



Top Picks Títulos Incentivados de Crédito Privado

5 de agosto 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

DEB PetroRio (IPCA+)

DEB Linhas de Taubaté (IPCA+)

DEB Intervias (IPCA+)

DEB Itapoá (IPCA+)

DEB Mata de Santa Genebra (IPCA+)

DEB RGE Sul Distribuidora (IPCA+)

DEB Eletronorte (IPCA+)

DEB Iguá Rio de Janeiro (IPCA+)

CRI Pacaembu (CDI)

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	Setor	Rating Local	Duration (anos)	Data de Vencimento	Indexador	NTN-B ref.
PEJA11 / PEJA23	PetroRio	Óleo e Gás	AA+	3,7 / 6,0	15-Ago-32 / 15-Abr-34	IPCA+	B29 / B33
LTTE15	Linhas de Taubaté	Transmissão	AAA	5,2	14-Out-38	IPCA+	B32
IVIAA0	Intervias	Concessão Rodoviária	AAA	6,4	15-Mai-38	IPCA+	B33
ITPO15	Itapoá	Transporte e Logística	AA-	6,4	15-Mai-40	IPCA+	B33
MSGT23	Mata de Santa Genebra	Transmissão	AA	6,9	15-Nov-37	IPCA+	B35
AESLA9	RGE Sul Distribuidora	Energia - Distribuição	AAA	7,1	15-Mai-35	IPCA+	B33
ELTN37	Eletronorte	Energia - Distribuição	AAA	7,3	15-Jul-35	IPCA+	B35
IRJS15 ¹	Iguá Rio de Janeiro	Saneamento	AAA ¹	7,9	15-Fev-44	IPCA+	B35
25F2573710	Pacaembu	Construção Civil	AAA	3,5	27-Jun-30	CDI	-

Observação: 1: A S&P atribuiu o rating AAA para a emissão da debênture IRJS15. 2: O papel ITPO15 é destinado para investidores profissionais.

Mudanças em relação ao mês anterior

Tipo	Emissor	Código	Motivo da mudança	Recomendação para quem já possui o ativo
Inclusão	Intervias	IVIAA0	Prêmio de crédito atrativo considerando: (i) volume de tráfego resiliente e (ii) rodovia madura com investimentos de baixa complexidade	Manter
Inclusão	Eletrobras	ELTN37	Prêmio de crédito atrativo considerando: (i) empresa líder em geração e transmissão de energia elétrica e (ii) movimentos estratégicos de desinvestimento aumentam a liquidez	Manter
Inclusão	Linhas de Taubaté Transmissora	LTTE15	Prêmio de crédito atrativo considerando: (i) elevada previsibilidade de fluxo de caixa; (ii) projeto totalmente operacional e (iii) fiança da Energisa	Manter
Inclusão	Mata de Santa Genebra	MSGT23	Prêmio de crédito atrativo considerando: (i) elevada previsibilidade de fluxo de caixa; (ii) projeto totalmente operacional e (iii) bons indicadores de disponibilidade	Manter
Exclusão	Energisa Tocantins / Energisa Sul-Sudeste	CTNSA3 / ESSDA4	Elevada demanda pelo ativo reduziu o estoque de debêntures	Manter
Exclusão	Arteris	ARTRB7	Elevada demanda pelo ativo reduziu o estoque de 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	Setor	Pontos positivos	Pontos de atenção	Tipo da estratégia
Petro Rio	Óleo e Gás	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Uma das maiores operadoras de petróleo independentes no Brasil ✓ Bacias em operação com eficiência média acima de 90% ✓ Um dos produtores com menor custo de produção atualmente ✓ Baixo custo produtivo leva a forte geração de caixa operacional ✓ Prêmio de crédito atrativo vs. outros pares de mesmo <i>rating</i> no mercado secundário. 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Expansão acelerada por conta do modelo de negócio baseado em aquisições de novos ativos produtivos ✗ Exposição à volatilidade dos preços de petróleo ✗ Riscos regulatórios 	Moderada
Linhas de Taubaté	Energia – Transmissão	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Setor defensivo e com boa previsibilidade de geração de caixa ✓ Estágio já operacional do projeto e relativa baixa complexidade de operação ✓ Todos os passivos referentes ao atraso do projeto já foram liquidados ✓ Acionista de grande porte com elevado <i>know-how</i> no setor de energia (Energisa) ✓ Fiança da Energisa até o vencimento 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Eventuais entraves no processo de renovação das principais concessões da Energisa (o que vemos como baixo risco, tendo em vista os bons indicadores de qualidade) ✗ Risco regulatório 	Conservador
Intervias	Concessão Rodoviária	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 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 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Inflação nos materiais utilizados nas obras ✗ Setor sujeito à oscilações de ciclos econômicos ✗ Risco regulatório 	Moderada
Porto Itapoá	Transporte e Logística	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Um dos maiores e mais modernos terminais portuários do Brasil ✓ Baixa alavancagem, liquidez bastante confortável e endividamento alongado, concentrado nas debêntures com vencimento em 2036 ✓ Baixa complexidade dos investimentos em expansão – por ser um terminal de uso privado, não há obrigações de <i>capex</i> e nem outorgas a serem pagas ✓ Participação acionária da Maersk (30%), uma das maiores empresas de transporte marítimo e logística do mundo, fortalece a posição do porto. 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Forte dependência da atividade econômica e comércio nacional e internacional ✗ Riscos regulatórios e tarifários 	Moderada

Teses de investimento

Títulos atrelados ao IPCA

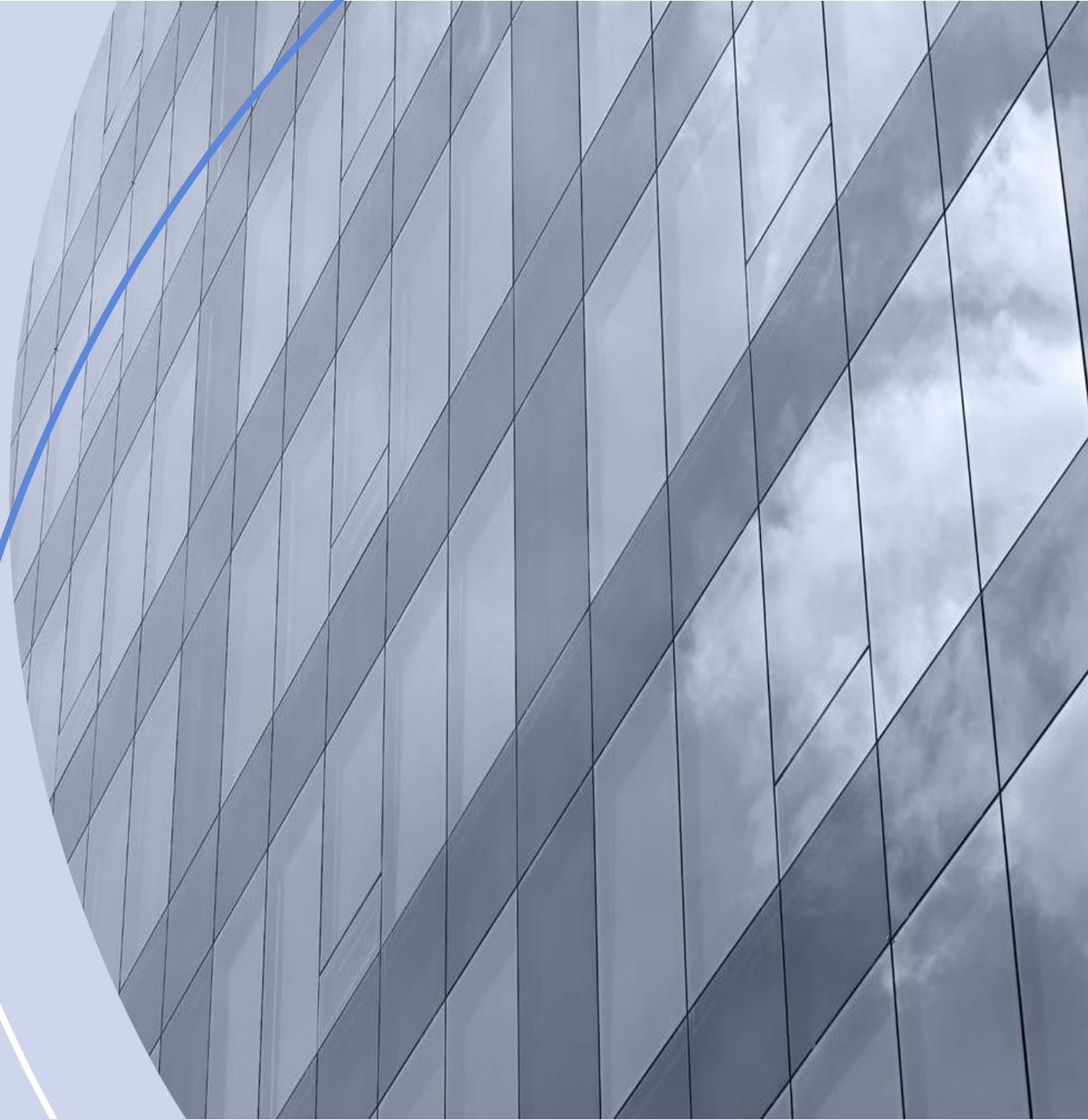
Emissor	Setor	Pontos positivos	Pontos de atenção	Tipo da estratégia
RGE Sul Distribuidora	Energia – Distribuição	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Fiança da holding CPFL (AAA Fitch, S&P e Moody's) ✓ Acionista de grande porte financeiro ✓ Portfólio da <i>holding</i> bastante diversificado e principais concessões maduras ✓ Alavancagem com <i>track record</i> estável da <i>holding</i> ✓ Indicadores de qualidade positivos e dentro dos limites regulatórios ✓ Liquidez confortável para pagamento das dívidas de curto prazo, após as debêntures emitidas em mai-25 	<ul style="list-style-type: none"> x Eventuais entraves no processo de renovação das principais concessões da CPFL (o que vemos como baixo risco, tendo em vista os bons indicadores de qualidade) x Risco regulatório 	Conservadora
Mata de Santa Genebra	Transmissão	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Setor defensivo e com boa previsibilidade de geração de caixa ✓ Projeto 100% operacional e com <i>completion</i> financeiro já alcançado ✓ Baixa necessidade de investimentos altos até o vencimento da dívida ✓ Acionista de grande porte (Copel – AAAFitch), com ampla experiência no setor elétrico ✓ Histórico consistente de disponibilidade operacional 	<ul style="list-style-type: none"> x Apesar do perfil da dívida diluído, o projeto ainda possui uma alavancagem elevada x Risco regulatório 	Conservador
Eletronorte	Energia – Geração Hidrelétrica	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Empresa de grande porte financeiro e líder em seus segmentos de atuação ✓ Portfólio bastante diversificado ✓ Movimentos recentes de desinvestimentos tem melhorado a liquidez ✓ Liquidez confortável para pagamento das dívidas de curto prazo 	<ul style="list-style-type: none"> x Setor sujeito à fatores climáticos (mas mitigado pela presença do MRE) x Riscos ambientais e regulatórios 	Conservadora
Iguá Rio de Janeiro	Saneamento	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 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 de porte relevante (CPPIB, AIMCo e BNDESPar) ✓ Prêmio de crédito atrativo vs. outros pares <i>high grade</i> no mercado secundário e com potencial de fechamento à medida que a concessão amadureça ✓ <i>Funding</i> necessário para concessão completamente endereçado ✓ Rating AAA pela S&P 	<ul style="list-style-type: none"> x Alavancagem elevada no curto e médio prazo x Desafios recentes impactaram o <i>ramp up</i> operacional e aumentou a necessidade de <i>capex</i> x Risco regulatório 	Moderada

