



Top Picks Títulos Incentivados de Crédito Privado

7 de outubro 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 Eldorado (IPCA+)

DEB Igua Rio de Janeiro (IPCA+)

DEB Metro Rio (IPCA+)

DEB Rialma (IPCA+)

CRI Pacaembu (CDI)

CRA SLC Agrícola (CDI)

DEB Vero (PRE)

CRA Minerva (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	Setor	Rating Local	Duration (anos)	Data de Vencimento	Indexador	NTN-B ref.
CRA0250080X	Eldorado	Celulose	AA+	7,1	17-Set-35	IPCA+	B35
IRJS15 ¹	Iguá Rio de Janeiro	Saneamento	AAA ¹	7,7	15-Fev-44	IPCA+	B35
MGPRA0	MetrôRio	Transporte	AAA	8.5	15-Mar-42	IPCA+	B35
RALM11	Rialma	Energia – Transmissão	AAA	9,4	15-Dez-46	IPCA+	B40
25F2573710	Pacaembu	Construção Civil	AAA	3,3	27-Jun-30	CDI	-
CRA025007PT	SLC Agrícola	Agronegócio	AA	4,9	22-Set-33	CDI	-
VERO15	Vero	Telecom	A+	4,3	15-Jul-32	PRE	-
CRA025005V8	Minerva	Frigorífico	AAA	5,3	15-Jul-35	PRE	-

Observação: 1: A S&P atribuiu o rating AAA para a emissão da debênture IRJS15.

Mudanças em relação ao mês anterior

Tipo	Emissor	Código	Motivo da mudança	Recomendação para quem já possui o ativo
Inclusão	MetrôRio	MGPRA0	Prêmio de crédito atrativo considerando: (i) novo mecanismo de compartilhamento de risco demanda promove maior previsibilidade; (ii) risco de execução bastante limitado e (iii) alongamento do prazo da concessão	Manter
Inclusão	Eldorado	CRA0250080X	Prêmio de crédito atrativo considerando: (i) acionista bem capitalizado; (ii) resolução do litígio societário destrava governança; e (iii) forte geração de caixa operacional	Manter
Inclusão	SLC Agrícola	CRA025007PT	Prêmio de crédito atrativo considerando: (i) uma das maiores produtoras agrícolas do Brasil; e (ii) fazendas com produtividade acima da média	Manter
Exclusão	3R Petroleum (Brava Energia)	RRRP13	Elevada demanda pelo ativo reduziu o estoque de debêntures	Manter
Exclusão	Linhas de Taubaté	LTTE15	Elevada demanda pelo ativo reduziu o estoque de debêntures	Manter
Exclusão	Itapoá	ITPO15	Elevada demanda pelo ativo reduziu o estoque de debêntures	Manter
Exclusão	RGE Sul Distribuidora	AESLA9	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

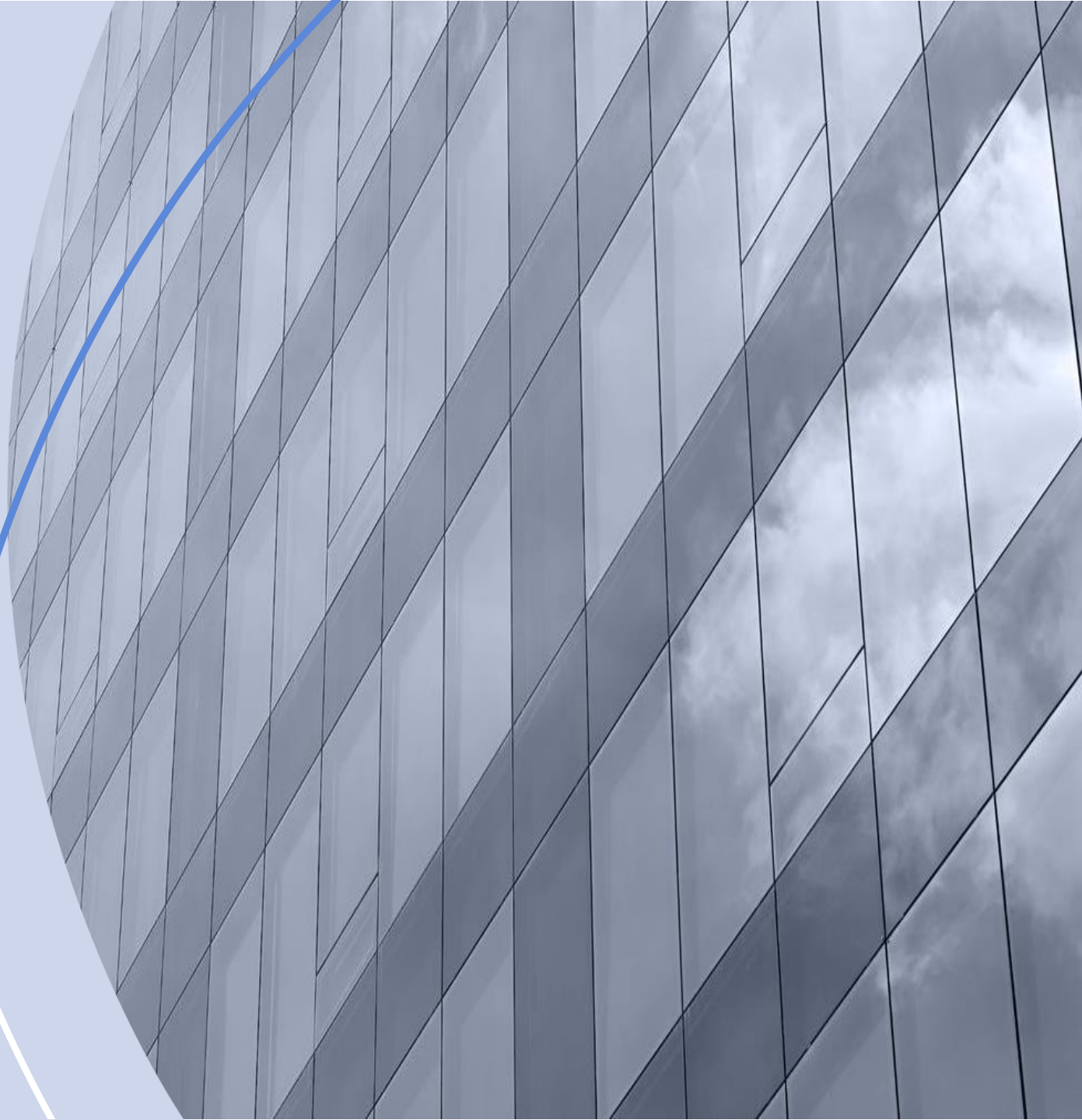
Emissor	Sector	Pontos positivos	Pontos de atenção	Tipo da estratégia
Eldorado	Papel e Celulose	✓ Acionista de grande porte financeiro (J&F) ✓ Geração de caixa livre resiliente e forte capacidade de desalavancagem ✓ Ativos florestais oferecem flexibilidade financeira, como fonte de liquidez ✓ Custo de produção competitivo com logística diversificada ✓ Opcionalidade para futuro projeto de expansão ✓ Resolução da disputa societária	✗ Exposição à volatilidade dos preços da celulose ✗ Novo ciclo de expansão deverá manter alavancagem elevada no curto e médio prazo	Moderada
MetrôRio	Transporte e Logística	✓ Unificação das linhas 1,2 e 4 com extensão de prazo até 2048 ✓ Compartilhamento de risco de volume aumenta previsibilidade de receita ✓ Reajuste tarifário indexado à inflação e política de subsídio ✓ Responsabilidade limitada nas novas obras ✓ Forte geração de caixa com sólidas métricas de crédito ✓ Perfil de endividamento alongado ✓ Upgrade da última emissão para AAA (Fitch e S&P)	✗ Risco de demanda (mitigado em grande parte pelo compartilhamento de risco com o governo) ✗ Risco regulatório ✗ Dependência de subsídios e concorrência com outros modais	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 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	✗ Alavancagem elevada no curto e médio prazo ✗ Desafios recentes impactaram o <i>ramp up</i> operacional e aumentou a necessidade de capex ✗ Risco regulatório	Moderada
Rialma	Energia – Transmissão	✓ Setor defensivo e com boa previsibilidade de geração de caixa ✓ Fiança bancária de BTG (60%) e Bradesco (40%) até o completion físico do projeto ✓ Acionistas com elevado <i>know-how</i> do setor, contando com estrutura verticalizada de construção ✓ Expectativa de antecipação de 2,4 anos para conclusão de todo o projeto (out-26) e capex aproximadamente 40% menor ✓ Trecho 1 já concluído, <i>funding</i> para o Trecho 2 já endereçado e Trecho 3 será financiado junto a bancos de desenvolvimento e debêntures/dívida bancária.	✗ Risco de construção, prazo e sobrecustos (mitigado pelo cronograma de obras bem avançado e fornecedores já contratados) ✗ Risco regulatório	Conservador

