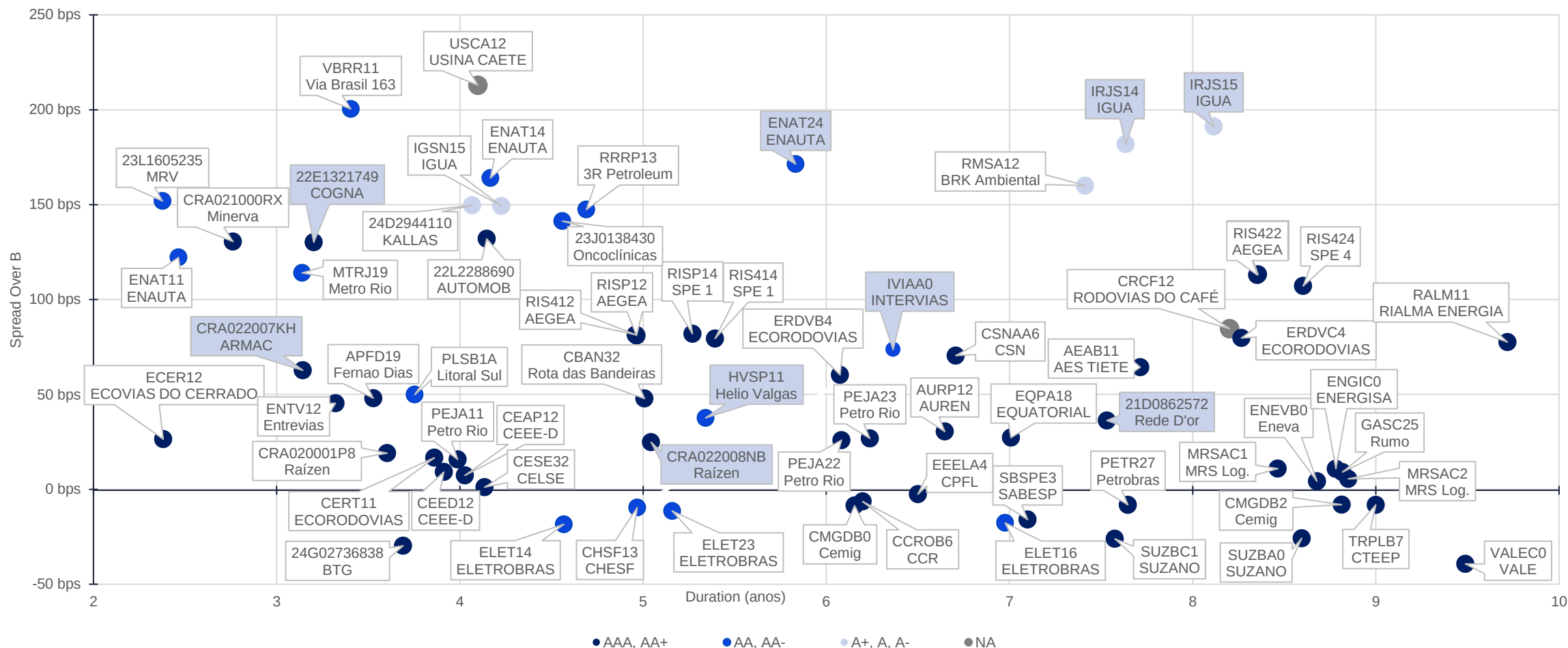
Taxas dos Títulos Públicos Tesouro IPCA+



Fonte(s): Anbima e Economatica.

Prêmios de crédito indicativos

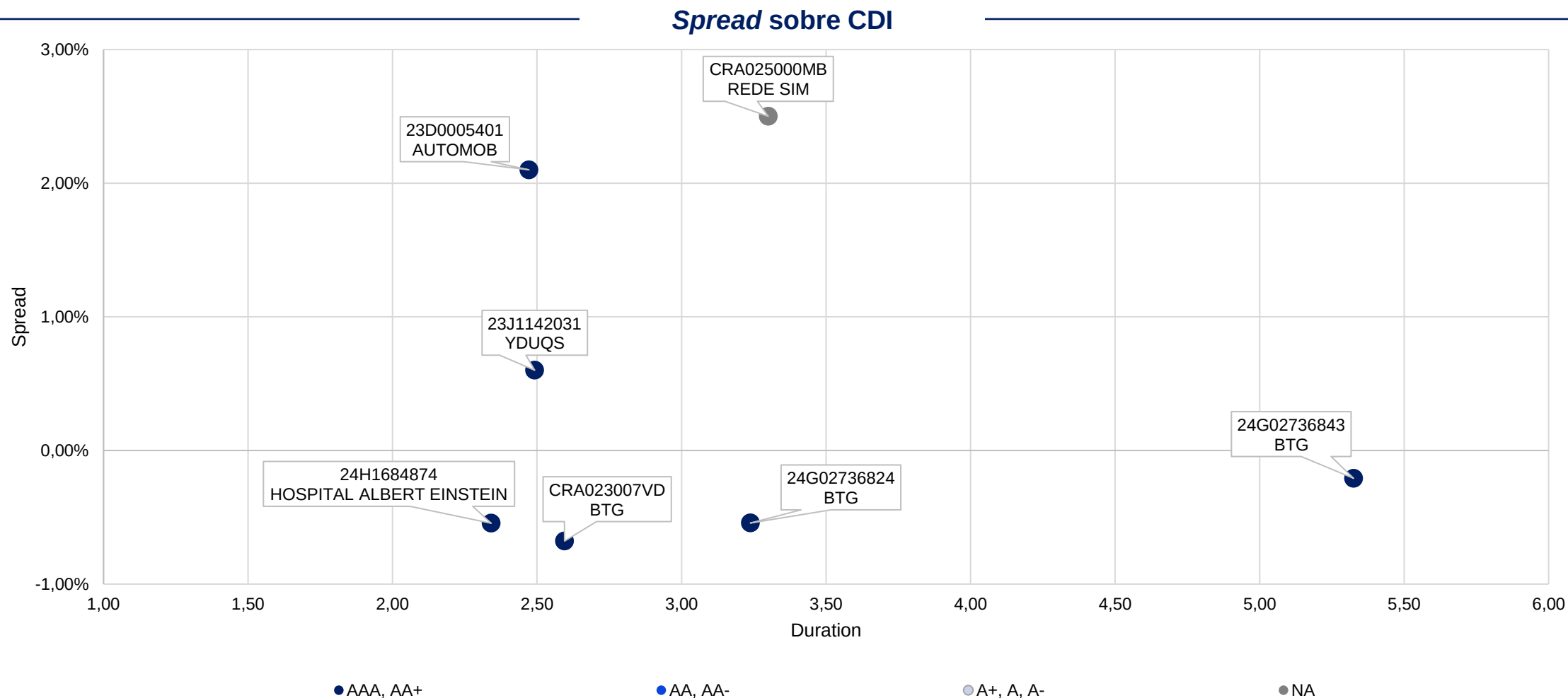
Spread sobre a NTN-B



Fonte(s): Anbima, Corretoras Agências de *rating* e Economática.

Nota(s): Os títulos acima são meramente ilustrativos – e não recomendações específicas. As taxas indicativas não consistem em taxas efetivas de negociação, mas, sim, em uma referência divulgada pela Anbima.

Prêmios de crédito indicativos

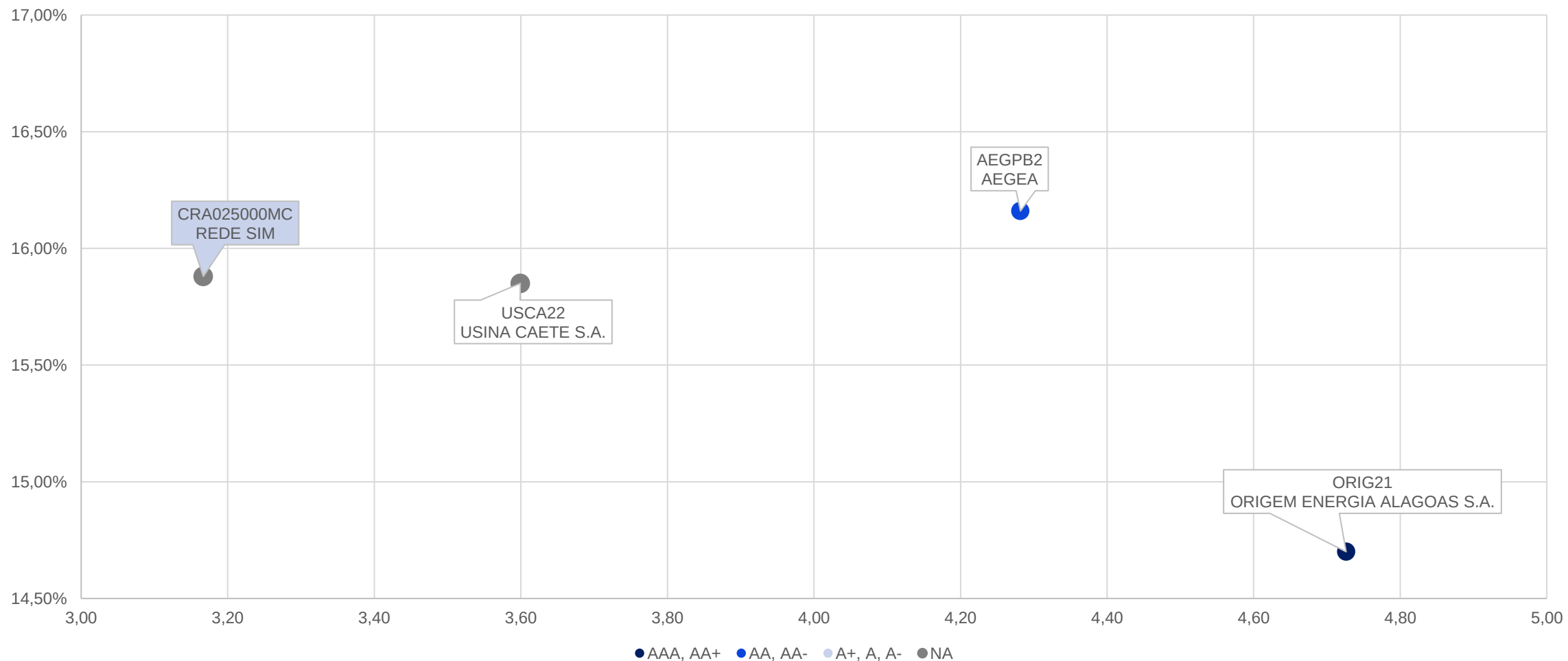


Fonte(s): Anbima, Corretoras Agências de *rating* e Economatica.