Teses de investimento

Títulos atrelados ao CDI/PRE

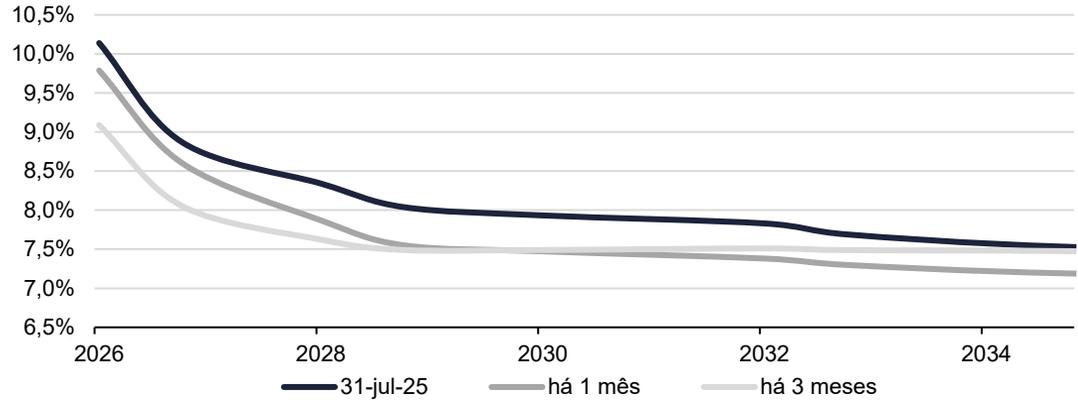
Emissor	Setor	Pontos positivos	Pontos de atenção	Tipo da estratégia
Pacaembu	Construção Civil	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Posição de forte destaque no setor de construção de casas residenciais ✓ Modelo de financiamento junto à Caixa assegura alta previsibilidade de receita ✓ <i>Landbank</i> robusto para suportar novos lançamentos e perpetuar o crescimento do portfólio de ativos ✓ Estrutura de capital historicamente conservadora com liquidez confortável ✓ Contratos do MCMV costumam ter menos distratos e baixa inadimplência por conta dos subsídios oferecidos pelo governo ✓ Margens operacionais bastante competitivas em relação a outros <i>players</i> do setor 	<ul style="list-style-type: none"> x O MCMV depende do orçamento estipulado para o FGTS x Setor sujeito à oscilações de ciclos econômicos x Exposição à volatilidade dos preços de commodities e insumos para construção 	Moderada

Análise Macro

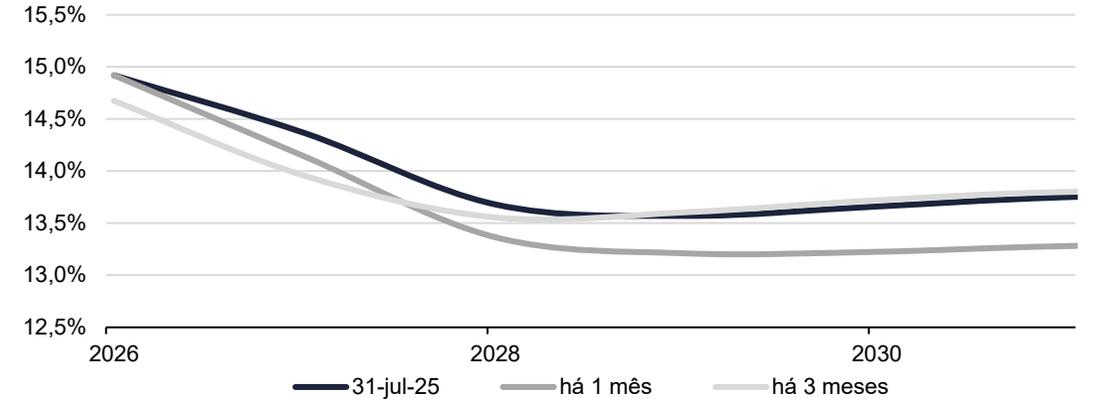


Curvas de juros

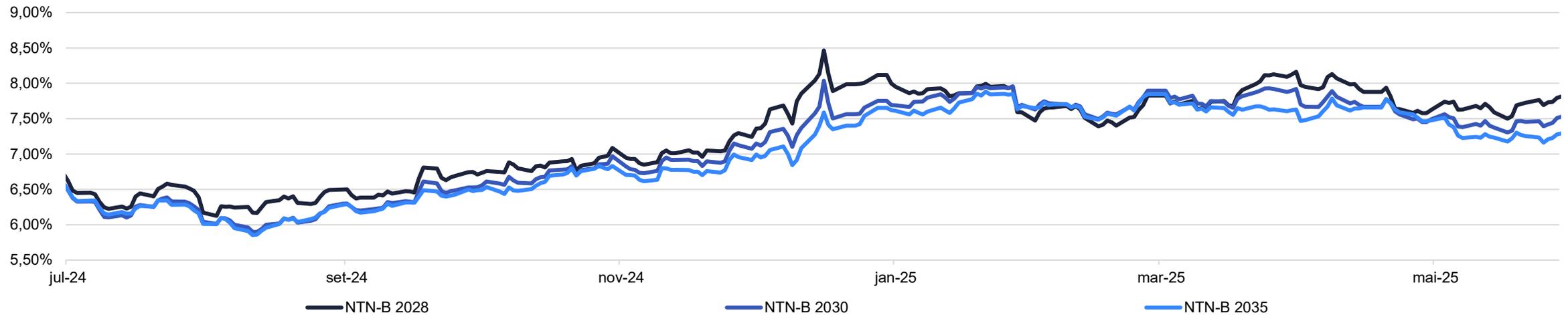
Curva de Tesouro IPCA+ (NTN-B)



Curva de DI Futuro (títulos pré-fixados)