Teses de investimento

Títulos atrelados ao CDI/PRE

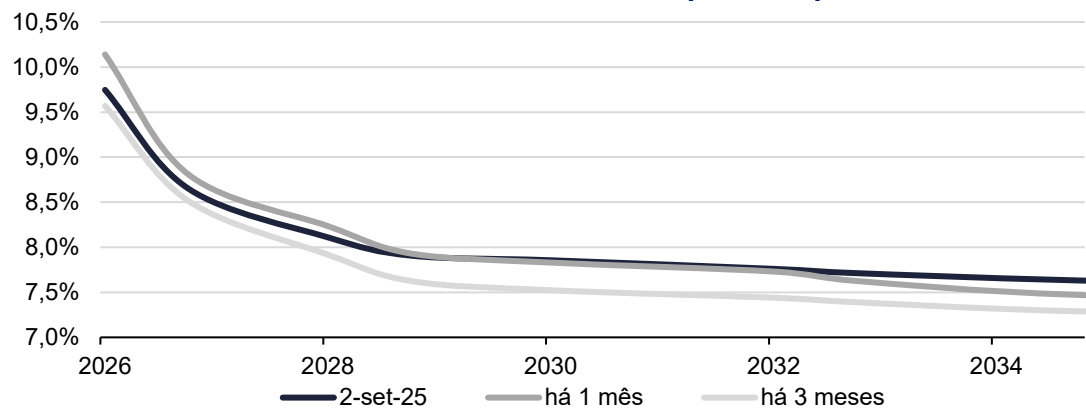
Emissor	Setor	Pontos positivos	Pontos de atenção	Tipo da estratégia
Pacaembu	Construção Civil	✓ Posição de forte destaque no setor de construção de casas residenciais ✓ Modelo de financiamento junto à Caixa assegura alta previsibilidade de receita ✓ <i>Landbank</i> robusto para suportar novos lançamentos 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	✗ O MCMV depende do orçamento estipulado para o FGTS ✗ Setor sujeito à oscilações de ciclos econômicos ✗ Exposição à volatilidade dos preços de commodities e insumos para construção	Moderada
SLC Agrícola	Agronegócio	✓ Posição de destaque como uma das maiores produtoras agrícolas do Brasil ✓ Portfólio diversificado com foco em algodão, soja e milho ✓ Modelo híbrido de terras próprias e arrendadas ✓ Produtividade agrícola acima da média nacional em suas principais culturas ✓ Histórico consolidado de aquisição de terras e gestão com elevado <i>know-how</i>	✗ Exposição à volatilidade dos preços do algodão, soja e milho ✗ Volatilidade nos preços de insumos, principal custo da companhia ✗ Maior concorrência por terras agrícolas de alta qualidade	Moderada
Vero	Telecom e Fibra Ótica	✓ Um dos maiores ISPs independentes do Brasil ✓ Fortes sinergias e potencial de crescimento após fusão com a Americanet e recentes M&As ✓ <i>Track record</i> robusto de crescimento orgânico e inorgânico ✓ Liderança em regiões estratégicas com rápido crescimento de <i>market share</i> ✓ Expertise do management e acionistas controladores	✗ Negócio intensivo em capital e estratégia de expansão acelerada ✗ Competição intensa com outros ISPs e grandes operadoras ✗ Redução das barreiras de entrada com introdução das redes neutras no Brasil	Sofisticada
Minerva	Frigorífico	✓ Liderança nas exportações de carne bovina na América Latina ✓ Longo histórico de sucesso na integração de plantas adquiridas ✓ Diversificação geográfica da produção e exportações ✓ Liquidez confortável para pagamento dos passivos financeiros até 2028 ✓ Acionistas de grande porte e com suporte ativo	✗ Suscetibilidade aos ciclos do gado (oferta e preço) ✗ Concentração em poucos tipos de proteína (carne bovina) ✗ Integração dos ativos adquiridos da Marfrig	Moderada

Análise Macro

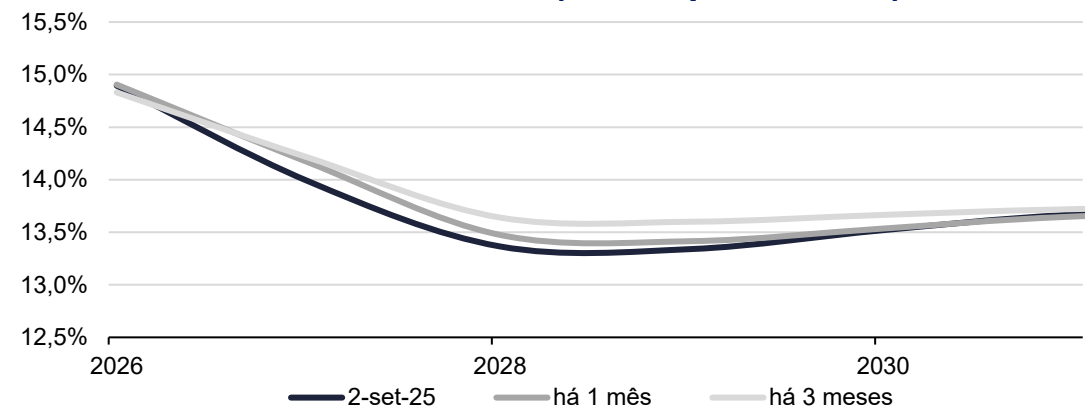


Curvas de juros

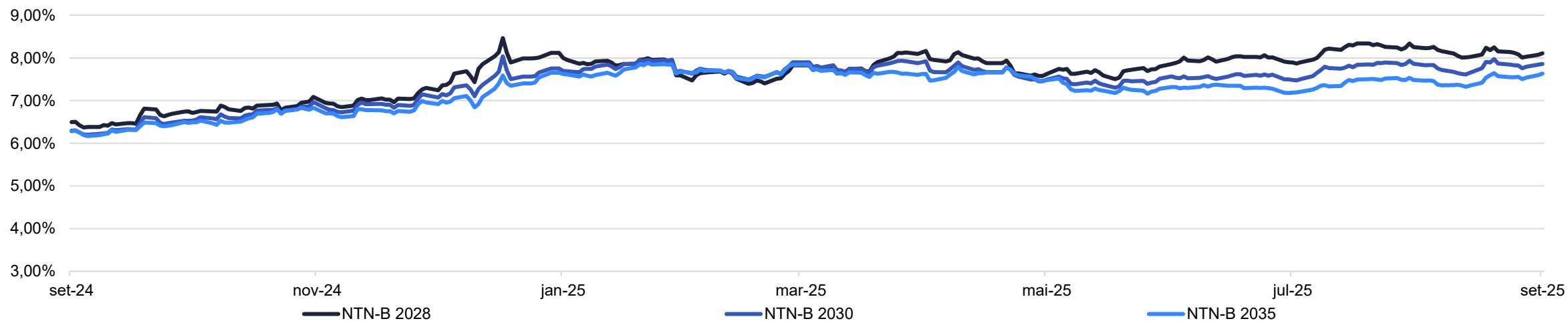
Curva de Tesouro IPCA+ (NTN-B)