Nota(s): Os títulos acima são meramente ilustrativos – e não recomendações específicas. As taxas indicativas não consistem em taxas efetivas de negociação, mas, sim, em uma referência divulgada pela Anbima.

Prêmios de crédito indicativos

Taxa Nominal



Fonte(s): Anbima, Corretoras Agências de *rating* e Economática.

Nota(s): Os títulos acima são meramente ilustrativos – e não recomendações específicas. As taxas indicativas não consistem em taxas efetivas de negociação, mas, sim, em uma referência divulgada pela Anbima.

Resumo dos títulos recomendados



A Armac foi fundada em 1994 pela família Aragão, sendo hoje uma das líderes do mercado de locação de máquinas e equipamentos de linha amarela no Brasil, com aproximadamente 5,8% de participação de mercado. Seu modelo de negócios oferece equipamentos como serviço, com contratos que incluem manutenção 24/7 e flexibilidade para os clientes devolverem ou substituírem os equipamentos conforme necessário. A empresa atua em duas frentes principais: atividades perenes, representando em torno de 77% da receita total, com contratos de longo prazo em diversos setores como mineração, fertilizantes e agroindústria; e infraestrutura, onde vigora o modelo de *asset sharing*, atendendo demandas pontuais por períodos mais curtos, como em projetos de saneamento, infraestrutura e construção. A empresa possui como acionistas o fundo Oportunity, detentor de 8,0% das ações, o fundo Speed FIM (Gávea), com 22,5%, e a família Aragão, a principal acionista, possuindo uma participação de 50,3% da empresa.

Características do ativo

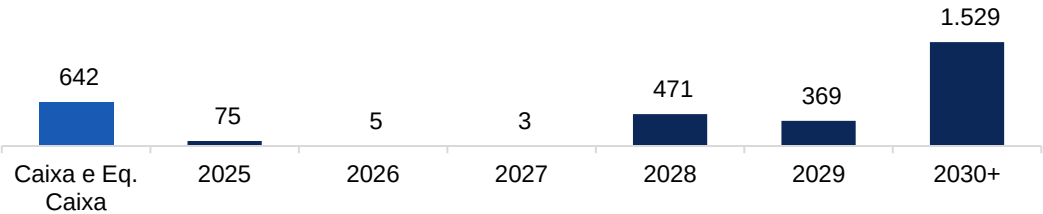
Rating	AA- (Fitch)	Amortização	Anual (a partir de jun-28)
Volume Emitido	R\$ 398.270.000,00	Juros	Semestral (junho e dezembro)
Venc. (Duration)	15-jun-29 (3,1 anos)	Covenant	DL/EBITDA Ajust. ≤ 3,50x

Garantia. Não há

Dados financeiros – Armac (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	2024
Receita Líquida	111	390	952	1.361	1.766
EBITDA	56	197	457	641	727
Margem EBITDA %	50,5%	50,5%	48,0%	47,1%	41,1%
CAPEX	(227)	(1.137)	(1.258)	(576)	(706)
Dívida Líquida	204	206	1.126	1.321	1.749
Dívida Líquida /EBITDA	3,6x	1,0x	2,5x	2,1x	2,4x
Caixa / Dívida CP	1,3x	10,2x	16,6x	2,8x	7,8x

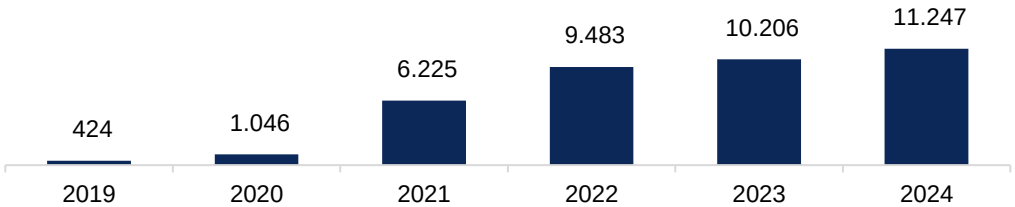
Perfil da dívida da Armac – dez-24 (R\$ milhões)



Principais destaques

- A empresa se destaca pela capacidade de adquirir máquinas e peças diretamente dos fabricantes com grandes descontos, graças ao sólido relacionamento com os principais *players* de máquinas do mundo, à independência das montadoras e à sua escala de compra.
- O modelo de negócios da empresa é verticalmente integrado, de forma que a logística das máquinas é conduzida por uma frota própria de caminhões, enquanto a manutenção é realizada por oficinas e mecânicas internas.
- A companhia possui uma frota versátil, o que permite: (i) atender clientes de diferentes setores e regiões; (ii) diversificar distintos riscos, como sazonalidade e aspectos regulatórios; (iii) manter uma alta taxa de ocupação de frotas por conseguir atender a diferentes setores e clientes. A companhia procura não alugar bens específicos para um único cliente ou setor, buscando maximizar o valor dos contratos curtos via *asset sharing*.
- A Armac busca expandir sua diversificação geográfica priorizando regiões com alta atividade agrícola, de mineração e de logística de commodities, como PA, TO, MA, MT, MS e GO.

Evolução da frota



Eventos Recentes

- Em 2024, a companhia reportou crescimento de receita líquida, que totalizou R\$ 1,8 bilhão (+30% a/a), com um EBITDA de R\$ 726,5 milhões (+13% a/a), impulsionado por uma expansão da frota de locação, que atingiu 11.247 equipamentos (+10% a/a). Com o aumento da frota, a dívida líquida totalizou R\$ 1,7 bilhão (+32% a/a) e a alavancagem fechou em 2,4x (vs. 2,1x em 2023). Considerando fornecedores convênio, a dívida líquida totalizou R\$ 2,1 bilhões (+28% a/a) e a alavancagem atingiu 2,9x (+0,3x a/a).
- A produtividade (receita sobre imobilizado) fechou o ano de 2024 em 61% (+4,4 p.p. a/a) e a taxa de utilização de máquinas encerrou em 77% (+1,0 p.p. a/a).
- A geração de caixa operacional totalizou R\$ 449 milhões (-8,0% a/a), com uma conversão de EBITDA em caixa de 64,5% (-16,2 p.p. a/a). A redução na geração de caixa foi decorrente, de um maior consumo de caixa no "Contas a receber" (R\$ 228 milhões), fruto do aumento nas vendas de Operações Contínuas, as quais possuem prazos de recebimentos mais alongados.

A Cogna Educação possui mais de 55 anos de existência, sendo o principal player no segmento de ensino básico e superior do país, promovendo cursos presenciais e à distância (EAD) de graduação e pós-graduação. As três principais empresas do grupo são a Kroton, Vasta e Saber. Em 2024, o grupo atendia a mais de 1 milhão de estudantes no ensino superior, na modalidade presencial (13%), Kroton Med (4%), digital (83%), 112 unidades próprias de ensino superior e mais de 3 mil polos credenciados de ensino digital. No segmento de educação básica, o grupo terminou o quarto trimestre de 2024 com 2,2 milhões de alunos atendidos por aproximadamente 5,4mil escolas associadas, que utiliza seus serviços de educação core e complementar. Os principais acionistas individuais do grupo são as gestoras Alaska (18%) e BlackRock (10%), enquanto o restante está pulverizado no mercado acionário.

Características do ativo

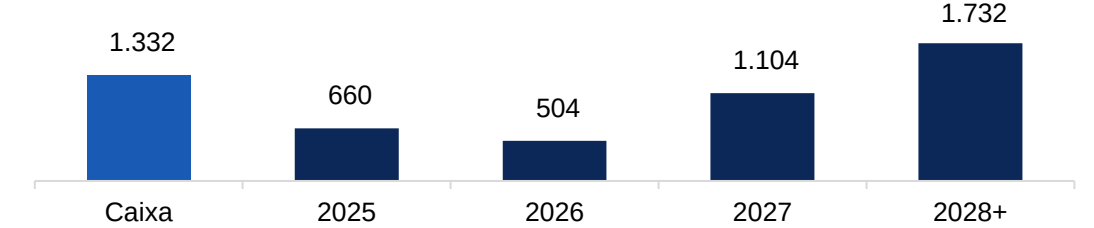
Rating	AA+ (Fitch)	Amortização	Anual (a partir de jul-28)
Volume Emitido	R\$ 331.000.000,00	Juros	Semestral (janeiro e julho)
Venc. (Duration)	16-jul-29 (3,1 anos)	Covenant	DL/EBITDA Ajust. ≤ 3,00x

Garantia. Não há

Dados financeiros – Cogna (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	2024
Receita Líquida	5.899	5.282	5.092	5.895	6.422
EBITDA recorrente	903	1.435	1.590	1.794	2.174
Margem EBITDA %	15,3%	27,2%	31,2%	30,4%	33,9%
CAPEX	(311)	(236)	(274)	(348)	(387)
Dívida Líquida	2.919	3.097	3.333	3.278	2.880
Dívida Líquida /EBITDA Covenant	3,2x	2,2x	2,1x	1,8x	1,3x
Caixa / Dívida CP	2,2x	1,9x	1,0x	1,2x	2,0x

Perfil da dívida da Cogna – dez-24 (R\$ milhões)

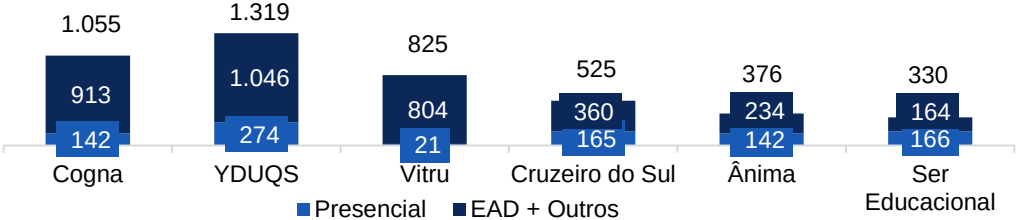


Fonte(s): Companhia(s).