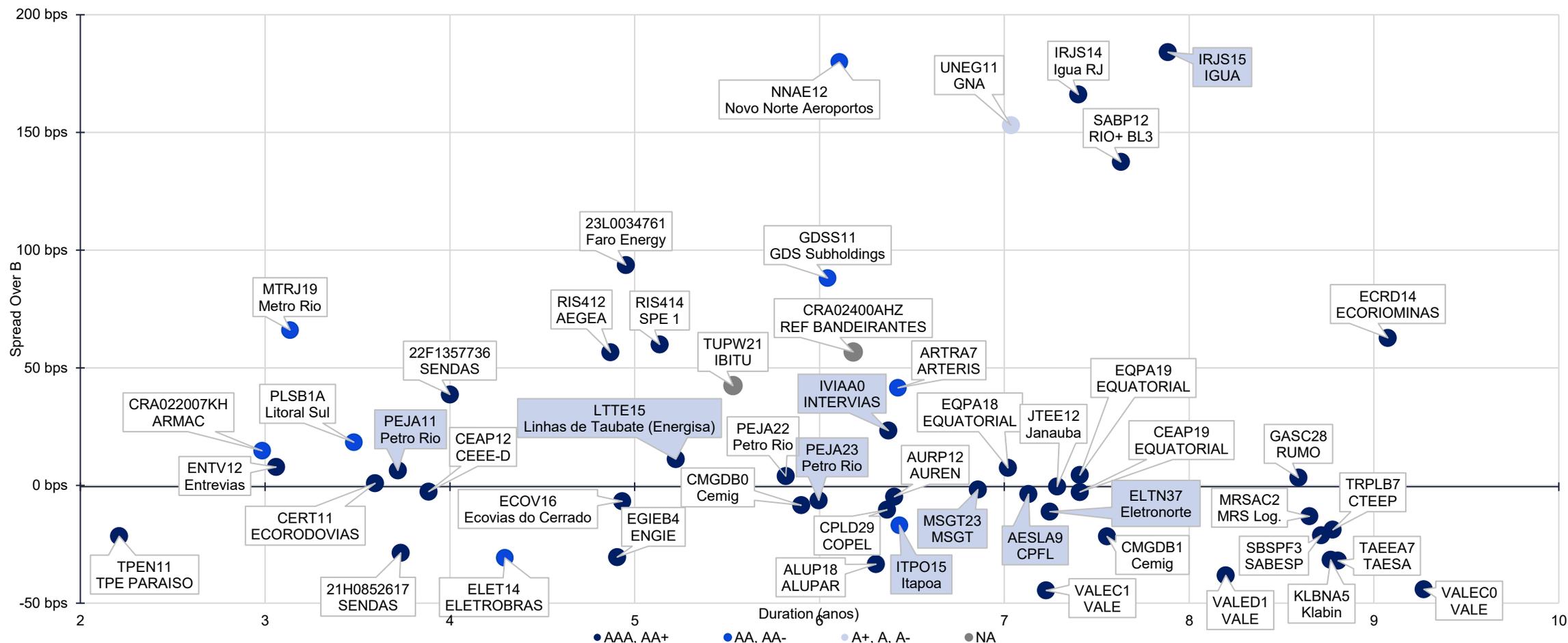


Taxas dos Títulos Públicos Tesouro IPCA+



Prêmios de crédito indicativos

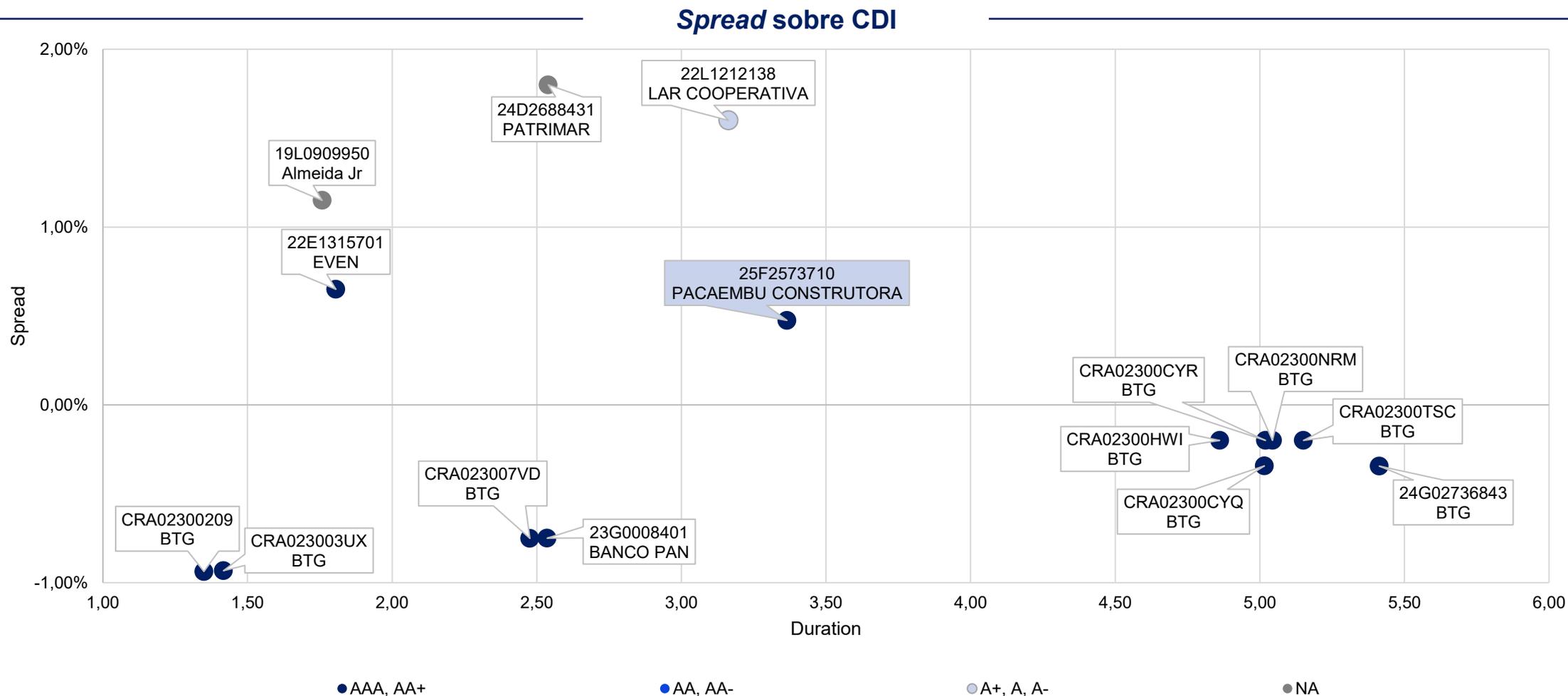
Spread sobre a NTN-B



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 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 PRIO é uma das maiores produtoras independentes de petróleo e gás do Brasil com foco na aquisição, operação e desenvolvimento de campos produtivos maduros *offshore*, com baixo risco exploratório. A empresa busca a maximização do volume produtivo, eficiência e da vida econômica dos campos através de investimentos de revitalização de baixo risco/complexidade. Seus principais campos de exploração são o Cluster de Frade e Wahoo, o Cluster de Polvo e Tubarão Martelo, Albacora Leste e Peregrino. O histórico de produção evidencia o êxito da companhia que entregou aumento de produção que passou de 24 mil boe/d em 2019 para 109 mil boe/d no 1T25. Com a entrada em operação de Wahoo e consolidação de Peregrino, a produção da PRIO pode atingir o patamar de 200mil boe/d. O baixo custo de produção e ganho de escala posicionam a empresa como um player defensivo no setor, com forte geração de caixa e resiliência em face às flutuações do preço do petróleo.

Características do ativo

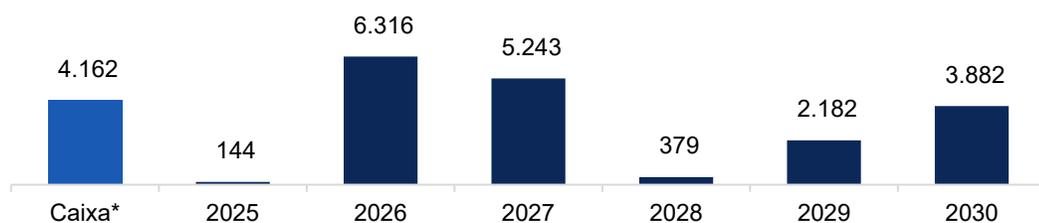
Rating	AA+ (Fitch)	Amortização	Anual (a partir de ago-27) / Anual (a partir de abr-32)
Volume Emitido	R\$ 1.500.000.000 / R\$ 780.000.000	Juros	Semestral (a partir de fev-23) / Semestral (a partir de out-24)
Duration	15-ago-32 (3,7 anos) / 15-abr-34 (6,0)	Covenant	DL/ EBITDA Ajustado \leq 2,5x.