Curva de DI Futuro (títulos pré-fixados)

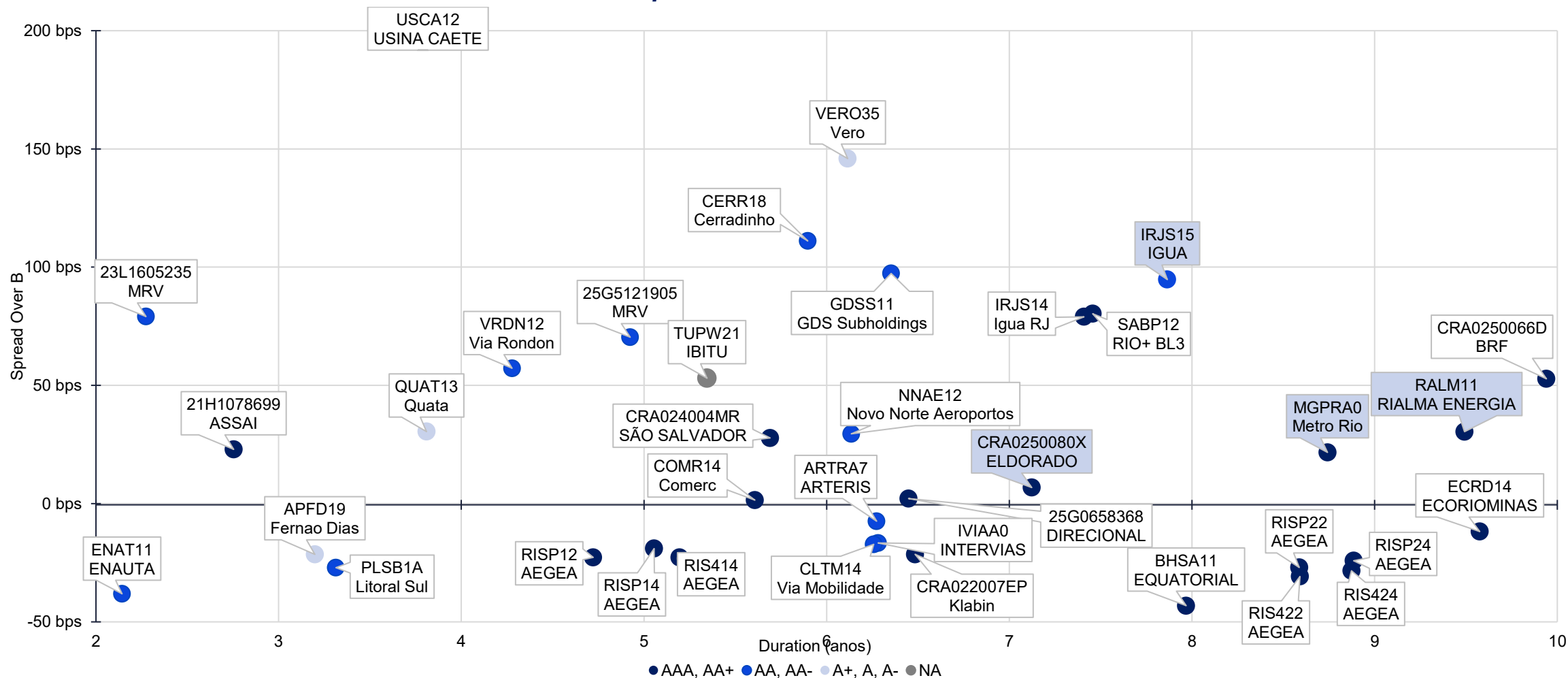


Taxas dos Títulos Públicos Tesouro IPCA+



Prêmios de crédito indicativos

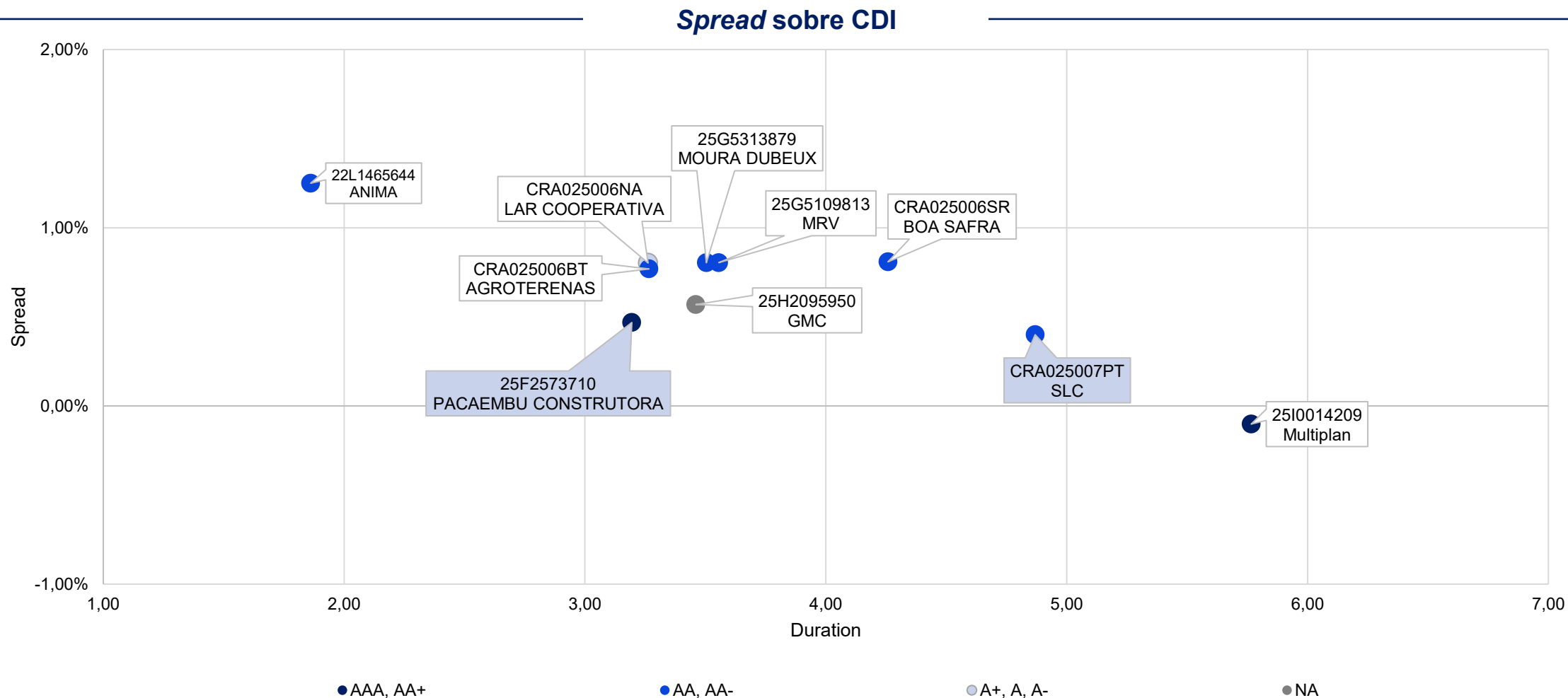
Spread sobre a NTN-B



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

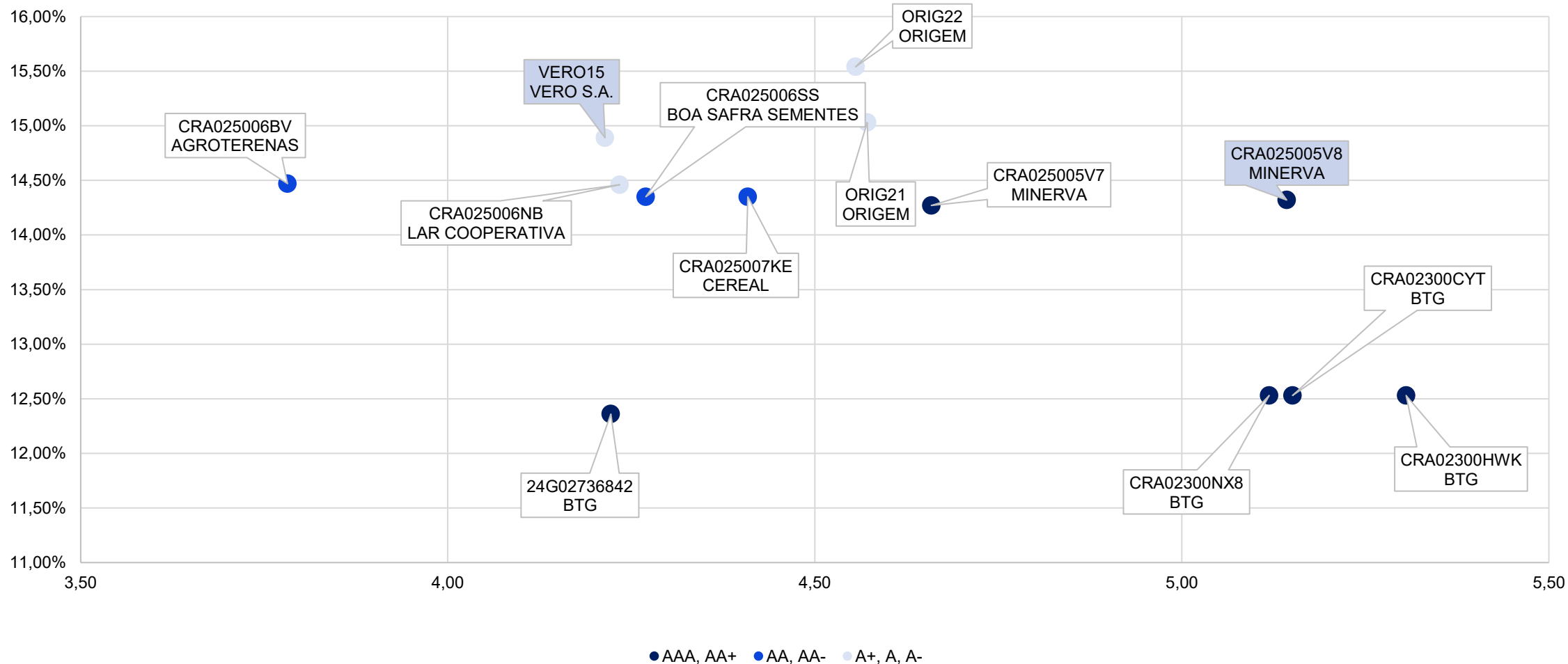


Fonte(s): Anbima, Corretoras Agências de *rating* e Economatica.

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 PRÉ



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 Eldorado Brasil, fundada em 2010, é referência global no mercado de celulose e figura entre os principais produtores de celulose de eucalipto branqueada do país. A companhia opera em Três Lagoas (MS) uma das maiores plantas verticalizadas de celulose do mundo, com capacidade anual de 1,8 milhão de toneladas, sustentada por uma base florestal de 300 mil hectares de eucalipto no Mato Grosso do Sul. Essa área supera em mais de 100% a demanda necessária para o abastecimento da fábrica, estimada entre 180 e 200 mil hectares. A empresa também se beneficia de acesso a diferentes