Principais destaques

- A Cogna é a maior empresa de educação privada do Brasil. A companhia possui diversificação de suas modalidades de ensino, atendendo tanto alunos de educação básica quanto graduação e pós-graduação.
- A Vasta possui um perfil mais defensivo sob uma ótica de crédito, uma vez que esse nicho possui uma maior previsibilidade de receitas e contratos de médio/longo prazo (3 a 5 anos).
- A empresa compartilha custos entre os formatos presencial e EAD, permitindo que, mesmo nos cursos presenciais, mais de 30% das aulas sejam oferecidas remotamente. Essa abordagem reduz o custo por aluno e auxilia a empresa em sua estratégia *asset light*.
- No 2S24, a base de alunos total cresceu atingindo 1,05 milhão de alunos (+10,5% vs. 2S23), marcando o 14º trimestre consecutivo de expansão da base de alunos.
- No segmento Kroton Med, a companhia atingiu 72,6% de margem Bruta (+2,1 p.p. a/a), através de (i) aumento da participação da Receita proveniente de cursos EAD; e (ii) ganho de eficiência na formação de turmas com um maior número de alunos no presencial.

Principais players por base de alunos (mil alunos) – 4T24



Eventos Recentes

- No 4T24, o EBITDA recorrente da companhia atingiu R\$ 812 milhões (+47% a/a), com margem de 38% (+8,7 p.p. a/a). A companhia apresentou lucro líquido ajustado de R\$ 985 milhões, revertendo o prejuízo de R\$ 374 milhões no 4T23, com margem líquida ajustada de 46% (+65 p.p.). Em 2024, a geração de caixa operacional após Capex atingiu R\$ 1,04 bilhão, avanço de 17% a/a, reforçando a melhora consistente da performance financeira. A geração de caixa após Capex e serviço da dívida quase dobrou no ano (+98%), somando R\$ 395 milhões.
- No 4T24, a alavancagem caiu para 1,3x, frente a 1,6x no 3T24. Redução impulsionada tanto pelo aumento do EBITDA ajustado (de R\$ 1,8 bilhão para R\$ 2,2 bilhões) quanto pela queda da dívida líquida (de R\$ 3,3 bilhões para R\$ 2,9 bilhões). O avanço significativo é explicado por iniciativas de eficiência e pela boa performance da Saber, impulsionada pela redução no CPV e nas despesas operacionais.

A Raízen S.A. é fruto de uma *joint venture* (JV) entre a brasileira Cosan e a holandesa Royal Dutch Shell. O modelo de negócios da companhia é calcado na verticalização e ganhos de escala ao longo de toda a cadeia da cana de açúcar e derivados. Além da produção e venda de derivados da cana de açúcar (ex. açúcar cristal, etanol hidratado e etanol anidro), a empresa é um dos principais *players* no mercado de distribuição de combustíveis da América Latina. A empresa é listada na B3 (RAIZ4) com *market cap* de R\$18,1 bilhões. Em termos de moagem, sua capacidade nominal instalada totaliza 105 milhões de toneladas por ano-safra, distribuídas entre 35 Parques de Bioenergia, com 30 usinas produtoras em operação localizadas nos estados de GO, MS, SP e MG. A companhia gerencia a maior operação agrícola do mundo (1,3 milhão de hectares) sendo a maior produtora e exportadora de açúcar do mundo atingindo em 2024 uma produção de açúcar equivalente de 10,7 milhões de toneladas.

Características do ativo

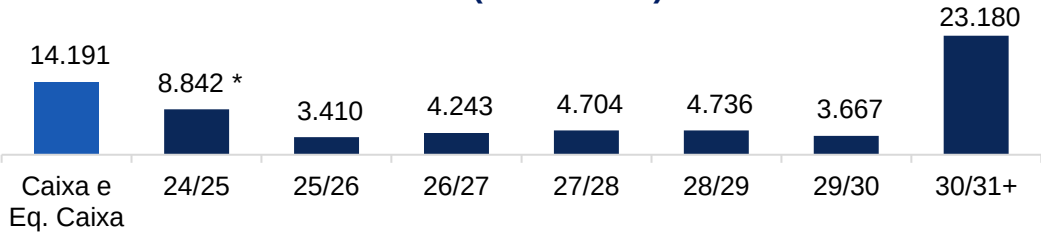
Rating	AAA (S&P), AAA(Moody's)	Amortização	Anual (a partir de ago-31)
Volume Emitido	R\$ 1.060.000.000	Juros	Anual (agosto)
Venc. (Duration)	16-ago-2032 (5,1 anos)	Covenant	Não há.

Garantia. Não há

Dados financeiros – Raízen (R\$ milhões)

	2021	2022	2023	2024	3T25 UDM
Receita Líquida	114.602	196.292	245.832	220.454	251.227
EBITDA Ajustado	6.594	10.704	15.286	14.608	12.786
Margem EBITDA %	5,7%	5,8%	5,5%	6,6%	5,1%
CAPEX	(4.001)	(7.707)	(11.316)	(12.665)	(12.523)
Dívida Líquida	14.171	13.827	20.361	19.154	38.590
Dív. Líq. /EBITDA Ajustado	2,1x	1,3x	1,3x	1,3x	3,0x
Caixa / Dívida CP	4,6x	5,4x	1,9x	2,7x	1,2x
Estoques	5.617	9.932	10.230	11.680	17.433
(Div. Líq. -Estq.) /EBITDA Ajust.	1,3x	0,4x	0,7x	0,5x	1,7x

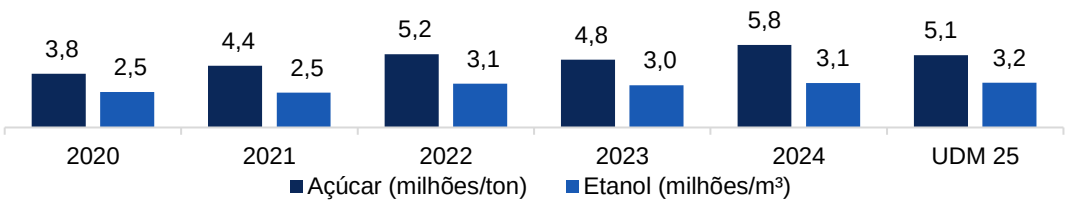
Perfil da dívida Raízen – dez-24 (R\$ milhões)



Principais destaques

- A Raízen vendeu na safra 24/25 5,9 milhões de toneladas açúcar próprio (+27% vs. 12M24) e 3,4 milhões de m³ de etanol próprio (+20% vs. 12M24). No 12M25 a produção de açúcar atingiu 5,1 milhões de toneladas (-12% vs. 12M24) e de etanol 3,2 milhões de m³ (+2% vs. 12M24). A produção de E2G totalizou 60,5 mil m³ no 12M25 (+30 mil m³ vs.12M24).
- O negócio de distribuição de combustíveis opera através da marca Shell no Brasil (7.013 postos), Argentina e Paraguai (1.219 postos). De acordo com dados da Agência Nacional de Petróleo (ANP), a Raízen estava entre as três maiores companhias em termos de vendas nacionais de combustível em 2023 (diesel – 19%, etanol – 18% e gasolina – 16%). A companhia também tem presença no setor de lojas de conveniência com 1.860 lojas Shell e Oxxo no Brasil e 477 na Argentina e Paraguai.
- O management da companhia informou que pretende adotar uma postura mais conservadora na alocação de capital e desinvestimentos de ativos não estratégicos, visando uma estrutura de capital mais flexível. Os investimentos nos últimos anos em ativos de E2G e plantas de biogás devem começar a gerar mais caixa, o que também ajudará no processo de desalavancagem.

Produção de Açúcar e Etanol



Eventos Recentes

- No 9M da safra 24/25 a companhia reportou um EBITDA ajustado de R\$ 9,9 bi (-17% vs. safra 23/24) impactado pela perda na moagem (-6,9% vs. safra23/24) devido ao clima e queimadas de agosto do ano passado. No 3T25 a alavancagem da companhia atingiu 3,0x (vs. 1,9x safra 23/24) e a dívida líquida atingiu R\$ 38,6 bi (+23% vs. safra23/24). O maior endividamento é explicado pelo maior consumo de capital de giro (elevação do estoque, redução de risco sacado e adiantamento a clientes) e conclusão de investimentos em expansão.
- A companhia divulgou sua prévia operacional do 4T25, o ano safra encerrou com moagem de 78,3 milhões de tonelada de cana (-7% a/a). A produtividade caiu para 79 TCH (vs. 87 em 2024) impactada pelo déficit hídrico e queimadas ao longo de 2024. A produção de E2G totalizou 58,8 milhões de litros no ano (vs. 36 milhões em 2024).

Fonte(s): Companhia(s). Nota(s): Caixa líquido dos passivos de provisões técnicas. (*) Dívida de curto prazo mais elevada inclui instrumentos de capital de giro (sazonalidade), de modo que será reduzida pela própria venda de estoques.

O complexo solar Hélio Valgas (HV), localizado em Várzea de Palma (MG), tem uma capacidade instalada de 662MW e entrou em operação em agosto de 2023, sob um contrato de fornecimento de energia de longo prazo (PPA de 20 anos). O projeto está foi desenvolvido pela Mercury Renew, uma subsidiária da Comerc, uma das maiores *tradings* de energia do país, especializada em geração distribuída e geração centralizada a partir de fontes renováveis (eólica e solar). A empresa tem um portfólio de projetos de energia com cerca de 2GW de capacidade instalada (em operação e em desenvolvimento). Por sua vez, a Comerc conta com uma estrutura acionária robusta, com presença de um controlador relevante (Vibra Energia). A Vibra Energia possui 99% da composição acionária da Comerc, sendo a maior distribuidora de combustíveis do país (antiga BR Distribuidora).