Garantias: Fiança da PRIO

Dados financeiros – PRIO (R\$ milhões)

	2021	2022	2023	2024	1T25 UDM
Receita Líquida	4.396	6.363	12.424	12.795	13.870
EBITDA Ajustado	2.993	4.770	9.049	9.544	9.810
Margem EBITDA %	68,1%	75,0%	72,8%	74,6%	70,7%
CAPEX	(1.001)	(1.901)	(4.248)	(3.616)	(2.947)
Dívida Líquida	2.337	(1.981)	5.058	14.409	14.057
Dívida Líquida /EBITDA	0,8x	n/a	0,6x	1,5x	1,4x
Caixa / Dívida CP	1,8x	22,2x	1,9x	16,0x	10,4x

Perfil da dívida da PRIO – mar-25 (R\$ milhões)

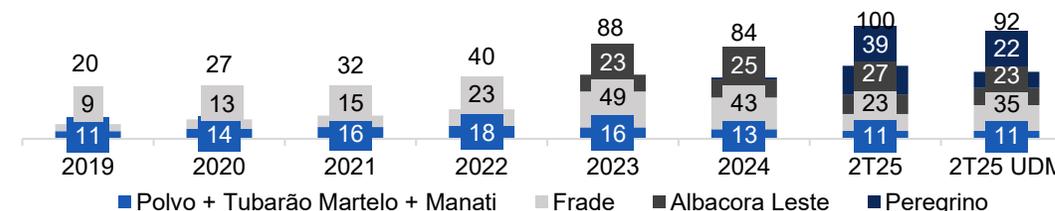


Fonte(s): Companhia(s)

Principais destaques

- A companhia tem receita diversificada entre os campos explorados, com Peregrino representando 32,2% da receita no 1T25 seguido por Frade (28,5%), Albacora (27,5%) e Polvo (11,9%). Nos próximos dois anos, a PRIO planeja a integração e otimização do recém adquirido campo de Peregrino e início da produção em Wahoo.
- O campo de Wahoo, um dos futuros vetores de crescimento de produção da companhia, obteve em fev/25 licenciamento ambiental de perfuração. Os dois primeiros poços do campo já estão sendo perfurados. O próximo passo será a obtenção de licenciamento para a interligação com o FPSO Frade. A estimativa é de que Frade + Wahoo produzam 63 mil boe/d em 2026.
- A PRIO adquiriu 40% de Peregrino em Set/24 por US\$1,7bi e os demais 60% por US\$3,5 bilhões em Mai/25 (US\$2,3bilhões, ajustado pelas condições da transação), adicionando 90mil boe/d de produção ao portfólio. Peregrino requer baixos investimentos e apresenta grandes oportunidades de sinergia e corte de custos. A aquisição deve temporariamente elevar a alavancagem da PRIO para 2.0-2,5x, mas esperamos que retorno ao patamar de 1x já em 2026.

Produção em mil boe/d



Eventos Recentes

- No 1T25, O EBITDA ajustado foi de US\$447 milhões (+39% t/t), impulsionado pela produção (109 mil boe/d) e baixos custos de extração de US\$ 12,8/bbl. A dívida líquida encerrou o 1T25 em R\$ 14 bilhões, ligeiramente abaixo do nível do 4T24 (14,4 bilhões). A alavancagem, medida por dívida líquida/EBITDA ajustado, reduziu para 1,4x no 1T25 (vs. 1,5x no 4T24).
- Em jul-25, a companhia divulgou que recebeu a Licença Prévia do Ibama para o Sistema de Produção de Wahoo e interligação dos poços ao FPSO. O próximo passo é a emissão da Licença de Instalação necessária para a construção de interligação do campo ao FPSO.
- A produção média em julho atingiu 101 mil boe/d, com a contribuição de Frade (32 mil), Cluster Polvo + TBMT (14 mil), Albacora (29 mil) e Peregrino (26 mil) impactado por parada programada.

A empresa Linhas de Taubaté Transmissora de Energia (LTTE) é uma companhia que atua no segmento de transmissão de energia, voltada para a construção, operação e manutenção das linhas entre Taubaté (SP) e Nova Iguaçu (RJ). A concessão foi outorgada em 2011 e possui prazo de 30 anos (2041), de modo que o projeto atualmente está 100% operacional. As linhas possuem uma extensão de 247 km, além de uma Receita Anual Permitida (RAP) de aproximadamente R\$ 80 milhões (ciclo 24-25). A companhia é controlada pela empresa Gemini Energy (antiga Isolux Energia), que foi integralmente adquirida em jun-22 pela distribuidora Energisa S.A. O Grupo Energisa (ENG111) é um dos maiores grupos nacionais atuando no setor elétrico, abrangendo distribuição, geração, transmissão e comercialização de energia elétrica, com *market cap* R\$23.4 bilhões.

Características do ativo

Rating	AAA (Fitch)	Amortização	Anual (outubro)
Volume Emitido	R\$ 410.000.000	Juros	Anual (outubro)
Venc. (Duration)	15-out-38 (5,2 anos)	Covenant	ICSD \geq 1,20x (Devedora); DL / EBITDA \leq 4,0x (Energisa)

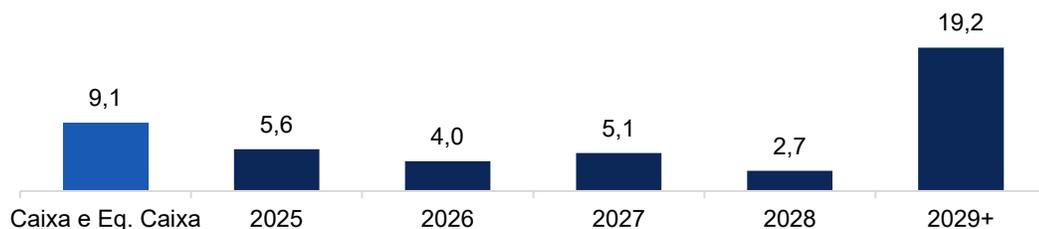
Garantia. Fiança da Energisa S.A.

Dados financeiros – Energisa (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	2024 1T25	UDM
Receita Líquida (ex. construção)	17.975	23.370	21.096	23.587	27.155	27.447
EBITDA Ajustado (recorrente)	4.312	4.815	5.855	7.061	7.631	7.284
Margem EBITDA %	24,0%	20,6%	27,8%	29,9%	28,1%	26,5%
CAPEX	(2.709)	(4.201)	(6.530)	(6.017)	(6.772)	(6.779)
Dívida Líquida	13.850	17.329	22.346	23.707	24.986	26.936
DL / EBITDA Ajustado	3,2x	3,6x	3,8x	3,4x	3,3x	3,7x
DL / EBITDA (covenants)	3,1x	2,3x	3,0x	2,8x	3,0x	3,2x
Caixa / Dívida CP	1,8x	1,5x	0,9x	1,3x	1,4x	1,6x

Nota(s): O EBITDA Ajustado para fins de covenants considera: (i) receitas de acréscimos moratórios, (ii) ativo financeiro indenizável (VNR), (iii) EBITDA societário da transmissão e (iv) efeitos não caixa e não recorrentes e ajustado pelo EBITDA regulatório das transmissoras.

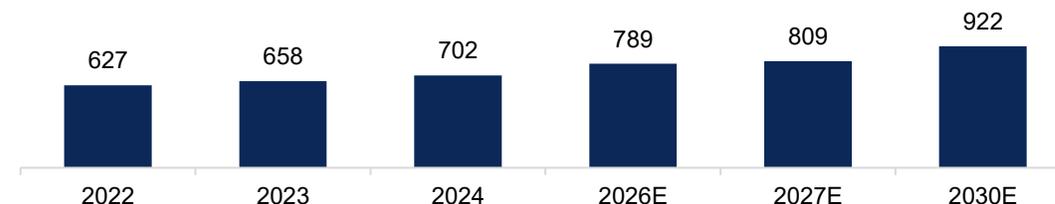
Perfil da dívida da Energisa – mar-25 (R\$ bilhões)



Principais destaques

- A LTTE tem como principal acionista a Gemini Energy que é integralmente controlada pela Energisa, que também se tornou a Fiadora da operação. A Energisa é um dos principais *players* locais de distribuição de energia, com atuação também no segmento de transmissão e comercialização de energia e distribuição de gás natural. O grupo conta com 9 concessões de distribuição de energia, 13 de transmissão, 1 concessão e 4 participações em distribuição de gás.
- Apesar das penalidades pelo atraso do início das operações (2018), atualmente a empresa já está recebendo 100% da RAP prevista, além de ter quitado em 2024 todos os pagamentos das multas devidas pelo atraso.
- Em 2024, o desempenho operacional indicou uma alta taxa de disponibilidade de 99,7%, um valor considerado elevado dentro dos padrões do setor.

Cronograma da RAP consolidada da Energisa – Ciclo 24/25 (R\$ milhões)



Eventos Recentes

- Em mar-25 a Energisa encaminhou para a ANEEL o pedido de renovação das principais concessões de distribuição com vencimento em 2027 (Energisa Mato Grosso – EMT, Energisa Mato Grosso do Sul – SEM e Energisa Sergipe - ESE) e 2031 (Energisa Mato Grosso – EPB). O Ministério de Minas e Energia (MME) terá até o final de jun-25 para decisão da prorrogação dos contratos de concessão.