modais logísticos — rodoviário, ferroviário e hidroviário — que contribuem para a redução de custos de transporte. Outro diferencial é a concessão, por 25 anos, de um terminal portuário dedicado à celulose, com capacidade anual de 3 milhões de toneladas.

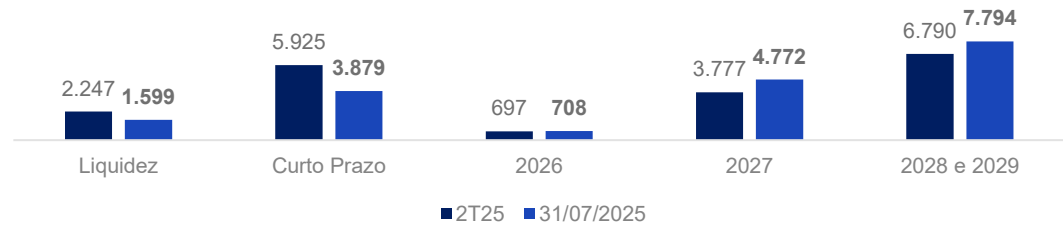
Características do ativo

Rating	AA+ (Fitch)	Amortização	Bullet
Volume Emitido	R\$ 2.000.000.000,00	Juros	Semestral
Venc. (Duration)	17-set-35 (7,1 anos)	Covenant	DL/EBITDA Ajust. ≤ 4,75x
Garantia. Não há			

Dados financeiros – Eldorado (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	2024	2T25 UDM	2025E
Receita Líquida	4.426	6.055	7.538	5.756	6.373	6.365	6.012
EBITDA AJ.	2.113	3.500	4.563	2.646	3.278	3.348	3.215
Margem EBITDA AJ.	47,7%	57,8%	60,5%	46,0%	51,4%	52,6%	53,5%
Dívida Líquida	6.839	5.354	2.983	1.216	966	14.941	12.104
DL / EBITDA	3,2x	1,5x	0,7x	0,5x	0,3x	4,5x	3,8x
Fluxo de Caixa Livre	313	1.813	1.936	1.099	1.393	1.618	3.654

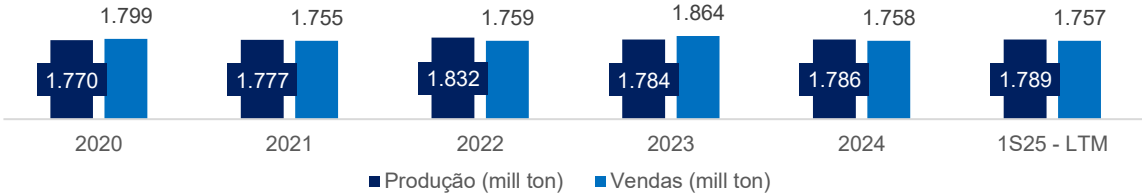
Cronograma de amortização atualizado (2T25 vs 31/07/2025)



Fonte(s): Companhia(s).