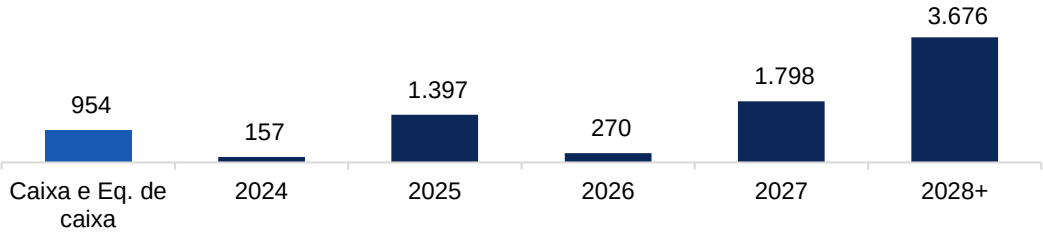
Características do ativo

Rating	AAA (Moody's)	Amortização	Semestral (a partir de jun-24)
Volume Emitido	R\$ 1.287.240.000,00	Juros	Semestral (a partir de jun-24)
Duration	15-jun-38 (5,1 anos)	Covenant	DL/EBITDA Comerc 5,25x (mar a dez-25) e 4,75x (mar-26 em diante), ICSD ≥ 1,20x (redução de capital) e ≥ 1,1x (distribuição de dividendos), e registro CVM (cat. B) até dez-23

Dados financeiros – Comerc (R\$ milhões)

	2021	2022	2023	2024
Receita Líquida	3.810	4.052	4.511	4.414
EBITDA Ajustado	39	247	543	872
Margem EBITDA %	1,0%	6,1%	12,0%	19,8%
CAPEX	(123)	(3.525)	(2.400)	(472)
Dívida Líquida	1.053	2.604	5.237	5.866
Dívida Líquida /EBITDA	27,0x	10,5x	9,6x	6,7x
Caixa / Dívida CP	4,9x	8,6x	0,3x	1,5x

Perfil da dívida da Comerc – dez-24 (R\$ milhões)



Fonte(s): Companhia(s)

Principais destaques

- Quase toda energia gerada pela HV será comercializada via PPA (~90%) e o restante via mercado livre.
- A Usina solar já está operacional, tendo entrado em operação em ago/23, atendendo ao cronograma das obras físicas, e do plano financeiro estipulado, além do cumprimento das exigências regulatórias e ambientais.

Detalhes do contrato

Localização	Várzea da Palma (MG)
Capacidade Instalada / Nominal	661 MWp / 500 MWn
Investimentos Estimados	R\$ 2 bilhões
P50/P90 1º Ano (FC)	161 MWm (32%) / 150 MWm (30%)
Compradora	Ligas de Alumínio S.A. LIASA
Energia contratada (%P90 1º Ano)	129 MWm (87%)
Modalidade	Autoprodução por Equiparação
Tarifa / Data Base / Indexador	US\$ 35,90/MWh / Jan-21 / CPI
Prazo do Contrato	20 anos

Eventos Recentes

- O complexo começou a operar em ago-23, com uma capacidade de geração de 662 megawatts-pico (MWp). Poucos meses após a entrada em operação, em dez-23 a Comerc confirmou a possibilidade de colocar à venda o complexo solar Hélio Valgas, alegando que está avaliando eventuais oportunidades de reciclarem de capital. Até o momento, a Comerc não informou ou formalizou qualquer andamento do negócio.
- A Moody's atribuiu rating AAA à Hélio Valgas após a Vibra concluir a aquisição da Comerc, passando a deter seu controle total. Com a fusão, o perfil de crédito da Comerc passa a refletir maior integração ao grupo e maior propensão a receber suporte de uma controladora com forte qualidade de crédito.

A Brava Energia é uma das maiores produtoras independentes de O&G na América Latina, com foco na aquisição e operação de ativos petrolíferos maduros e sua revitalização, via investimentos de baixo risco e rápido retorno, resultando em aumento da produção e forte geração de caixa. A companhia detém 7 clusters produtivos (Potiguar, Recôncavo, Peroá, Papa Terra, Atlanta, Parque das Conchas e Manati), com reservas 1P de +500 milhões boe. Com a retomada de Papa Terra e entrada em operação do FPSO Atlanta, a produção já atingiu patamar próximo aos 80 mil boe/dia, com potencial para superar 100 mil. Em julho de 2024, a 3R Petroleum e a Enauta anunciaram a conclusão da fusão de suas operações, na qual a 3R incorporou todas as ações da Maha Energy e da Enauta.

Características do ativo

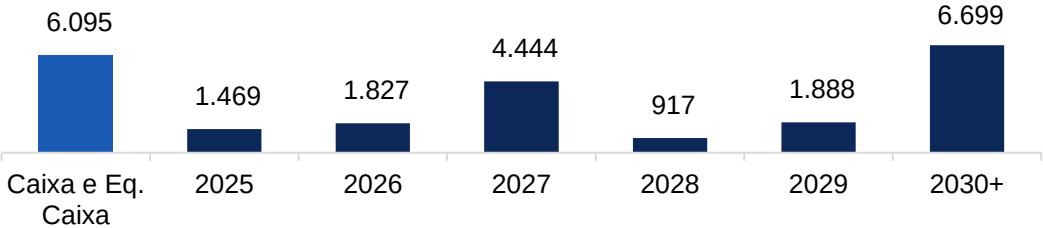
Rating	AA- (Fitch)	Amortização	Anual (a partir de jun-32)
Volume Emitido	R\$ 200.000.000,00	Juros	Semestral (junho e dezembro)
Venc. (Duration)	15-jun-2034 (5,8 anos)	Covenant	DL / EBITDA Ajustado ≤ 3,0x e ALCR ≥ 1,5x
Garantia: Não há			

Dados Financeiros – Enauta / Brava Energia (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	2024 Brava Energia ²
Receita Líquida	945	1.805	2.175	1.389	10.096
EBITDAX ¹	769	2.960	1.437	823	3.507
Margem EBITDA %	81,4%	164,0%	66,1%	59,3%	34,7%
CAPEX	(72)	194	(2.161)	(1.340)	(5.155)
Dívida Líquida	(1.477)	(2.885)	(1.034)	627	9.640
Dívida Líquida / EBITDA	n/a	n/a	n/a	0,8x	2,8x
Caixa / Dívida CP	30,5x	22,6x	21,6x	9,2x	2,5x

Nota(s): 1: EBITDAX exclui custos exploratórios. 2: Na última coluna, consideramos os resultados 3T24 UDM e proforma pela consolidação da 3R e a Enauta, enquanto as demais colunas o resultado isolado de Enauta.

Perfil da dívida da Brava Energia – dez-24 (R\$ milhões)

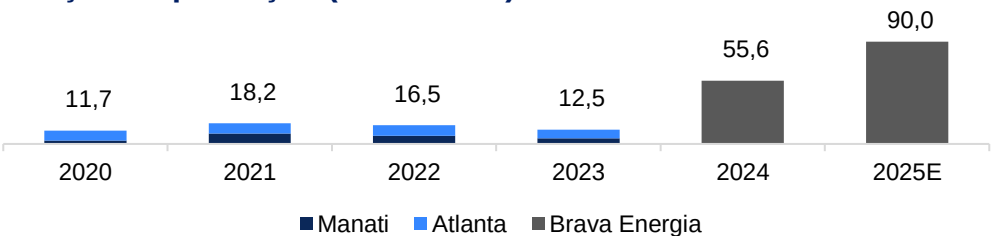


Fonte(s): Companhia(s)

Principais destaques

- Com a fusão, a composição do capital social da Brava Energia é de 53% acionistas da 3R Petroleum e 47% dos acionistas da Enauta.
- A Brava Energia tem potencial para atingir uma produção de aproximadamente 100 mil barris por dia, com volume de reservas provadas (1P) elevado, superior a 500 milhões de barris equivalente. Além disso, conta com um portfólio diversificado, apresentando um maior número de campos/poços e um equilíbrio na distribuição da produção: 87% de petróleo e 13% de gás natural; 49% em terra e 51% no mar.
- Em 2025, o Sistema Definitivo no campo de Atlanta já entrou em produção e continua apresentando produção crescente. O objetivo é aumentar a produção do campo dos 15-10 mil/boed para 45-50 mil/boed.
- As companhias apresentam alta liquidez conjunta, com potencial de aumento devido à monetização da dívida da Yinson, que adiciona cerca de R\$ 2 bilhões.

Evolução da produção (mil boe/dia)



Eventos Recentes

- A companhia anunciou a conexão dos poços 4H e 5H com a FPSO Atlanta que passará a produzir através de quatro poços (4H, 5H, 6H e 7H). Os poços 2H e 3H tem previsão de conclusão de conexão em junho de 2025.
- Após paralisações em Papa-Terra e atrasos no licenciamento do FPSO Atlanta, a produção atingiu 39 kboe/d no 4T24, mas saltou para 71,1 kboe/d no 1T25, próximo aos 72 kboe/d do 1T24, impulsionado pela retomada produtiva dos campos e ganhos de eficiência.
- A Brava anunciou que a estratégia de desinvestimento de alguns ativos ficará concentrada nos ativos terrestres e em águas rasas da Bahia, incluindo os campos Rio Ventura e Recôncavo. O cluster produziu, em média, 9 mil boed em 2024. A companhia já espera receber propostas por estes ativos em abril de 2025.

A Concessionária de Rodovias do Interior Paulista S.A. (Intervias) é responsável pela operação de 380,3 km que abrangem 19 municípios da região centro-norte do Estado de São Paulo, incluindo Itapira, Mogi-Mirim, Limeira, Piracicaba, Araras, Rio Claro, Casa Branca, Porto Ferreira e São Carlos. A região abrange uma população de 1,7 milhões de habitantes, importantes universidades públicas e indiretamente interligando rotas para o Aeroporto de Viracopos e o Porto de Santos. A economia regional contempla commodities agrícolas (cana-de-açúcar, café, laranja, etanol), complexos industriais (empresas automotivas, usinas de cana-de-açúcar, Nestlé, Whirpool e Tigre) e setores de serviços e turismo. A companhia pertence ao Grupo Arteris (100%), uma das maiores operadoras de concessões rodoviárias do país, que por sua vez tem como acionistas a Brookfield e a Abertis. Mediante um reequilíbrio em jan/24, a Intervias teve seu prazo de concessão estendido em 11 anos adicionais até Dez/2039.