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)

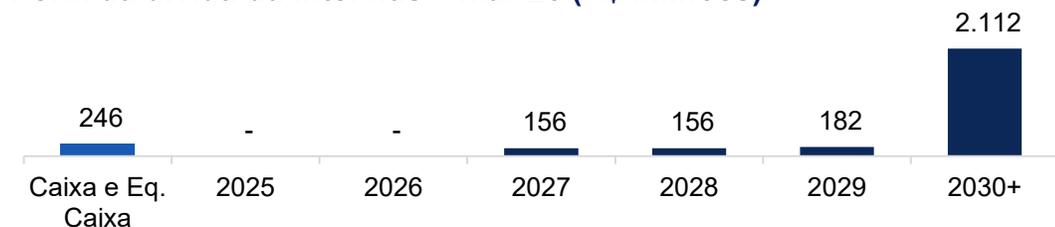
Garantia. Não há

Dados financeiros – Intervias (R\$ milhões)

	2021	2022	2023	2024	1T25 UDM
Receita Líquida (ex construção)	471	547	626	1'709	720
EBITDA ajustado	377	441	496	1'601	617
Margem EBITDA %	80%	81%	79%	85%	86%
CAPEX	(66)	(69)	(87)	(207)	(229)
Dívida Líquida	1.057	1.230	1.062	2.319	2.298
Dívida Líquida / EBITDA Ajustado	2,8x	2,8x	2,1x	3,8x	3,7x
Caixa / Dívida CP	2,1x	0,5x	0,2x	9,9x	4,1x

Nota(s) 1: Está sendo desconsiderada a Receita de Reequilíbrio de R\$ 877 milhões; 2: Para fins de covenant, a Receita de Reequilíbrio é considerada, assim, a alavancagem em 2024 foi de 1,6x.

Perfil da dívida da Intervias – mar-25 (R\$ milhões)

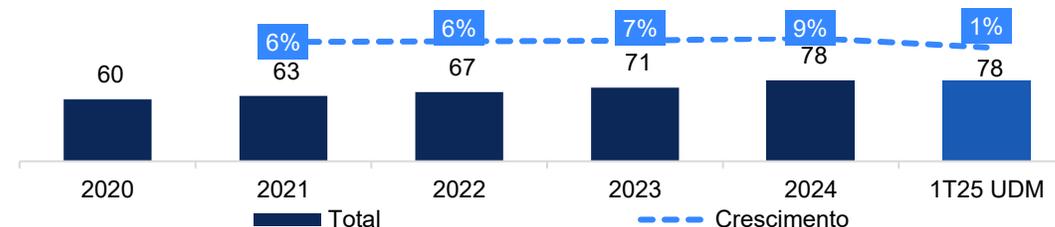


Fonte(s): Companhia(s)

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.
- A Intervias opera um trecho rodoviário estratégico no interior paulista, essencial para o escoamento de commodities como cana, café e etanol, além de atender a importantes polos industriais e logísticos com presença de empresas como Nestlé, Hyundai e Rumo. O tráfego é majoritariamente de eixos pesados e conta com influência turística e urbana, formando um mix resiliente às oscilações macroeconômicas.

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 IVIAA0, permitindo a subida de recursos para a holding e recalibrando sua estrutura de capital.
- 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).
- Em jul/25, a Intervias aplicou reajuste tarifário de 5,32% em suas praças de pedágio. O percentual reflete o IPCA acumulado entre maio de 2024-25

Localizado no litoral norte de SC, o Porto Itapoá (Itapoá Terminais Portuários S.A.) é um dos terminais mais modernos e eficientes do Brasil e um dos maiores e mais importantes do País na movimentação e armazenagem de cargas containerizadas (importação, exportação, transbordo e cabotagem), principalmente na região sul do Brasil, ocupando a terceira posição nacional em número de movimentação de contêineres. O terminal portuário iniciou suas operações em jun-11 e a companhia elevou sua capacidade operacional de 500 mil para os atuais 1,8 milhões de TEUs/ano (*Twenty-foot Equivalent Unit*), 455 mil m² de área de pátio e 800 metros de cais. Além disso, a Maersk, um dos maiores armadores do mercado, possui uma participação de 30% no Porto e direciona boa parte de sua carga para Itapoá.

Características do ativo

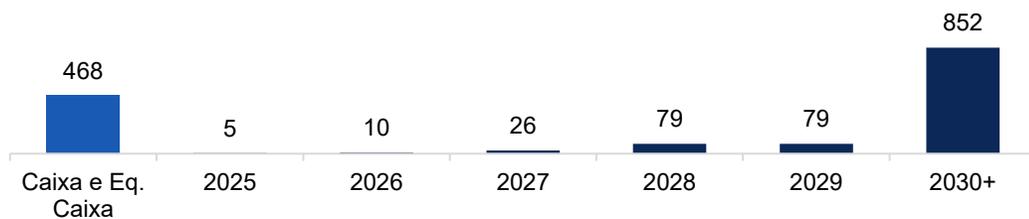
Rating	AA- (Moody's)	Amortização	Semestral (a partir de mai-28)
Volume Emitido	R\$ 350.000.000	Juros	Semestral (a partir de nov-25)
Venc. (Duration)	15-mai-40 (6,4 anos)	Covenant	DL / EBITDA ≤ 3,0x

Garantia. AF do imóvel de propriedade (ex. área da marinha) e de equipamentos industriais

Dados financeiros – Porto Itapoá (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	2024
Receita Líquida	361	490	546	650	1.223
EBITDA	193	291	316	427	842
Margem EBITDA %	53,5%	59,4%	57,9%	65,7%	68,8%
CAPEX	(24)	(39)	(298)	(289)	(258)
Dívida Líquida	275	191	381	623	559
Dívida Líquida /EBITDA	1,4x	0,7x	1,2x	1,5x	0,7x
Caixa / Dívida CP	4,6x	17,8x	50,7x	99,7x	93,6x

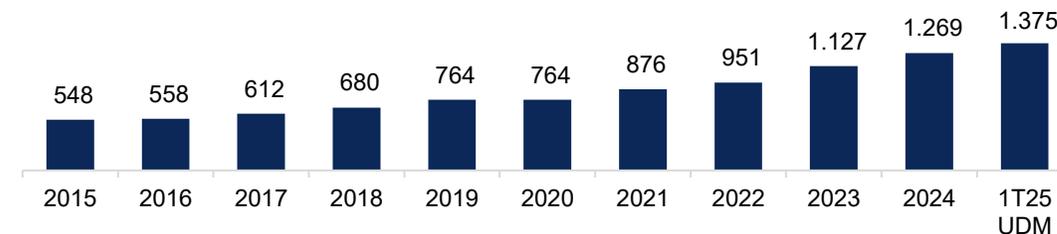
Perfil da dívida da Porto Itapoá – dez-24 (R\$ milhões)



Principais destaques

- O Porto está estrategicamente localizado numa das regiões mais produtivas do Brasil, próximo a polos populacionais e industriais dos mais diversos setores importadores e exportadores, e com acesso terrestre dedicado. Além disso, as características do terminal (calado profundo, berço contínuo, equipamentos de primeira linha) e seu acesso à Baía da Babitonga, região de águas calmas e profundas, criam condições facilitadas para atracação de navios de grande porte (ganho de escala).
- Por ser um porto privado, Itapoá se beneficia de maior flexibilidade em comparação a portos que operam concessões públicas, dado i) seu prazo indeterminado de operação, ii) baixo custo de operação e iii) maior controle sobre decisões de investimento em expansão.
- O Porto construiu parcerias com diversos *players* globais desde sua constituição, oferecendo competitividade em custo e alta eficiência operacional para garantir a satisfação do cliente e ganhar *market share* em um mercado dinâmico e competitivo.

Volumetria anual (mil TEUs)



Eventos Recentes

- Em mai-25 o Porto de Itapoá concluiu a captação de R\$ 350 milhões por meio da 5ª emissão de debêntures (ITPO15), que serão destinadas integralmente para a manutenção e expansão do porto (Fase IV). Essa fase prevê investimentos totais de aproximadamente R\$ 600 milhões entre 2025 e 2026, o que incluirá a ampliação da área de pátio e aquisições de novos equipamentos. A companhia espera aumentar sua capacidade de movimentação de contêineres para 2 milhões de TEUs/ano após a conclusão de todos os investimentos.
- Os resultados mais robustos em 2024 e, conseqüentemente, maior geração de caixa, são reflexo do maior volume de demanda observado, o que fez a companhia ter um volume recorde de movimentação (1,3 milhões de TEUs e +12% a/a), o que também permitiu priorizar um mix de carga com maior potencial de retorno.

A Mata de Santa Genebra Transmissão S.A. (MSG) é um dos principais projetos de transmissão de energia elétrica do Brasil, ocupando uma posição de destaque entre os três maiores do país. De importância pública significativa em termos sistêmicos, as instalações da MSG desempenham um papel crucial ao possibilitar o transporte de energia dos grandes projetos de aproveitamento hidroelétrico em execução no Brasil, incluindo o Complexo do Rio Madeira (UHE Santo Antônio e Jirau), Complexo do Rio Teles Pires (UHE Teles Pires, SINOP, São Manoel e Colider) e Rio Xingu (UHE Belo Monte) para as regiões Sudeste e Sul. Estas instalações estratégicas facilitam o intercâmbio energético entre as regiões Norte-Nordeste e Centro-Oeste, Sudeste e Sul do Brasil.