Principais destaques

- A companhia detém 300 mil hectares de área plantada, dos quais apenas 180-200 mil são necessários para abastecer a fábrica atual. O excedente pode ser monetizado via venda de madeira em pé, fortalecendo a desalavancagem – dois contratos já foram anunciados recentemente (com Suzano e Arauco).
- Companhia geradora de caixa livre, sendo que nos últimos 5 anos, a Eldorado apresentou uma geração média de ~R\$1,0 bi/ano, mesmo em períodos de preços desfavoráveis da celulose, evidenciando a robustez operacional e a capacidade de suportar uma trajetória acelerada de desalavancagem.
- Custo caixa competitivo tendo em vista os múltiplos modais de escoamento (rodoviário, ferroviário e aquaviário) e terminal próprio no Porto de Santos com capacidade de 3 milhões t/ano.
- A resolução do litígio societário tornou a Eldorado integralmente controlada pela J&F, eliminando entraves de governança e trazendo maior agilidade às decisões. A J&F, agora única controladora, fortalece o suporte ao crédito da companhia, apoiada pelo caixa gerado pela JBS. A alta alavancagem decorre das captações para financiar a compra da participação da Paper Excellence.
- A Eldorado mantém a opção de executar futuramente o projeto Vanguarda 2.0, que ampliaria a capacidade em 2,6 milhões t/ano com investimento estimado em até US\$ 5 bi, incluindo expansão florestal e novo ramal ferroviário. Contudo, o projeto só deve avançar após redução da alavancagem, devido à necessidade de aportes relevantes de equity para preservar os covenants financeiros.



Eventos Recentes

- Em mai/25, a J&F encerrou a disputa societária com a Paper Excellence ao adquirir sua fatia de 49,41% na Eldorado por R\$15 bi, encerrando todos os litígios. A operação foi financiada por captação de igual valor junto ao Bradesco. Em seguida, a Eldorado emitiu R\$13 bi em notas comerciais para quitar a dívida da J&F e, em jul/25, liquidou integralmente essas notas, substituindo-as por ACC, PPE, NCE e CPR, o que reduziu amortizações de curto prazo, o custo da dívida em dólar (de 6,7% para 6,2%) e alongou o perfil de vencimentos.
- Anuncio de duas operações para reduzir a alavancagem: (i) venda de 12 milhões de m³ de madeira em pé para a Arauco (valores não divulgados); e (ii) contrato de permuta de ativos biológicos com a Suzano, envolvendo 18 milhões de m³ de madeira em pé, com pagamentos de R\$1,3 bi em 2025 e R\$439 mi em 2026.
- Emissão de uma nova debênture de R\$1,5bi, sendo os recursos destinados a construção de do ramal ferroviário que se conecta a fabrica.

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 (7,7 anos)	Covenant	ICSD $\geq 1,2x$ (a partir de 2029)

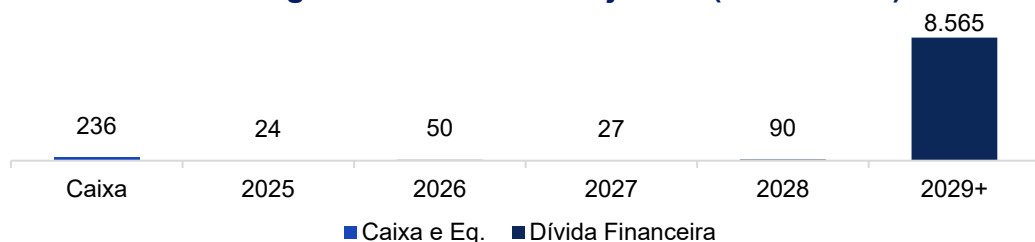
Garantia. Fiança; AF de 100% das ações da Emissora; CF de direitos creditórios e CF das CVs

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 – jun-25 (R\$ milhões)

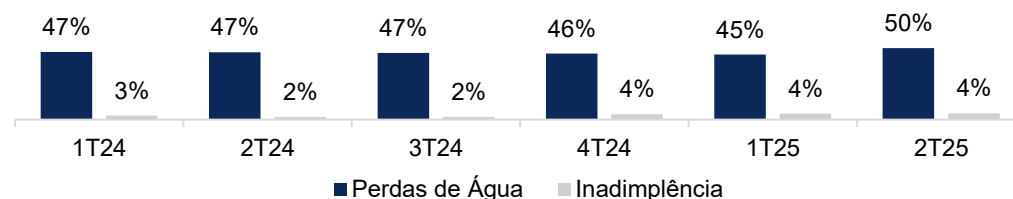


Fonte(s): Companhia(s).

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 6M25, o volume faturado atingiu 80 milhões de m³ (+2% vs 6M24), a receita líquida ajustada totalizou R\$ 883 milhões (+10% vs. 6M24) e o EBITDA ajustado foi de R\$ 368 milhões (+32% vs. 6M24), 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 Agerensa 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 MetrôRio é a concessionária responsável pela operação do sistema metroviário urbano do Rio de Janeiro. Desde 1998, administra as Linhas 1 (Verde) e 2 (Laranja), que totalizam 42 km de extensão e 36 estações. Em abril de 2025, com assinatura do 10ºTACC, passou também a ser a concessionária da Linha 4 (Amarela), incorporando cerca de 16 km e cinco estações, além da retomada das obras da Estação Gávea. Além disso, a concessão foi prorrogada até janeiro de 2048, consolidando o papel da empresa como operadora de transporte metroviário da cidade. A MetrôRio é controlada pela HMOBI, cujo acionista majoritário é o Mubadala (51,5%), em conjunto com os fundos de pensão Previ, Funcef e Petros, três dos maiores do Brasil. O sistema é hoje um dos pilares da mobilidade urbana da capital fluminense, atendendo regiões centrais e de alta densidade populacional, e desempenha papel estratégico na integração com outros modais de transporte público.

Características do ativo

Rating	AAA (Fitch e S&P)	Amortização	Anual (a partir de mar-28)
Volume Emitido	R\$ 2.800.000.000	Juros	Anual (a partir de mar-27)
Venc. (Duration)	15-mar-2042 (8,5 anos)	Covenant	ICSD $\geq$ 1,1x (a partir de 2028)

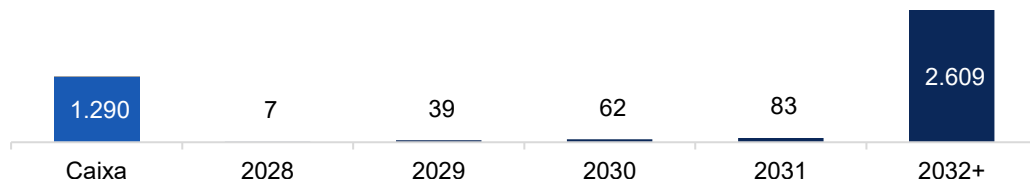
Garantia. AF das ações do MetrôRio, da HMOBI; CF de recebíveis, além de conta reserva com recursos para cobrir o pagamento de 1 parcela do serviço da dívida.

Modelagem Financeira – MetrôRio (R\$ milhões)

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Receita Líquida*	1.171	1.346	1.424	1.540	1.671
EBITDA Aj.*	556	565	745	833	931
Margem EBITDA %	47,5%	42,0%	52,3%	54,1%	55,7%
CAPEX	(136)	(215)	(434)	(314)	(244)
Dívida Líquida	1.514	1.587	2.139	2.234	2.247
ICSD	-	-	-	-	2,0x
DL / EBITDA Aj.*	2,7x	2,8x	2,9x	2,7x	2,4x
Fluxo de Caixa Livre	202	195	452	282	413

Nota(s): Para 2024 e 2025 consideramos Proforma MetrôRio + MetroBarra. Não considera o ressarcimento referente aos impactos do COVID-19.