Características do ativo

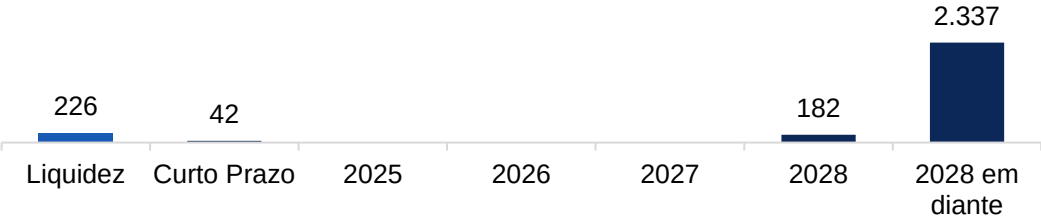
Rating	AAA (S&P)	Amortização	Semestral (a partir de mai-28)
Volume Emitido	R\$ 2.500.000.000,00	Juros	Semestral (maio e novembro)
Venc. (Duration)	15-mai-38 (6,4 anos)	Covenant	DL/EBITDA Ajust. ≤ 4,50x (2024 - 2027)

Garantia. Não há

Dados financeiros – Intervias (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	2024
Receita Líquida (ex construção)	417	471	547	626	1.586
EBITDA ajustado	348	377	441	496	1.478
Margem EBITDA %	83%	80%	81%	79%	93%
CAPEX	(61)	(66)	(69)	(87)	(207)
Dívida Líquida	1.072	1.057	1.230	1.062	2.319
Dívida Líquida / EBITDA Ajustado	3,1x	2,8x	2,8x	2,1x	1,6x
Caixa / Dívida CP	1,0x	2,1x	0,5x	0,2x	9,9x

Perfil da dívida da Intervias – dez-24 (R\$ milhões)

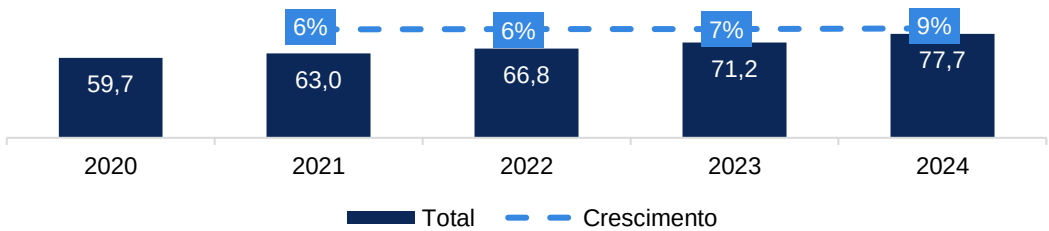


Fonte(s): Companhia(s)

Principais destaques

- Em jan/24 foi celebrado Termo Aditivo e Modificativo (TAM 01/24) prorrogando o prazo da concessão em 11 anos até dez/39, encerrando ações judiciais referentes ao TAM 2006, e equacionando desequilíbrios entre créditos e débitos das concessionárias Autovias, Centrovias e Vianorte (Intervias). O reequilíbrio não prevê outorga adicional nem reajuste tarifário extraordinário, enquanto que os investimentos adicionais previstos de R\$3bi contemplam primariamente manutenção.
- O crescimento de receita e EBITDA foi impulsionado pelo aumento do tráfego de veículos, com alta de 8,1% no ano até set/24, e pela elevação da tarifa média, que atingiu R\$10,04 no 3T24, alta de 4,3% a/a refletindo inflação do período. A Intervias mantém margem EBITDA próxima de 81%, refletindo seu alto grau de maturidade.

Performance do tráfego (milhões de veículos equivalentes – VEQ)



Eventos Recentes

- Em mai/24, a Intervias reperfilou integralmente seu endividamento com a emissão de R\$2,5bi da debênture incentivada IVIAA0, permitindo a subida de recursos para a holding Arteris e recalibrando sua estrutura de capital. Fluxos adicionais de recursos para a holding são limitados pelos covenants ICSD e de alavancagem da debênture.
- Em set/22, a companhia firmou com o Estado de SP o Acordo Preliminar, conforme TAM 03/2022, estabelecendo as bases para o TAM Definitivo, visando encerrar as disputas judiciais referentes à anulação dos TAMs de 2006 e resolver os passivos e ativos regulatórios das concessionárias Vianorte, Autovias e Centrovias (Intervias).
- O TAM Definitivo foi assinado em jan/24, prevendo a extensão do prazo da concessão em 11 anos até dez/39 e encerrando a maioria das disputas (novos reequilíbrios ainda são possíveis).

A Rede D'Or é maior rede privada de assistência médica integrada do país e líder no setor de operadores hospitalares. A companhia possui 46 anos de existência e está presente em 12 estados do país e no Distrito Federal. Em dez-24 o grupo detinha 78 hospitais (75 próprios) e somava 13,0 mil leitos totais, com uma taxa de ocupação média de 80%. A Rede D'or ainda conta uma das maiores redes integradas de tratamento oncológico do país, bem como uma das maiores redes diagnósticas do Brasil. Em 2023 a Rede D'Or consolidou a operação de M&A com a SulAmérica – uma das maiores seguradoras independentes do Brasil. O grupo possui capital aberto negociado na B3 (RDOR3) e seu principal acionista individual é a Família Mol (47%).

Características do ativo

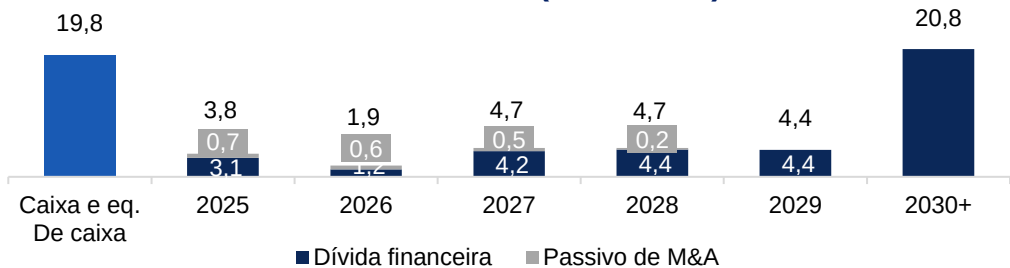
Rating	AAA (Fitch)	Amortização	Anual (a partir de mai-34)
Volume Emitido	R\$ 1.500.000.000	Juros	Semestral (maio e novembro)
Venc. (Duration)	15-mai-36 (7,5 anos)	Covenant	Não há covenant de índices financeiros
Garantia. Não há			

Dados financeiros – Rede D'Or (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	2024
Receita Líquida	14.027	20.381	22.987	46.946	51.325
EBITDA (pré-IFRS 16)	3.179	5.696	5.907	7.354	9.300
Margem EBITDA %	22,7%	27,9%	25,7%	15,7%	18,1%
CAPEX + M&A líquido	(3.480)	(5.231)	(2.790)	(2.729)	(2.954)
Dívida Líquida	6.235	13.272	15.411	17.677	18.560
Dívida Líquida /EBITDA	2,0x	2,3x	2,6x	2,4x	2,0x
Caixa / Dívida CP	21,8x	7,1x	5,0x	8,2x	5,2x

Fonte(s): Companhia(s). Nota(s): A Dívida Líquida considera os passivos de provisões técnicas, passivos de aquisições na dívida bruta e a reserva técnica como caixa.

Perfil da dívida Rede D'Or – dez-24 (R\$ bilhões)

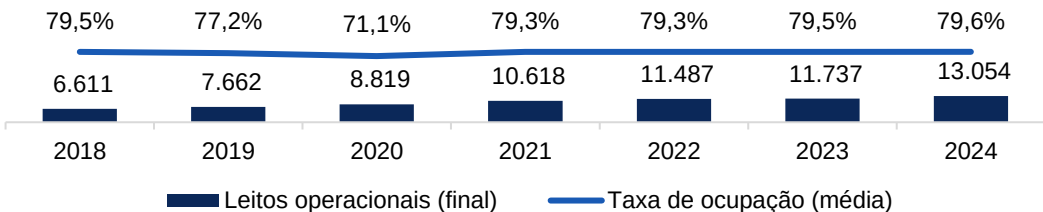


Fonte(s): Companhia(s). Nota(s): Caixa líquido dos passivos de provisões técnicas.

Principais destaques

- Empresa líder no segmento de operação hospitalar e posição de destaque nos segmentos de oncologia e medicina diagnóstica. O movimento de aquisição da SulAmérica permitiu que a Rede D'Or adentrasse no segmento de seguros de saúde e odontológico, bem como capturar as sinergias de ter um plano de saúde próprio integrado.
- Apesar da estratégia agressiva de expansão inorgânica nos últimos anos, a companhia costuma adotar uma estratégia de caixa mais robusto, o que historicamente sempre proporcionou um colchão de liquidez mais consistente e posição de caixa mais confortável para a empresa.
- O mercado brasileiro de operadores independentes de hospitais é promissor no longo prazo. A limitação de oferta de serviços hospitalares de qualidade, aliada ao crescimento estrutural da demanda (envelhecimento e aumento populacional), serve como principal variável de expansão para a companhia. Muitas empresas do setor não possuem escala para serem competitivas, criando bastante espaço para crescimento orgânico e via aquisições da Rede D'Or.