Características do ativo

Rating	AA (Fitch)	Amortização	Semestral (maio e novembro)
Volume Emitido	R\$ 550.000.000,00	Juros	Semestral (maio e novembro)
Duration	15-nov-37 (6,9 anos)	Covenant	ICSD \geq 1,20x e PL / AT \geq 20%

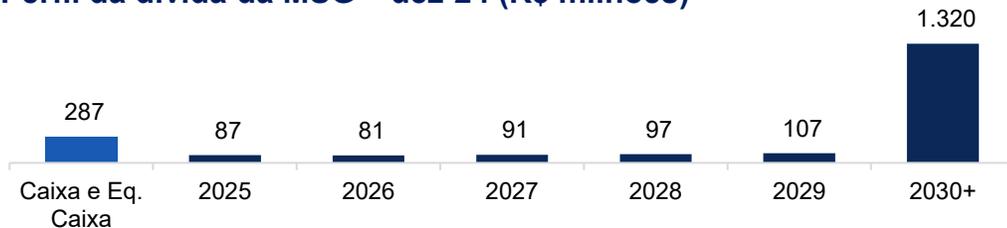
Garantias: Cessão de direitos creditórios, penhor das ações da emissora e Contas reserva

Dados financeiros – MSG (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	2024
Receita Líquida (ex. construção)	153	206	277	298	295
EBITDA Ajustado	128	162	248	260	234
Margem EBITDA %	84%	78%	90%	87%	79%
CAPEX	(377)	(259)	(121)	(48)	(22)
Dívida Líquida	1.259	1.333	1.434	1.379	1.497
Dívida Líquida / EBITDA	9,8x	8,2x	5,8x	5,3x	6,4x
Caixa / Dívida CP	0,6x	8,6x	2,2x	4,9x	3,3x

Nota(s): Demonstrações financeiras regulatórias.

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

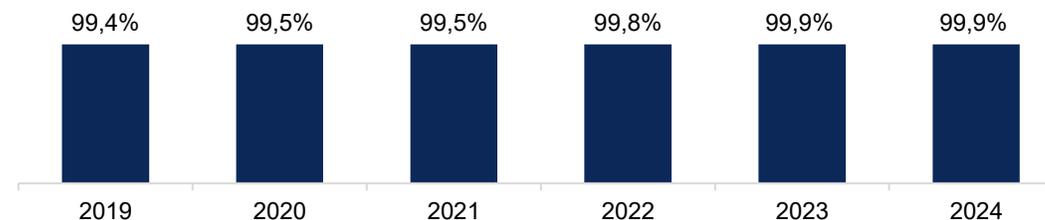


Fonte(s): Companhia(s)

Principais destaques

- Atualmente o projeto se encontra 100% operacional e com o *completion* financeiro alcançado, remanescendo agora apenas investimentos de baixa complexidade para manutenção da qualidade e operação das linhas. Dessa forma, conjuntamente da maior previsibilidade de geração de receita, o fluxo de caixa da companhia tende a ficar ainda mais estável. A RAP da companhia é de aproximadamente R\$ 338 milhões (ciclo 25/26).
- A MSG é 100% controlada pela Copel (AAA pela Fitch), uma empresa de capital aberto do setor de energia (CPL6), com atuação nos segmentos de geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica. A operação de distribuição está presente em 10 estados brasileiros, sendo uma das maiores companhias elétricas do Brasil e a maior do Paraná, atendendo 394 municípios. No segmento de geração, a Copel possui 74 unidades de geração (aprox. 6,5 GW) e presença em 4 estados. Já em transmissão, possui 9,7 mil km de linhas de transmissão e uma RAP próxima de R\$ 1,6 bilhão (ciclo 24/25).
- Em 2024, apesar da indisponibilidade pontual e temporária, o desempenho operacional indicou uma alta taxa média de disponibilidade de 99,9%, um valor considerado elevado dentro dos padrões do setor.

Histórico de disponibilidade



Eventos Recentes

- Em 2024, a Copel GeT que detinha 50,1% de participação na MSG, adquiriu o restante das ações detidas pela Eletrobras (49,9%), tornando-se a única acionista controladora com 100% da MSG.
- No último ano, a MSG enfrentou desafios devido às queimadas no estado de São Paulo, o que causou incêndios em algumas de suas linhas de transmissão. Apesar do indicador de disponibilidade ter encerrado o ano próximo de 99,9%, o evento forçou o desligamento temporário de algumas linhas causando sua indisponibilidade, o que gerou algumas penalidades. Ademais, também desencadeou um aumento das despesas com seguros e troca de equipamentos.
- Em 2023, a MSG atingiu as métricas estipuladas para obtenção do *completion* físico e financeiros exigidos pelos agentes fiduciários, encerrando assim a necessidade da garantia de fiança corporativa prestada por seus acionistas no projeto.

A RGE Sul Distribuidora atua no segmento de distribuição de energia elétrica, sendo uma subsidiária controlada pela *holding* CPFL (CPFE3). A CPFL opera no setor elétrico oferecendo serviços de distribuição, geração, transmissão e comercialização de energia. No segmento de distribuição o grupo atende mais de 10 milhões de consumidores, atingindo 72.897 GWh de energia distribuída em 2024, com uma área de atuação concentrada principalmente nos Estados do RS (RGE Sul) e SP (CPFL Paulista e Piratininga). Já no setor de geração, a companhia dispõe de uma capacidade instalada de 4,2 GW e seus principais ativos de geração correspondem a 8 UHEs (2,0 GW), 49 parques eólicos (1,4GW) e 46 PCHS e CGHs (472 MW) espalhados por diversos estados. Em transmissão, conta com 11 linhas e uma extensão de 6.455 km. A CPFL é controlada pela State Grid Corporation of China (83,7%) uma das maiores empresas de energia da China.

Características do ativo

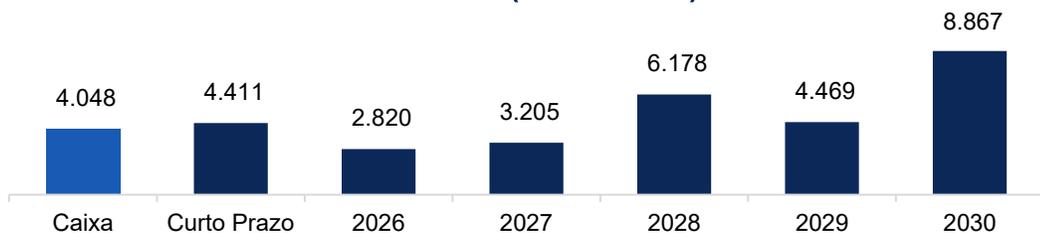
Rating	AAA (Fitch e Moody's)	Amortização	Semestral (a partir de mai-33)
Volume Emitido	R\$ 1.090.000.000	Juros	Semestral (a partir de nov-25)
Duration	15-mai-35 (7,1 anos)	Covenant	ICSD \geq 2,25x; DL/EBITDA \leq 3,75x

Garantias: Fiança CPFL Energia S.A.

Dados financeiros – CPFL (R\$ milhões)

	2021	2022	2023	2024	1T25 UDM
Receita Líquida	35.897	33.998	35.072	37.033	37.388
EBITDA Ajustado	9.160	12.263	12.830	13.134	13.120
Margem EBITDA %	25,5%	36,1%	36,6%	35,5%	35,1%
CAPEX	(4.000)	(5.805)	(5.073)	(5.795)	(5.939)
Dívida Líquida	20.892	23.418	23.922	26.898	26.488
Dívida Líquida /EBITDA	2,3x	1,9x	1,9x	2,0x	2,0x
Caixa / Dívida CP	0,7x	1,1x	1,3x	0,7x	0,9x

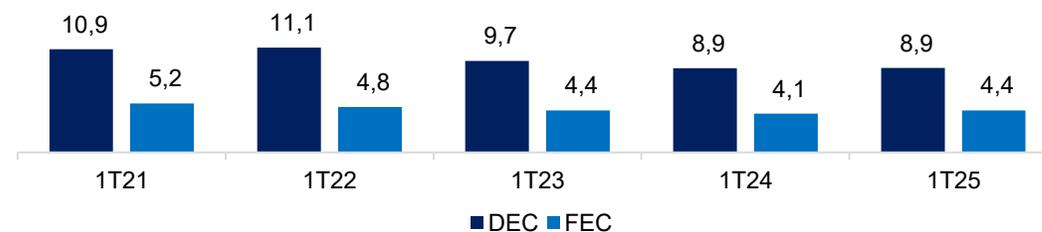
Perfil da dívida da CPFL – mar-25 (R\$ milhões)



Principais destaques

- A emissão conta com fiança da *holding* CPFL. O grupo tem seu principal negócio no segmento de distribuição (60% do EBITDA) e atua em regiões de alta qualidade, atingindo 687 municípios e uma população de 23 milhões. Seus ativos de geração (30% do EBITDA) oferecem um equilíbrio entre hidroelétricas (2,0 GW) e renováveis (2,9 GW), assegurando maior diversificação do portfólio. Por fim, o *business* de transmissão (9% do EBITDA) conta com 11 projetos 100% operacionais, RAP total de R\$ 1 bilhão e previsibilidade de fluxo de caixa.
- A RGE é uma subsidiária importante da CPFL e fornece energia elétrica para mais de 3,1 milhões de consumidores em 381 municípios no Rio Grande do Sul, com venda de 11,1 GWh de energia elétrica em 2024. A companhia tem um longo histórico de manutenção de seus indicadores de qualidade dentro do limite regulatório pela ANEEL, bem como baixos índices de inadimplência.
- Além de sua capacidade instalada atual de geração de 4,3 GW a companhia tem um pipeline em desenvolvimento de 4,4 GW, sendo 1,8 GW em projetos eólicos, 2,5 GW solares e 96 MW PCHs garantindo uma vertical de crescimento para a companhia.