Perfil da dívida da MetrôRio – jun-25 (R\$ milhões)*

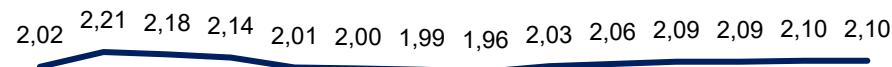


Nota(s): O cronograma esta proforma MetrôRio + MetroBarra, considerando a nota emissão; Fonte(s): Companhia(s);

Principais destaques

- Em abr/25, o MetrôRio assinou o 10º termo aditivo que redesenhou a concessão, estendendo o prazo até 2048 e transferindo a Linha 4 para sua administração, unificando as Linhas 1, 2 e 4. A medida elimina pendências, gera ganhos imediatos de receita e EBITDA e viabiliza a retomada das obras da Estação Gávea. Com 59 km de trilhos, 41 estações e 64 trens climatizados, o MetrôRio tornou-se o maior sistema metroviário sob gestão privada do país e o segundo maior em extensão e passageiros.
- O novo contrato criou uma curva regulatória de demanda com mecanismo de compartilhamento de risco com o Estado, assegurando ressarcimento quando o volume de passageiros ficar abaixo de 90% da demanda regulatória. A medida aumenta a previsibilidade da receita e reduz o risco de demanda diante da recuperação lenta do tráfego, da concorrência com modais subsidiados e de possíveis disrupções como pandemias.
- Além disso, o termo aditivo viabiliza ressarcimentos relevantes, incluindo: i) ressarcimento referente aos impactos da pandemia em 2021 de R\$310,5mi, e ii) quitação da segunda parcela de reembolso referente ao desconto tarifário temporário de R\$0,30 durante a pandemia, de R\$50mi (quitado em 2024). Um 1º ressarcimento de R\$327,7mi referente aos impactos da pandemia em 2020 já havia sido pago ao MetrôRio em 2022.
- O MetrôRio investirá R\$600 milhões na Estação Gávea, enquanto o Estado do Rio arcará com R\$146,7 milhões e todos os riscos de execução, atrasos e pleitos. A entrega, prevista para 2028, deve aumentar passageiros, resolver pendência jurídica e reforçar a segurança da concessão.

Projeção de ICSD



2027 2028 2029 2030 2031 2032 2033 2034 2035 2036 2037 2038 2039 2040 2041 2042

Nota(s): O ICSD será medido a partir de 2028 para fins de covenant da nova emissão

Eventos Recentes – MetrôRio

- Para viabilizar o novo contrato, o MetrôRio incorporará a MetroBarra. Além disso, emitiu debêntures incentivadas em out-25 no montante de R\$2,8 bilhões (vencimento em 2042), destinadas ao resgate das debêntures MTRJ19 (~R\$1,5 bi) e da MetroBarra (~R\$0,7 bi), além do financiamento de R\$600 milhões para a Estação Gávea.
- A emissão recebeu rating AAA pela Fitch e S&P, refletindo forte geração de caixa e alavancagem moderada.

A Rialma V foi a vencedora do Lote 02 - 01/2023, com uma oferta de RAP (Receita Anual Permitida) de R\$ 347,8 milhões, representando um deságio de 51,0%. O contrato, assinado em setembro de 2023, tem duração de 30 anos e contempla a construção e operação de uma linha de transmissão de 500 kV, com 807 km de extensão, dividida em três trechos e quatro subestações localizadas na Bahia e em Minas Gerais. O projeto tem como objetivo expandir o sistema de transmissão da Área Sul da Região Nordeste e do Norte de MG/ES, viabilizando o escoamento de energia renovável — fator essencial para mitigar o curtailment no país. A debênture conta com fiança bancária prestada pelo BTG (60%) e pelo Bradesco (40%) até o completion do projeto. As cartas fiança devem ter validade mínima de 24 meses e precisam ser renovadas de forma a garantir a manutenção da cobertura até a conclusão das obras.

Características do ativo

Rating	AAA (Fitch)	Amortização	Semestral (a partir de dez-27)
Volume Emitido	R\$ 785.000.000,00	Juros	Semestral (junho e dezembro)
Venc. (Duration)	15-dez-48 (9,4 anos)	Covenant	ICSD >= 1,20x

Garantias: i) AF das ações da Emissora; ii) CF dos direitos creditórios do contrato de concessão; iii) CF da Conta reserva de 6 meses de serviço da dívida; e iv) **Fiança Bancária do BTG (60%) e Bradesco (40%) até o completion físico.**

Dados financeiros (R\$ milhões)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
RAP Annual	98	211	420	437	454	470	488	506	526
EBITDA GAAP	91	194	386	402	418	433	449	466	484
Lucro Líquido	432	319	493	96	124	118	122	129	134
Dívida Líquida	1.749	2.697	2.681	2.989	2.996	3.001	2.993	2.976	2.945
DL / EBITDA GAAP	19,3x	13,9x	6,9x	7,4x	7,2x	6,9x	6,7x	6,4x	6,1x
ICSD	n/a	n/a	n/a	1,2x	1,2x	1,2x	1,2x	1,3x	1,2x

Cronograma de obras

Trecho	Instalação de Transmissão	RAP	LI	TLP
1	LT 500 kV Gentio do Ouro II - Bom Jesus da Lapa II	30,7%	✓	Abr-25
1	SE 500 kV Gentio do Ouro II	2,2%	✓	Jun-25
1 / 2	2 Bancos de Reatores de Barra de 150 Mvar cada	2,0%	✓	Jun-25
	SE 500 kV Bom Jesus da Lapa II			
2	2 Bancos de Reatores de Barra de 150 Mvar cada	27,9%	✓	Jun-25
2	LT 500 kV Bom Jesus da Lapa II – Jaíba	2,1%	✓	Mar-26
2 / 3	SE 500 kV Jaíba	2,1%	✓	Mar-26
3	2 Bancos de Reatores de Barra de 150 Mvar cada	34,0%	✓	Mar-26
	LT 500 kV Jaíba – Buritizeiro 3			
3	SE 500 kV Buritizeiro 3	1,2%	✓	Out-26
3	1 Banco de Reatores de Barra de 180 Mvar	100%	✓	Out-26

Principais destaques

- Alta previsibilidade da receita (uma vez que a linha entre em operação) e forte geração de caixa, com RAP reajustada anualmente pela inflação, margens altas, e forte arcabouço regulatório.
- Funding para os Trecho 1 e 2 100% endereçado via captação de R\$1,5bi em debêntures incentivadas (RALM11 e RALM21), com rating AAA pela Fitch, com fiança bancária até o completion (Bradesco e BTG Pactual). Trecho 3 a ser financiado via captação de R\$850mm junto a bancos de desenvolvimento e debêntures/dívida bancária.
- O CAPEX previsto no edital era de R\$ 4,3bi (base jun/23); no entanto, a companhia estima um investimento de R\$ 2,7bi, valor validado por engenheiro independente. Essa diferença se deve, principalmente, ao fato do Grupo Rialma contar com uma equipe própria de engenharia, que atua como EPCista do projeto, promovendo a verticalização da construção (elimina a margem do EPCista terceirizado — uma das principais vantagens competitivas do grupo).
- Trecho 1 foi concluído em abr/25, e a previsão é que os Trechos 2 e 3 entrem em operação em mar/26 e out/26, respectivamente. Isso representa uma antecipação de, aproximadamente, 2,4 anos frente o prazo contratual de mar/29.