Evolução do número de leitos x Taxa de ocupação



Eventos Recentes

- Em mai-24, a Rede D'Or firmou uma *joint venture* com a Atlântica Hospitais (subsidiária da Bradesco Seguros) para criar a Atlântica D'Or, empresa voltada para investimento, construção e operação de hospitais. A parceria (50,01% Rede D'Or e 49,99% Atlântica) contempla inicialmente quatro unidades: Macaé D'Or (RJ), São Luiz Alphaville (SP) e São Luiz Guarulhos (SP) – já inaugurados e com capacidade de aproximadamente 620 leitos – e a integração do Hospital São Luiz Campinas, que demandará investimento de R\$ 493 milhões para até 325 leitos.
- Em abr-25 a Rede D'Or anunciou a venda de sua participação (41%) na investida GSH (empresa de banco de sangue e medicina nuclear), por cerca de R\$ 650 milhões. Aproximadamente 70% do valor será pago na data de fechamento e o restante em até dois anos. A GSH vai continuar operando em todos os hospitais do grupo mesmo após a venda.

A Iguá Rio de Janeiro (Iguá Rio) é uma subsidiária integral da Iguá Saneamento, uma das principais empresas privadas de saneamento do Brasil. A empresa é responsável exclusivamente pelos serviços de abastecimento de água e coleta de esgoto na concessão do Bloco 2 da Companhia Estadual de Águas e Esgotos do Rio de Janeiro (CEDAE). O Bloco 2 da CEDAE é responsável por atender 1,2 milhão de habitantes por um prazo de 35 anos (a partir de fev/22), compreendendo bairros de alto poder aquisitivo da cidade do Rio de Janeiro, como a Barra da Tijuca, Jacarepaguá e Recreio, responsáveis por 95% da receita, além dos municípios de Paty Alferes e Miguel Pereira.

Características do ativo

Rating	AA+ (S&P)/ AAA (S&P)	Amortização	Semestral (a partir de nov-25)/ Semestral (a partir de ago-26)
Volume Emitido	R\$ 2,0/ 2,7 bilhões	Juros	Semestral (a partir de nov-25)/ Semestral (a partir de fev-26)
Venc. (Duration)	15-mai-2043 (7,6 anos) / 15-fev-2044 (8,1 anos)	Covenant	ICSD ≥ 1,2x

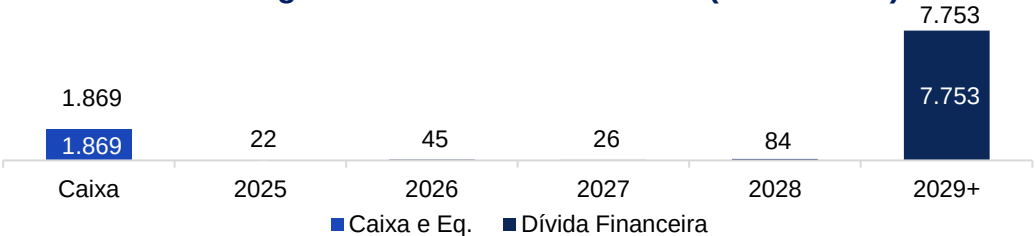
Garantia. Fiança; AF de 100% das ações da Emissora; CF de direitos creditórios e CF das CVs

Nota(s): A S&P atribuiu o rating AAA para a nova emissão de debêntures IRJS15 e colocou a emissão atual (IRJS14) em observação positiva (rating brAA+) com perspectiva de elevação após a liquidação dos novos financiamentos.

Modelagem Financeira – Iguá Rio de Janeiro (R\$ milhões)

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Receita Líquida (ex. construção)	1.116	1.226	1.467	1.685	1.876
EBITDA	493	575	854	1.052	1.217
Margem EBITDA %	44,2%	46,9%	58,2%	62,4%	64,9%
CAPEX	(243)	(407)	(280)	(252)	(134)
Dívida Líquida	7.154	8.068	8.629	8.957	8.919
ICSD	6,3x	3,42x	1,39x	1,36x	1,23x
Fluxo de Caixa Livre	(1.004)	59	291	343	381

Perfil da dívida da Iguá Rio de Janeiro – dez-24 (R\$ milhões)

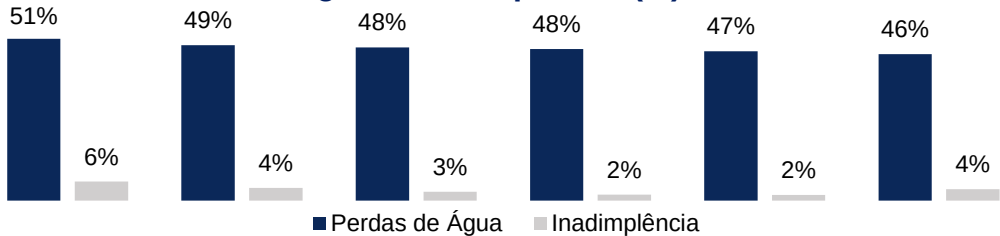


Fonte(s): Companhia(s).

Principais destaques

- A concessão possui perfil maduro, com altos índices de cobertura de água e esgoto (95% e 84% respectivamente), baixo patamar de inadimplência e exposição a um perfil de consumidor premium, composto principalmente por grandes condomínios, shopping centers e hotéis (6% da base de clientes representa mais de 65% da receita).
- Por ser uma concessão madura, o bloco possui uma baixa necessidade de investimento, previstos em cerca de R\$2,2 bilhões em 35 anos, compreendendo obras de baixa complexidade (principalmente aumento da cobertura).
- A Iguá Saneamento conta com forte suporte de acionistas de primeira linha, como a CPPI (Canada Pension Plan), AIMco (Alberta Investment Management Corp.), BNDESPar. Considerando a IG4 Capital enquanto era acionista da companhia, juntas as companhias já aportaram cerca de R\$3,4 bilhões na cia nos últimos 5 anos.
- A S&P atribuiu o rating AAA para a nova emissão de debêntures e colocou a emissão atual em observação positiva (rating brAA+), com perspectiva de elevação, após a liquidação dos novos financiamentos, elevando a concessão ao mais alto nível de rating e reforçando sua qualidade de crédito.

Índices de Perdas de Água e Inadimplência (%)



Eventos Recentes – Iguá Rio de Janeiro

- Em dez/24, a Iguá Rio de Janeiro reajustou a tarifa de fornecimento de água, coleta e tratamento de esgoto em 11,49% com base no IPCA acumulado.
- Em 2024, o volume faturado atingiu 158 milhões de m³ (+2,5% vs. 2023), a receita líquida ajustada totalizou R\$ 1.3 bilhão (+12,3% vs. 2023) e o EBITDA ajustado foi de R\$ 638 milhões (+21% vs. 2023), refletindo ganhos de eficiência operacional e o impacto do reajuste tarifário.
- Em fev/25, a Iguá Rio de Janeiro realizou o pagamento da última parcela da outorga fixa referente à concessão do Bloco 2 do leilão da CEDAE, no valor aproximado de R\$ 1,8 bilhão.
- Parte do pagamento ficou retido em conta vinculada na Câmara de Arbitragem e foi liberado após o Estado do Rio de Janeiro acordar que a câmara decida sobre o processo arbitral aberto pela companhia — pleito de reequilíbrio econômico-financeiro, decorrente do questionamento sobre os níveis de perdas apresentados no edital da concessão

O Grupo SIM é uma holding familiar com mais de 39 anos de atuação na distribuição e venda direta de combustíveis no Sul do Brasil criada pelos irmãos Itacir e Deunir Argenta, operando 192 postos próprios, 346 postos de terceiros (bandeira Charrua), 17 bases de distribuição e 12 TRRs. Em 2023, comercializou 2,9 bilhões de litros de combustíveis, com faturamento bruto de R\$ 13 bilhões, e em 2024 atingiu um market share de 7,14% na distribuição de gasolina na região Sul e 13,91% no RS. Suas receitas vêm da distribuição de combustíveis (64%), postos próprios (31%) e produtos não combustíveis (5%). Além do setor de combustíveis, os acionistas possuem uma holding imobiliária com cerca de 50 propriedades, a DNA (garantidora), e a vinícola Luiz Argenta, com 150 hectares em Flores da Cunha.

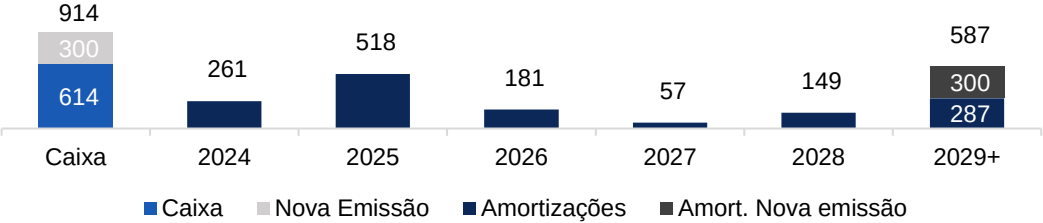
Características do ativo

Rating	Não há	Amortização	Mensal (a partir de mar-2029)
Volume Emitido	R\$ 244.208.000,00	Juros	Mensal
Venc. (Duration)	18-fev-30 (3,1 anos)	Covenant	DL / EBITDA ≤ 3,5x
Garantia: CF de recebíveis de cartão e boleto ao FIDC Argenta, limitada a 10% do saldo devedor da emissão ou a uma parcela de amortização; Aval solidário de DNA Participações, Argenta Participações, Sim Rede de Postos, Querodiesel e dos sócios Itacir Neco Argenta e Deunir Luís Argenta.			