Indicadores de qualidade DEC e FEC (horas) – RGE Sul



Eventos Recentes

- Em mar-25 a CPFL protocolou junto a ANEEL o requerimento para a renovação de suas concessões RGE Sul (vencimento em nov-27), CPFL Paulista (nov-27) e CPFL Piratininga (out-28). O Ministério de Minas e Energia (MME) terá até o final de jun-25 para decisão da prorrogação dos contratos de concessão.
- Em mai-25, o grupo CPFL por meio de suas subsidiárias captou R\$ 2,5 bilhões em debentures (sendo R\$ 1,1 bilhão somente pela RGE) com prazo entre 5 e 10 anos. A emissão reforça a liquidez da companhia e endereça os passivos de curto prazo que somavam R\$ 4,4 bilhões em mar-25.

A Eletrobras foi criada em 1962 após anos de oposição e tramitação no Congresso, desempenhou um papel vital no desenvolvimento energético do Brasil. Ao longo de seis décadas, a empresa contribuiu significativamente para a expansão da oferta de energia elétrica, tornando-se uma das maiores produtoras de energia limpa e renovável do mundo. A companhia é líder na geração e transmissão de energia elétrica no Brasil, com 44GW de capacidade instalada e 74 mil km de linhas de transmissão, representando 22% e 38% do mercado nacional, respectivamente. Em 2022, a privatização marcou uma nova era para a Eletrobras, resultando em uma pulverização do capital social e fortalecendo o mercado de capitais brasileiro. A Eletronorte, subsidiária da Eletrobras, atua na geração e transmissão de energia, com cerca de 8,4 GW de capacidade instalada e mais de 12 mil km de linhas de transmissão, concentrando 19% da capacidade do grupo.

Características do ativo

Rating	AAA (S&P)	Amortização	Vencimento
Volume Emitido	R\$ 1.000.000.000,00	Juros	Semestral (janeiro e julho)
Venc. (Duration)	15-jul-35 (7,3 anos)	Covenant	DL/EBITDA ≤ 4,25x

Garantia. Fiança Corporativa

Dados financeiros – Eletrobras (R\$ milhões)

	2021	2022	2023	2024	1T25 UDM
Receita Líquida	37.616	34.074	37.159	40.182	41.878
EBITDA Ajustado	18.829	17.780	19.274	25.488	25.374
Margem EBITDA Ajustado	50,1%	52,2%	51,9%	63,4%	60,6%
CAPEX	(4.678)	(5.174)	(9.018)	(7.709)	(7.410)
Dívida Líquida	21.641	34.763	40.130	37.671	39.272
Dívida Líquida /EBITDA Ajustado	1,1x	2,0x	2,1x	1,5x	1,5x
Caixa / Dívida CP	2,7x	3,2x	1,7x	2,8x	3,5x

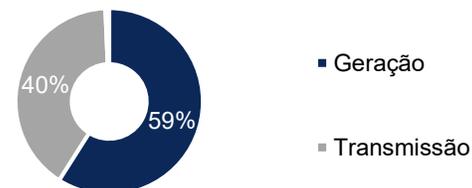
Perfil da dívida da Eletrobras – mar-25 - (R\$ bilhões)



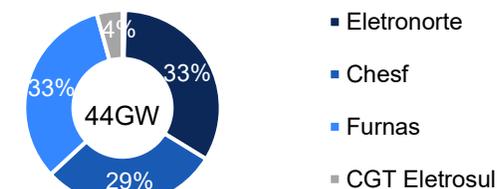
Principais destaques

- A principal atividade da Eletrobras é a geração de energia elétrica, tendo atingido em 31 de março de 2025 uma capacidade instalada de 44.359 MW, equivalente a aproximadamente 18% do total brasileiro (~249 GW).
- A companhia possui uma posição relevante no setor de transmissão de energia, um segmento que apresenta maior previsibilidade de caixa, conferindo ao setor um caráter mais defensivo.
- Em jun/22, a Eletrobras foi privatizada com sucesso por meio de uma oferta de ações que arrecadou R\$33,7 bilhões, reduzindo a participação com direito a voto do governo federal (incluindo BNDES) de 69% para 40%. A operação marcou a transição da companhia para uma estrutura de capital pulverizado, permitindo avanços em governança corporativa, maior independência na gestão e foco em eficiência operacional.
- Do total de energia gerada pela companhia, 97% são provenientes de fontes com baixo teor de emissão de gases do efeito estufa (hídrica, eólica e solar), contribuindo para que a matriz energética do Brasil seja uma das mais limpas do mundo.

Abertura da Receita Bruta por setor



Capacidade Instalada Eletrobras (MW)



Eventos Recentes

- Em mai/25, a Eletrobras vendeu seu portfólio de termelétricas a gás para a Âmbar Energia por R\$ 4,7 bilhões. A operação inclui 12 usinas (11 no Amazonas e 1 no RJ) e um projeto, totalizando 2 GW em contratos. A Âmbar assumirá o risco de crédito da inadimplente Amazonas Energia. O acordo prevê *earn-out* de R\$ 1,2 bilhão.
- Em mai/25, a Eletrobras concluiu a troca de ativos com a Copel, transferindo suas participações minoritárias na MSGT e na Usina Hidrelétrica Mauá, em troca da usina hidrelétrica Colíder e R\$ 196,6 milhões em caixa. Com essa operação, a companhia incorpora 300 MW adicionais ao seu portfólio, aproveitando sinergias operacionais na região do rio Teles Pires, em Mato Grosso.

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	AAA (S&P)	Amortização	Semestral (a partir de ago-26)
Volume Emitido	R\$ 2.700.000.000	Juros	Semestral (a partir de fev-26)
Venc. (Duration)	15-fev-2044 (7,9 anos)	Covenant	ICSD \geq 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.

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

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Receita Líquida (ex. construção)	1.226	1.483	1.662	1.830	2.001
EBITDA	575	759	928	1.073	1.204
Margem EBITDA %	46,9%	51,2%	55,8%	58,6%	60,2%
CAPEX	(407)	(410)	(454)	(353)	(201)
Dívida Líquida	8.068	8.819	9.524	9.909	10.063
ICSD	3,4x	0,8x	0,7x	0,8x	1,1x
Fluxo de Caixa Livre	59	101	(33)	(42)	230

Perfil da dívida da Iguá Rio de Janeiro – mar-25 (R\$ milhões)

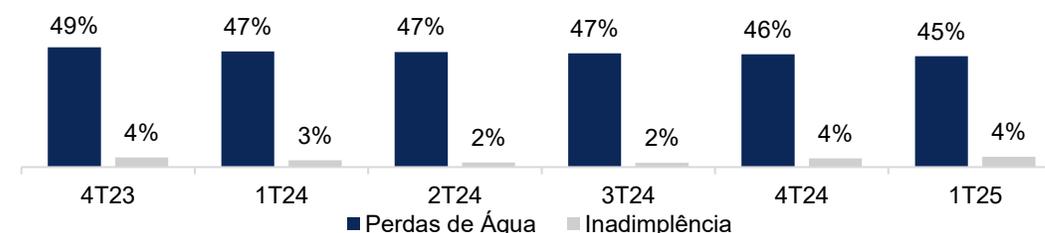


Fonte(s): Companhia(s).

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

- No 1T25, o volume faturado atingiu 42 milhões de m³ (+4,6% vs 1T24), a receita líquida ajustada totalizou R\$ 385 milhões (+25,4% vs. 1T24) e o EBITDA ajustado foi de R\$ 201 milhões (+40% vs. 1T24), refletindo ganhos de eficiência operacional e o impacto do reajuste tarifário.
- Em jun-25, a companhia e o Governo do Estado do Rio de Janeiro chegaram a um acordo quanto a processo arbitral referente ao reequilíbrio econômico da concessão. O entendimento prevê o reequilíbrio relacionado ao percentual de clientes com tarifa social, com um ajuste tarifário a ser aplicado a partir de 2026 — definido pela Agenerasa ou fixado em 1,51%. Fica acordado o reequilíbrio residual do IPCA, com reajustes escalonados: 0,5% em janeiro de 2026 e janeiro de 2027, ou, alternativamente, 1% em janeiro de 2028. Demais pontos discutidos no processo arbitral retornarão para análise da Câmara de Arbitragem.