Dados do contrato:

	Rialma Transmissora V
Tensão	500 kV
Localização	Bahia - Minas Gerais
Subestações	Gentio Ouro II - Bom Jesus da Lapa II - Jaíba - Buritizeiro
Extensão LT (km)	807 (x2)
Quantidade de Subestações (SE)	4
Lote & Leilão	Lote 02 - 01/2023
Prazo	30 anos (set-2053)
RAP (R\$ mm)	347,8 (51,0% de deságio)
Operação Comercial	abr/25 (Trecho 1); mar/26 (Trecho 2); e out/26 (Trecho 3)
Operação Comercial contratual	março -2029
Investimentos previstos (R\$ mm)	2.677
Investimentos previstos (R\$ mm) - ANEEL	4.300

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

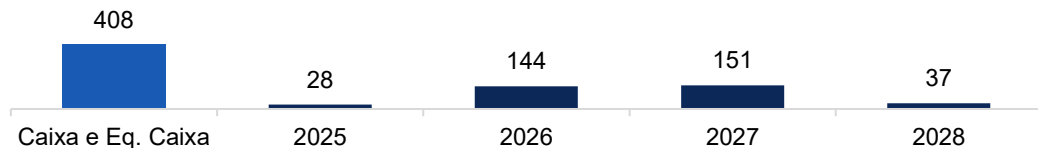
Rating	AAA (Moody's)	Amortização	Anual (a partir de jun-29)
Volume Emitido	R\$ 250.000.000	Juros	Semestral (a partir de dez-25)
Venc. (Duration)	27-jun-30 (3,3 anos)	Covenant	DL / PL $\leq$ 0,80x
Garantia. Não há			

Dados financeiros – Pacaembu (R\$ milhões)

	2021	2022	2023	2024	2T25 UDM
Receita Líquida	603	860	1.175	1.692	1.924
Lucro Bruto	38	52	129	262	579
Margem Bruta (%)	153	191	320	505	30,1%
EBITDA Aj	25,4%	22,2%	27,2%	29,8%	302
Margem EBITDA (%)	24	24	106	261	15,7%
Lucro Líquido	6,3%	6,0%	11,0%	15,5%	293
ROE (%)	7%	6%	25%	46%	43,4%
Dívida Líquida	(82)	(35)	(117)	(129)	(47)
Dívida Líquida / PL	-22%	-9%	-25%	-20%	-6%
Dívida Líquida / EBITDA	-2,2x	-0,7x	-0,9x	-0,5x	-0,2x
Caixa / Dívida CP	187,6x	5,8x	2,9x	6,9x	4,3x

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.

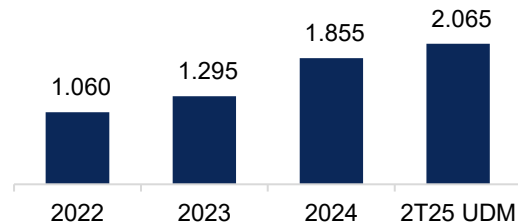
Perfil da dívida da Pacaembu – jun-25 (R\$ milhões)



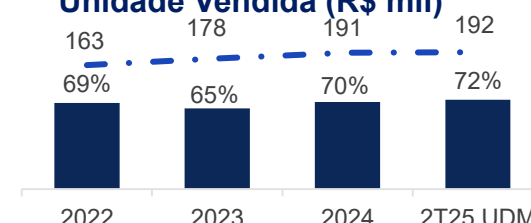
Principais destaques

- 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\$mm)



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



Eventos Recentes

- No 6M25 a Companhia reportou R\$ 1,1 bilhão em vendas líquidas (+24% vs 6M24), com bom VSO de 72%, R\$ 295mm de lucro bruto (+38% vs 1T24) e R\$56mm de lucro líquido (+34% vs 6M24). Além disso, reportou ótimas rentabilidade, com margem bruta de 30,1%, margem líquida de 14,2% e ROE de 43%. A Cia segue *net cash*, com dívida líquida negativa de R\$ 47mm.
- 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 6M25 permaneceu estável em 51,5% (-0,3 p.p. vs. 6M24).

A SLC Agrícola é uma das maiores produtoras agrícolas do Brasil, com atuação focada na produção em larga escala de algodão, soja e milho. A companhia opera 23 fazendas distribuídas por sete estados brasileiros — Mato Grosso, Mato Grosso do Sul, Goiás, Maranhão, Bahia, Minas Gerais e Piauí — e, em 2025, ampliou sua presença geográfica ao ingressar no estado do Pará. No total, a SLC possui cerca de 730 mil hectares plantados (359 mil hectares próprios), que corresponderam pela produção de aproximadamente 2,6 milhões de toneladas de grãos, fibras e outras culturas em 2024. O portfólio de cultivos é composto principalmente por algodão, responsável por 56% da receita líquida em 2024, seguido por soja (30%) e milho (8%), além de criação de gado (3%) e outros cultivos (3%). A empresa também atua na comercialização de sementes de soja e algodão, reforçando sua relevância na cadeia produtiva do agronegócio brasileiro.

Características do ativo

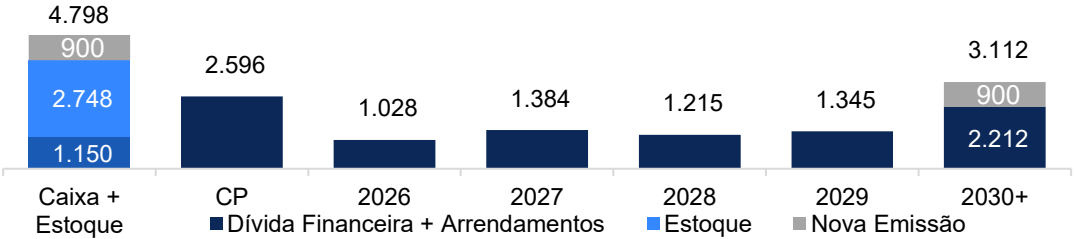
Rating	AA (Moody's)	Amortização	Anual (a partir de set-32)
Volume Emitido	R\$ 900.000.000	Juros	Semestral (a partir de mar-26)
Venc. (Duration)	22-set-2033 (4,9 anos)	Covenant	DL / EBITDA ≤ 4,0x
Garantia.			

Modelagem Financeira – SLC Agrícola (R\$ milhões)

	2021	2022	2023	2024	2T25 UDM
Receita Líquida	4.363	7.373	7.231	6.916	7.800
EBITDA Ajustado	1.685	3.118	2.709	2.037	2.575
Margem EBITDA %	38,6%	42,3%	37,5%	29,4%	33,0%
CAPEX	451	609	1.025	1.100	1.867
*Dívida Líquida	5.784	5.312	6.056	6.683	8.631
Dívida Líquida /EBITDA	3,4x	1,7x	2,2x	3,3x	3,4x
Caixa + Estoque / Dívida CP	2,5x	2,5x	3,1x	3,0x	1,8x

Fonte(s): Companhia(s) e BTG Pactual. *Dívida Líquida considerando nova emissão de dívida de R\$ 900 milhões e arrendamentos.

Perfil da dívida da SLC Agrícola – jun-25 (R\$ milhões)

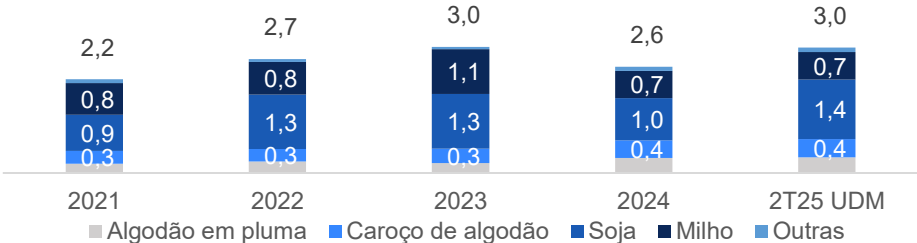


Fonte(s): Companhia(s) e BTG Pactual. *Dívida Líquida considerando nova emissão de dívida de R\$ 900 milhões e arrendamentos.