Dados Financeiros – Rede Sim (R\$ milhões)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Receita Líquida	14.405	24.399	29.608	35.351	41.743	48.976
EBITDA Ajustado Pré-IFRS 16	416	726	924	1.127	1.332	1.564
Margem EBITDA %	2,9%	3,0%	3,1%	3,2%	3,2%	3,2%
CAPEX	(148)	(187)	(167)	(166)	(177)	(189)
Dívida Líquida	984	563	513	443	309	106
Dívida Líquida /EBITDA Ajustado	2,4x	0,8x	0,6x	0,4x	0,2x	0,1x
Caixa / Dívida CP	0,6x	4,8x	2,7x	1,5x	1,3x	n/a

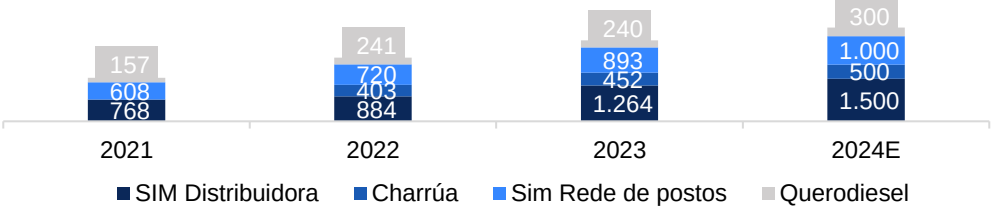
Perfil da dívida da Rede Sim – set-24 (R\$ milhões)



Principais destaques

- A empresa possui um longo *track record* no setor, com uma marca reconhecida no Sul do país, geradora de lucro e historicamente de baixa alavancagem. A natureza do business é defensiva, com fluxos de caixa previsíveis e pouco voláteis.
- A distribuição de combustíveis opera em um modelo de spread business, caracterizado por margens estáveis e uma estrutura *asset light*. Já os postos de combustíveis conseguem obter margens mais elevadas, devido ao tipo de serviço agregado que oferecem.
- A grande maioria dos postos conta com uma receita adicional de lojas de conveniência, negócio com margens mais elevadas vs. combustível. Em 2023, os negócios “não combustíveis” contribuíram com R\$336mn de faturamento (+26% vs. 2022).
- Alta pontual da alavancagem no 4T24 por conta do descasamento entre a aquisição da TotalEnergies e venda de 50% da SIM Distribuidora para a Inpasa.

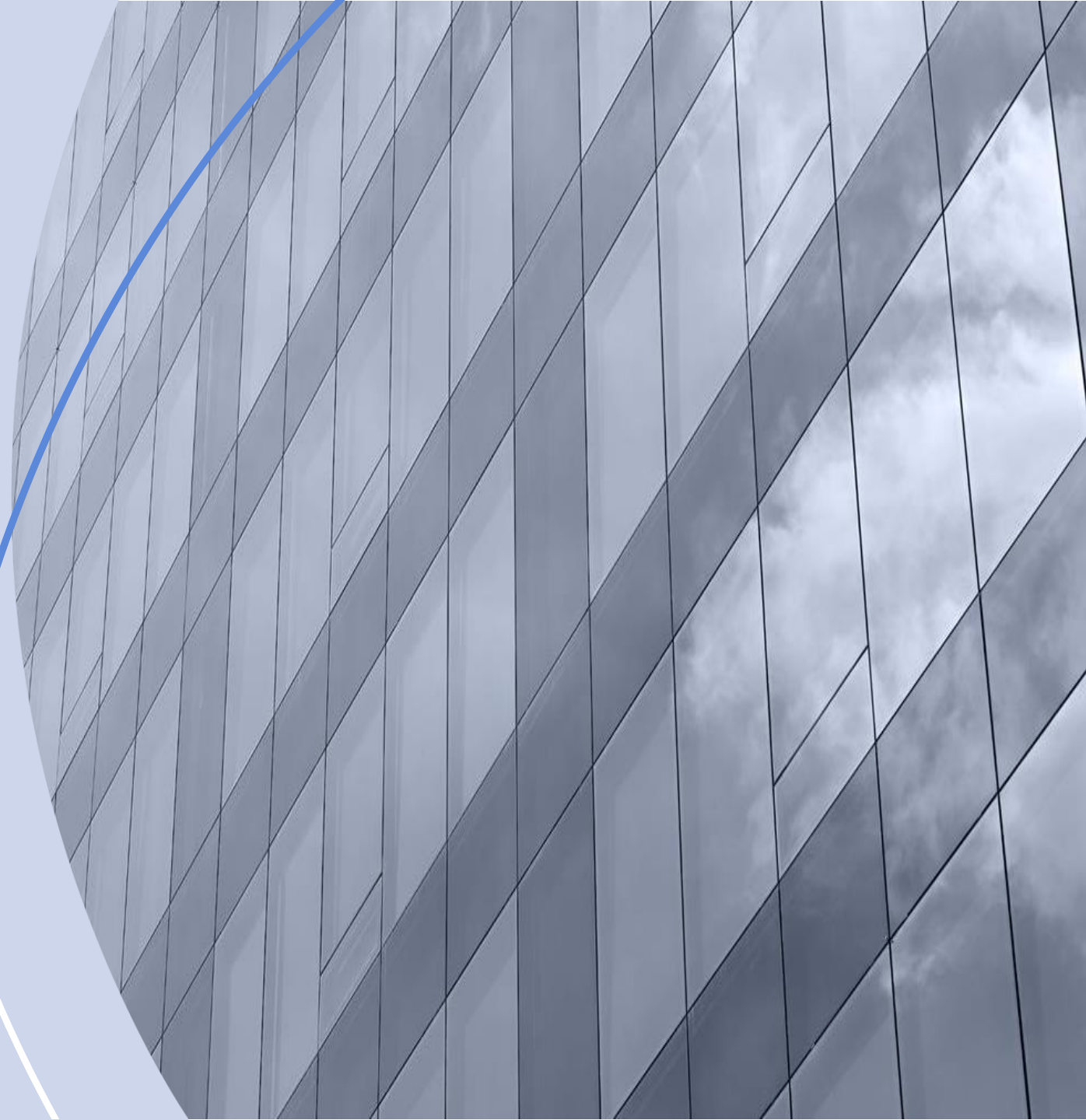
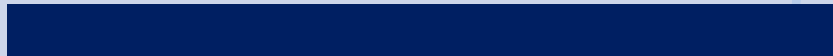
Volume de Combustível Vendido (milhões de litros)



Eventos Recentes

- Em out/24, o Grupo SIM adquiriu a distribuidora de combustíveis da Total Energies no Brasil, incluindo ~240 postos, 2 TRRs e 17 bases. A operação, estimada em R\$ 300 milhões, adiciona 1 bi de litros em vendas anuais e R\$ 7 bi em receita. Com a aquisição, a presença do grupo é expandida para 9 Estados + DF, marcando a entrada no Centro-Oeste e fortalecendo sua presença em MG, SP e RJ, além de substancialmente impulsionar a JV com a Petronas com a meta de embandeiramento de 1.000 postos em 10 anos.
- Em out/24, a Inpasa e a SIM Distribuidora anunciaram uma joint venture, onde a Inpasa adquiriu 50% da SIM Distribuidora por um valor estimado em ~2x o M&A da TotalEnergies. A Inpasa, uma das maiores produtoras de etanol de milho da América Latina, possui capacidade produtiva de 3,7 bilhões de litros anuais. A nova empresa se torna a terceira JV do setor, seguindo os modelos da Raízen (Shell + Cosan) e da Evolua (Vibra + Copersucar). Com a operação, a SIM Distribuidora deixará de ser consolidada no balanço da Argenta Participações.

Metodologia e anexos



Critérios de seleção dos ativos

O Top Picks – Títulos Incentivados de Crédito Privado considera debêntures incentivadas, certificados de recebíveis do agronegócio (CRA) e certificados de recebíveis imobiliários (CRI) que, na nossa visão, possuem pontos de entrada atrativos e boa relação risco-retorno-liquidez para investidores qualificados pessoa física. Na medida do possível, manteremos 5 ativos atrelados ao IPCA e 3 ativos atrelados ao CDI. Dada a ausência de títulos corporativos prefixados, entendemos que essa parcela da carteira possa ser preenchida com títulos públicos e/ou bancários.

Embora muitos dos emissores no *Top Picks* já estejam em nosso universo de cobertura recorrente, disponibilizamos um resumo do processo de seleção (Teses de Investimento) e um material descritivo dos ativos e emissores recomendados. Nosso time também filtra para qual tipo de estratégia um determinado título pode ser mais adequado com base em nosso mapeamento dos riscos de mercado, crédito e liquidez (ex. conservador, moderado e/ou sofisticado). Por isso, recomendamos a leitura de todo o material antes de selecionar um determinado ativo para a composição de uma carteira de crédito privado.

- **Risco de mercado.** Os ativos são selecionados com base nos *calls* do nosso time de macroeconomia e estratégia (ex. relatórios Asset Strategy e Curva de Juros). No entanto, podem haver situações nas quais julgamos que o prêmio de crédito de um determinado emissor permitam alocações táticas (ex. títulos com *duration* superior ou inferior à indicada por nosso time de macroeconomia, mas que possuem um prêmio de crédito que justifique um desvio da alocação estratégica).
- **Risco de crédito.** O processo de análise do risco de crédito dos emissores leva em consideração a visão do nosso time sobre (i) a situação atual e perspectivas de evolução das métricas de crédito de um determinado emissor, (ii) prêmio de crédito ofertado no mercado secundário e comparação com outros emissores do mesmo setor e/ou faixa de *rating*. Além do *rating* do emissor,
- **Risco de liquidez.** Nosso time utiliza alguns filtros adicionais para selecionar títulos que possuem boa negociabilidade no mercado secundário. Os principais critérios adotados são: (i) tamanho da emissão, (ii) número de dias de negociação nos últimos 30 dias e/ou (iii) existência de outros títulos do mesmo emissor no mercado secundário.

Como utilizar esse conteúdo para alocação

- **Leitura completa:** Reiteramos a importância da **leitura completa deste relatório** antes de qualquer alocação, afim de obter maior compreensão acerca dos ativos selecionados e da **metodologia** aplicada. Este relatório foi confeccionado para servir de **guia** aos investidores que buscam alocações em ativos de crédito privado, mas estão com dúvidas sobre qual ativo está mais interessante para alocação no momento, ou para aqueles que buscam mais informações sobre o risco de crédito de algum emissor.
- **Seleção dos Ativos:** Embora seja feita uma seleção de 7-8 ativos por carteira, **não** necessariamente é preciso distribuir o investimento em **todos os ativos** escolhidos para aquele mês. Todos os ativos escolhidos são opções **independentes** entre si. No entanto, frisamos a importância da **diversificação** do portfólio, procurando **evitar concentrações elevadas** do patrimônio em um único emissor ou setor da economia.
- **Alteração dos Ativos:** A **mudança** de um ativo por outro em relação ao mês anterior, não necessariamente significa a necessidade de **venda/saída** do ativo que foi **trocado**, vide a coluna **"Recomendação para quem já possui o ativo"** na seção **Sugestão de alocação** (página 4).
- **Liquidez:** É importante ressaltar, que apesar da seleção de ativos considerar os *calls* do nosso time de macroeconomia ou eventuais oportunidades táticas por nosso time de *research*, recomendamos que as escolhas de **prazo** dos investimentos também estejam em linha com as **necessidades de tempo e liquidez** de cada investidor.