A Pacaembu é a maior construtora de casas residenciais do Brasil, com atuação destacada em cidades do interior de SP, PR, MG e MT, voltada principalmente para as faixas 1 e 2 do Minha Casa Minha Vida (MCMV). Especializada na construção de bairros planejados de moradias horizontais, não geminadas e com infraestrutura completa, a companhia fundada em 1991 já lançou mais de 200 bairros, vendeu mais de 95 mil unidades e está presente em mais de 55 cidades. Sua estratégia, baseada em produto assertivo e preços competitivos graças à escala e eficiência produtiva, garante vantagens competitivas como forte *track-record*, alto *market-share* nas regiões onde atua, time de vendas e planejamento próprio, construção ágil e padronizada, baixo índice de distratos e barreiras de entrada.

Características do ativo

Rating	AAA (Moody's)	Amortização	Anual (a partir de jun-29)
Volume Emitido	R\$ 250.000.000	Juros	Semestral (a partir de dez-25)
Venc. (Duration)	27-jun-30 (3,5 anos)	Covenant	DL / PL ≤ 0,80x
Garantia. Não há			

Dados financeiros – Pacaembu (R\$ milhões)

	2021	2022	2023	2024	1T25 LTM
Receita Líquida (R\$m)	603	860	1.175	1.692	1.793
EBITDA Aj (R\$m)	38	52	129	262	284
Lucro Bruto (R\$m)	153	191	320	505	537
Mg Bruta (%)	25,4%	22,3%	27,2%	29,8%	30,0%
Lucro Líquido (R\$m)	24	24	106	261	278
Mg EBITDA (%)	6,3%	6,0%	11,0%	15,5%	15,9%
ROE (%)	7%	6%	25%	46%	45%
Dívida Líquida (R\$m)	-82	-35	-117	-129	-171
Dívida Líquida / PL	-22%	-9%	-25%	-20%	-24%
Dívida Líquida / EBITDA	-2,2x	-0,7x	-0,9x	-0,5x	-0,6x
Caixa / Dívida CP	187,6x	5,8x	2,9x	6,9x	9,7x

Nota(s): A Dívida Líquida considera do caixa restrito decorrente dos repasses de créditos associativos do MCMV. O EBITDA Ajustado desconsidera juros capitalizados nos custos.

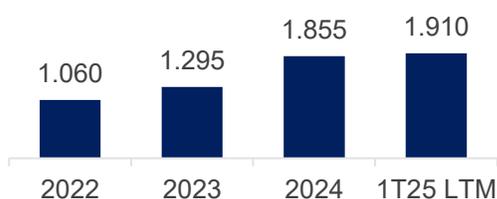
Perfil da dívida da Pacaembu – mar-25 (R\$ milhões)



Principais destaques

- A Companhia atua focada no MCMV, em especial na Faixa 1 (68% da receita), por meio da construção de condomínios de casas residenciais. O modelo de negócio permite um ciclo de obras rápido, de, em média, 18 meses, resultando em um VSO de 72%, acima da média do setor. As vantagens no financiamento do MCMV resultam em vendas rápidas, alcançando o *breakeven* do projeto, em média, em apenas 8 meses, e entregando a vasta maioria dos projetos já com 100% do estoque vendido.
- A Empresa possui um *landbank* robusto, com VGV de R\$18,7 bi, sendo majoritariamente formado por meio de permuta, com baixo ou nenhum desembolso de caixa. O *landbank* está 71,6% concentrado no interior de SP, mas também tem presença no PR, MT e MG, após um processo de expansão iniciado em 2020. A Cia foca em cidades do interior, onde existe clara preferência por casas em detrimento de outros imóveis.
- Apesar de ser uma empresa familiar, a Pacaembu possui alto nível de governança, com Conselho de Administração composto por 3 membros independentes.
- A Companhia possui uma estrutura de capital historicamente conservadora, com boa margem bruta e líquida, comparável às melhores empresas do setor focadas no MCMV, e elevado ROE.

Vendas Líquidas (VGV R\$m)



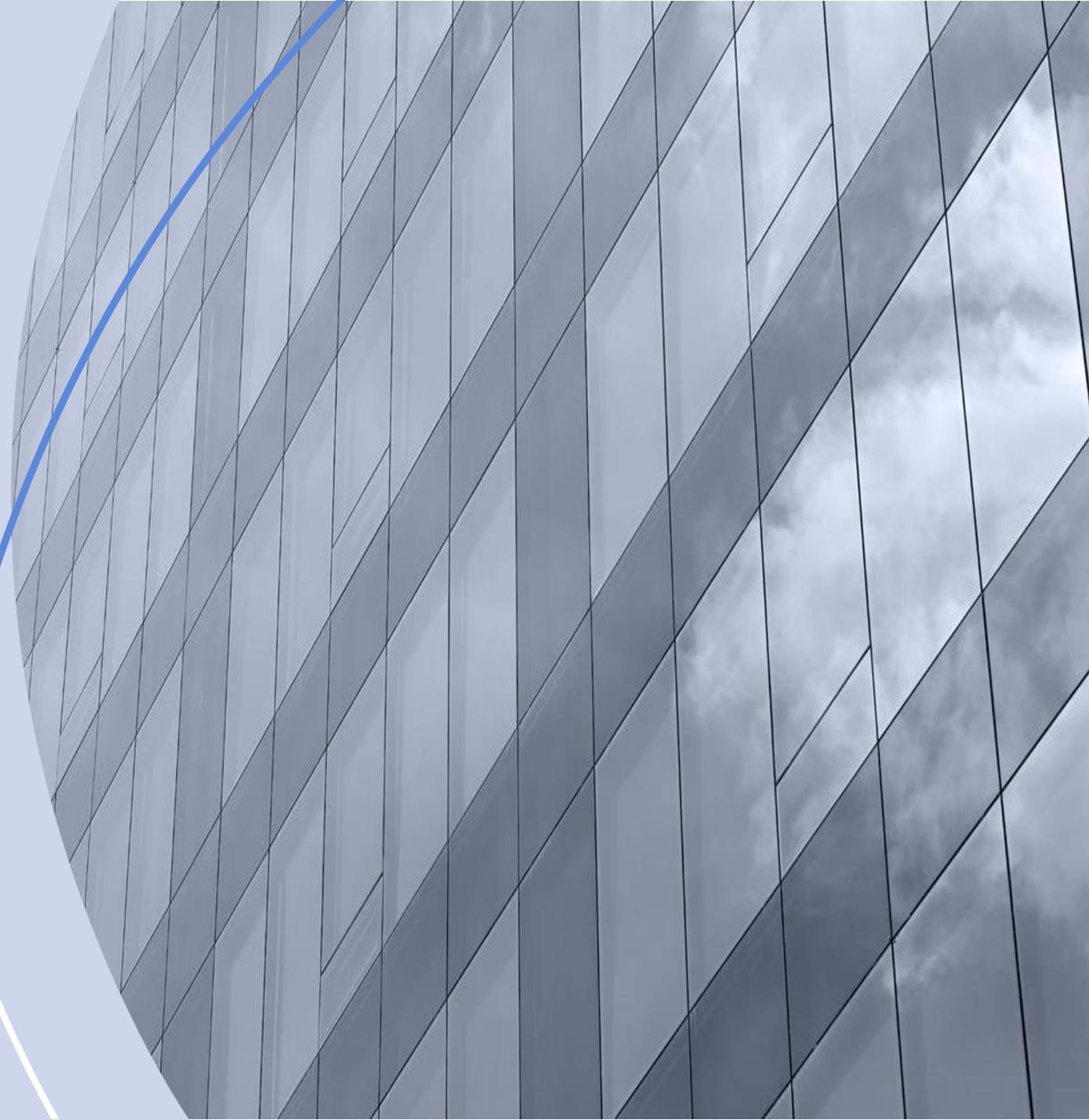
VSO (%) e Preço Médio da Unidade Vendida (R\$ mil)



Eventos Recentes

- No 1T25 a Companhia reportou R\$462mm em vendas líquidas (+14% vs 1T24), com bom VSO de 72%, R\$117mm de lucro bruto (+38% vs 1T24) e R\$56mm de lucro líquido (+44% vs 1T24). Além disso, reportou ótimas rentabilidade, com margem bruta de 30,0%, margem líquida de 14,3% e ROE de 45%. A Cia segue *net cash*, com dívida líquida negativa de R\$171mm.
- A Companhia divulgou os dados operacionais do 2T25, com recordes históricos de lançamentos, que alcançaram R\$ 877 milhões (+56% a/a), e vendas líquidas totalizando R\$ 685 milhões (+33% a/a). O VSO do 1S25 permaneceu estável em 51,5% (-0,3 p.p. vs. 1S24).

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

PetroRio
Linhas de Taubaté
Intervias
Itapoá
Mata de Santa Genebra
RGE Sul Distribuidora
Eletronorte
Iguá Rio de Janeiro
Pacaembu

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.



btg pactual