Glossário

- **Anbima:** Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. A associação atua como entidade auto reguladora voluntária e representa as instituições do mercado de capitais brasileiro.
- **Curva de DI Futuro:** principal referência para mostrar a expectativa do mercado em relação aos próximos movimentos do Banco Central e ao futuro das taxas SELIC e CDI. Para cada prazo, a curva indica a taxa média esperada entre a data atual e a data de vencimento (retorno ao ano).
- **Curva de Tesouro IPCA+ (NTN-B):** reflete a expectativa do mercado em relação as taxas de DI Futuro já descontadas as expectativas de inflação (IPCA). Para cada prazo, essa curva indica a taxa real média esperada entre a data atual e a data de vencimento (retorno real ao ano). As taxas dessa curva vêm dos títulos Tesouro IPCA+.
- **Duration:** prazo médio de recebimento dos fluxos de caixa de um título de renda fixa. A *duration* é bastante utilizada como indicador de risco, pois mensura a sensibilidade do preço de um determinado título frente a uma variação na sua taxa de juros. Quanto maior a *duration*, mais sensível o será preço do papel.
- **Inflação implícita:** diferença entre as taxas das curvas de DI Futuro e de Tesouro IPCA+ (NTN-B). A inflação implícita mede a inflação média projetada pelo mercado para um determinado prazo.
- **Taxas indicativas Anbima:** taxas resultantes do processo de coleta realizado pela Anbima junto aos participantes do mercado. Essas taxas não consistem em taxas efetivas de negociação, mas, sim, em uma referência divulgada pela Anbima. Todos os dados sobre títulos privados nesse relatório consideram as taxas divulgadas pela associação.
- **Tesouro IPCA+ (NTN-B) de referência:** título público utilizado como referência para um papel privado de prazo (*duration*) similar. Uma medida muito utilizada pelo mercado para mensurar o risco de crédito é o *spread* – diferença de taxas entre um título privado atrelado à inflação e sua NTN-B de referência.

Disclaimer

Analyst Certification

Cada analista responsável integralmente ou parcialmente pelo conteúdo desse relatório de pesquisa e certifica que:

- (i) todas as opiniões expressas refletem precisamente sua visão pessoal sobre os ativos ou títulos citados no relatório, sendo qualquer recomendação preparada de maneira independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas;
- (ii) Nenhuma parcela de sua remuneração foi, é ou será relacionada a recomendações específicas ou opiniões expressas neste relatório de análise.

Analistas de valores mobiliários que contribuíram para esse relatório não estão registrados / qualificados como analistas de valores mobiliários junto a NASD e NYSE e portanto não estão sujeitos às restrições contidas nas regras da NASD e da NYSE relacionadas a comunicação com companhias cobertas, aparições em público e negociação de ativos mantidos em suas contas.

Parte da compensação do analista advém do lucro do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou suas afiliadas, conseqüentemente, receitas advém de transações realizados pelo Banco BTG Pactual e/ou suas afiliadas.

O analista responsável por este relatório é certificado de acordo com a regulamentação Brasileira e aparece em posição de destaque, sendo esse o primeiro nome da lista de assinaturas encontrada na página inicial desse relatório. Analistas certificados estão identificados em negrito no mesmo local mencionado.

Disclosures das Companhias

Armac
Cogna
Raízen
Enauta (Brava Energia)
Intervias
Rede D'Or
Iguá Rio de Janeiro
Rede SIM

1. Nos últimos 12 meses, Banco BTG Pactual S.A., suas afiliadas ou subsidiárias receberam compensação por serviços de banco de investimentos desta companhia.
2. Banco BTG Pactual S.A, suas afiliadas ou subsidiárias, esperam receber ou buscam compensação por serviços de banco de investimento e/ou de outras áreas de negócios desta companhia nos próximos três meses.
3. Nos últimos 12 meses, Banco BTG Pactual S.A, suas afiliadas ou subsidiárias, receberam compensação por produtos e serviços prestados a esta companhia.
4. Esta companhia é ou foi, nos últimos 12 meses, cliente do Banco BTG Pactual S.A., e serviços de banco de investimento estão sendo ou foram providos.
6. Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas recebem compensação por serviços prestados ou apresentam relações comerciais com a companhia objeto, entidade ou pessoa, entidade ou fundos que representem os mesmos interesses da companhia/entidade.
9. Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão desta companhia nos últimos 12 meses.
17. Cada analista responsável pelo conteúdo integral ou parcial desse relatório de pesquisa certifica que:
 - suas recomendações refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais, e que foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A.;
18. Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas não possuem participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% (um por cento) em uma ou mais classe de ações de emissão desta companhia.
19. Banco BTG Pactual S.A.suas afiliadas ou subsidiárias não coordenaram oferta pública de ativos da companhia.
20. Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas não atuam como formador de Mercado de ativo de emissão desta companhia.
21. Nos últimos 12 meses, Banco BTG Pactual S.A., suas afiliadas ou subsidiárias não receberam compensação por serviços de banco de investimentos desta companhia.
22. Banco BTG Pactual S.A, suas afiliadas ou subsidiárias, não esperam receber compensação por serviços de banco de investimento e/ou de outras áreas de negócios desta companhia nos próximos três meses.

Disclaimer

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição somente no Brasil, sob circunstâncias permitidas pela regulamentação vigente. BTG Pactual S.A. é o responsável pela distribuição desse relatório no Brasil. Nada nesse relatório constitui indicação de que a estratégia de investimento ou recomendações aqui citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Este relatório possui caráter informativo, não constitui material promocional e não foi produzido como uma solicitação de compra ou venda de qualquer ativo ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição. Os dados que aparecem nos gráficos referem-se ao passado, a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Os preços e demais informações contidas neste relatório são críveis e dignas de confiança na data de publicação do mesmo e foram obtidas de uma ou mais das fontes que seguem: (i) fontes expressas ao lado da informação; (ii) preço de cotação no principal mercado regulado do valor mobiliário em questão; (iii) fontes públicas confiáveis; ou (iv) base de dados do BTG Pactual S.A.

Nenhuma garantia ou declaração, tanto expressa quanto implícita, é provida em relação à exatidão, abrangência ou confiabilidade das informações aqui contidas, com exceção das informações referentes ao BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas. Também não tem o intuito de ser uma declaração completa ou um resumo sobre os ativos, mercados ou estratégias abordados no documento. Em todos os casos, investidores devem conduzir suas próprias investigações e análises antes de proceder ou deixar de proceder qualquer ação relacionada aos valores mobiliários analisados neste relatório.

BTG Pactual S.A. não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. BTG Pactual S.A. tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. BTG Pactual S.A. não tem obrigações fiduciárias com os destinatários deste relatório e, ao divulgá-lo, não apresenta capacidade fiduciária.

O presente relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício do seu próprio julgamento. Opiniões, estimativas e projeções expressas aqui constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data na qual foi preparada e por isso, está sujeito a mudanças sem aviso e pode diferir ou ser contrário a opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual, BTG Pactual S.A. e suas afiliadas ou subsidiárias como resultado do uso de diferentes hipóteses e critérios.

Preços e disponibilidade de instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a mudanças sem aviso.

A análise contida aqui é baseada em diversas hipóteses. Diferentes hipóteses podem ter resultados substancialmente diferentes.

Os analistas responsáveis pela preparação deste relatório podem interagir com a mesa de operações, mesa de vendas e outros departamentos, com o intuito de reunir, sintetizar e interpretar informações de mercado. BTG Pactual S.A. não está sob a obrigação de atualizar ou manter atualizada a informação contida neste relatório.

BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

Os ativos mencionados neste relatório podem não estar disponíveis para venda em todas as jurisdições ou para certas categorias de investidores. Opções, derivativos e futuros não são adequados a todos os investidores e a negociação desses tipos de instrumentos é considerada arriscada. Hipotecas e ativos lastreados em títulos de crédito podem envolver alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta às taxas de juros ou outras variáveis de mercado. Performance passada não é indicação de resultado futuro. Se um instrumento financeiro é cotado em uma moeda que não a do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar de forma adversa o valor, o preço ou o retorno proveniente de qualquer ativo mencionado nesse documento e o leitor deve considerar o risco relacionado ao descasamento de moedas.

Este relatório não leva em consideração objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades especiais de nenhum investidor em particular. Investidores devem buscar orientação financeira baseada em suas particularidades antes de tomar qualquer decisão de investimento baseadas nas informações aqui contidas. Para recomendações de investimento, execução de ordens de negociação ou outras funções correlacionadas, os clientes devem contatar seus representantes de vendas locais. O BTG Pactual S.A., suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do presente relatório.

Qualquer preço apresentado neste relatório possui caráter informativo e não representa avaliação individual do valor de mercado do ativo ou outro instrumento. Não há garantias de que qualquer transação pode ou pôde ter sido efetuada nos preços apresentados neste relatório. Os preços eventualmente apresentados não necessariamente representam os preços contábeis internos ou os preços teóricos provenientes de avaliação por modelos do BTG Pactual S.A. e podem estar baseados em premissas específicas. Premissas específicas assumidas pelo BTG Pactual S.A. ou por terceiros podem ter resultados substancialmente diferentes.

Este relatório não pode ser reproduzido ou distribuído por qualquer outra pessoa, parcialmente ou em sua totalidade, sem o prévio consentimento por escrito do BTG Pactual S.A.. Informações adicionais acerca dos instrumentos financeiros mencionados nesta apresentação estão disponíveis sob consulta, as dúvidas devem ser encaminhadas para BTG Pactual CTVM S.A. (+55 11 3383-2222), Avenida Brigadeiro Faria Lima, 3477, 14º andar, São Paulo, SP, Brasil, 04538-133.