Principais destaques

- Destaca-se sua elevada produtividade em suas principais culturas, apresentando médias de 1.811 kg/ha para o algodão em pluma (+80% vs. EUA), 3.975 kg/ha para a soja (+18% vs. EUA) e 7.054 kg/ha para o milho de segunda safra (vs. 11.091 EUA onde o cultivo é de primeira safra). Em sua melhor fazenda, esses números alcançam 2.159 kg/ha para o algodão, 4.860 kg/ha para a soja e 8.713 kg/ha para o milho.
- Dos 730 mil hectares, a companhia concentra sua presença principalmente no MT (310 mil ha, 43%), BA (152 mil ha, 20%) e MA (145 mil ha, 20%). A maior parte das terras é operada sob arrendamento, estratégia para expansão de forma asset light. Já suas áreas próprias — com potencial de valorização patrimonial — foram avaliadas em R\$ 13 bi (+7% a/a)
- A Cargill é o principal parceiro comercial da companhia, respondendo por cerca de 30% da receita nos últimos três anos. O segundo maior cliente variou ao longo do período e não superou 10% da receita. Apesar da concentração na Cargill, vale destacar que as commodities agrícolas negociadas possuem elevada liquidez, o que mitiga riscos de dependência e facilita a diversificação de compradores.

Produção (em milhões de toneladas)



Eventos Recentes – SLC Agrícola

- A SLC divulgou seu guidance para a safra 2025/26, projetando 836 mil hectares plantados (+100 mil ha a/a), com distribuição entre algodão (24%), soja (51%) e milho (19%). A companhia espera leve ganho de produtividade em soja (+0,5%) e algodão (+0,9%), enquanto o milho deve recuar 7,4%, refletindo a incorporação das novas áreas da Sierentz, ainda em fase de adaptação. Um ponto negativo é alta nos custos unitários, acima do esperado, o que tende a pressionar as margens operacionais no curto prazo.
- Em set/25, emitiu um CRA no valor de R\$ 900 milhões, com vencimento em 2033 para reperfilamento do passivo de curto prazo.

A Vero é uma das maiores provedoras independentes de banda larga (ISP) de fibra ótica no Brasil, com atuação em 425 cidades nas regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste do país. Fundada em 2019, após a fusão de oito ISPs independentes de fibra ótica do interior de Minas Gerais, a Vero foi bem sucedida na sua rápida expansão, aplicando seu modelo de negócio padronizado, escalável e estruturado, com ampla infraestrutura de rede própria e foco na alta qualidade de serviço como diferencial competitivo. Em agosto de 2023, a Vero anunciou a fusão com a Americanet, *deal* que traz a NewCo como uma das maiores ISPs do Brasil. A companhia é controlada, após a fusão, pelos fundos de *private equity* Vinci Capital Partners e Warburg Pincus, os quais possuem respectivamente 36% e 22% de participação respectivamente, ambos os fundos apresentam largo *track record* no setor.

Características do ativo

Rating	A+ (S&P)	Amortização	Anual (a partir de jul-31)
Volume Emitido	R\$ 75.000.000,00	Juros	Semestral (a partir de jan-27)
Venc. (Duration)	15-jul-32 (4,3 anos)	Covenant	(i) DL / EBITDA $\leq$ 3,5x (2024) e (ii) EBITDA / DFL $\geq$ 2,0x

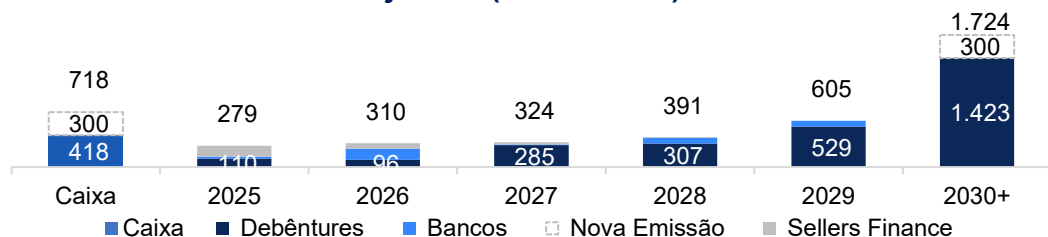
Garantia. Não há

Dados financeiros (R\$ milhões)

	2021	2022	2023	2024	2T25 UDM
Receita Líquida	421	687	1.587	1.661	1.713
EBITDA Ajustado	203	358	809	854	895
Margem EBITDA %	48,2%	52,1%	51,0%	51,4%	52,3%
CAPEX	(347)	(407)	(298)	(869)	(795)
Dívida Líquida	581	997	2.467	2.687	2.933
Dívida Líquida / EBITDA	2,9x	2,8x	3,0x	3,1x	3,3x
Caixa / Dívida CP	1,3x	2,4x	1,3x	4,3x	1,4x

Nota(s): Os resultados até 2022 consideram apenas Vero, em 2023 os resultados estão em caráter proforma, já considerando a fusão Vero+Americanet. Para esta tabela não estamos considerando a nova emissão de debênture realizada em jul/25.

Perfil da dívida da Vero – jun-25 (R\$ milhões)

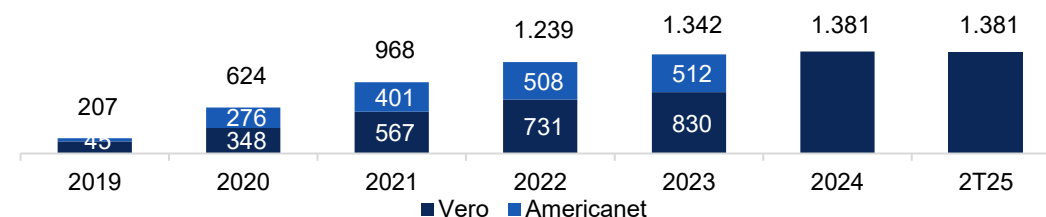


Fonte(s): Companhia(s). Notas(s): (i) O perfil da dívida considera as dívidas de Sellers Finance; (ii) consideramos a nova emissão de debênture realizada em jul/25; (iii) os resultados estão em caráter proforma (números aproximados), já considerando a fusão com a Americanet.

Principais destaques

- A Vero expandiu sua base de clientes de 135-mil em 2019 (39 cidades) para pouco mais de 1,3 milhão ao final do 2T25, através de uma estratégia de expansão orgânica e inorgânica bem executada, que contou com a aquisição de 18 empresas e lançamento de seus serviços (de forma orgânica) em 49 novas cidades.
- O crescimento da Vero se beneficia de três tendências no setor: i) a crescente demanda por banda larga, ii) a maior competitividade da fibra ótica, substituindo tecnologias ultrapassadas (principalmente cobre), e iii) um setor excessivamente fragmentado, com cerca de 7,3 mil ISPs reguladas no Brasil.
- Após a fusão, a NewCo tem em sua estrutura acionária Vinci Partners (36,2%), Warburg Pincus (22,2%), Lincoln Oliveira (8,4%), Invest Tech (7,1%), e 26,1% para acionistas minoritários. Os acionistas da Vero terão 56% e os da Americanet 44%. A Vinci Partners é uma das principais gestoras de ativos na América Latina, com R\$ 62 bilhões em Ativos sob Gestão (AuM), enquanto a Warburg Pincus é reconhecida como um dos maiores fundos globais de *private equity*, com investimentos que ultrapassam 75 bilhões de dólares em mais de 900 empresas em mais de 40 países.

Evolução da base de assinantes (mil assinantes)



Eventos Recentes

- No 2T25 a companhia atingiu o maior ARPU (R\$ 113,8) e o menor churn (1,86%) do setor de banda larga
- Em jul/25, a Vero realizou a emissão de três séries de debêntures, totalizando R\$ 300 milhões. Segundo a companhia, os recursos líquidos serão destinados à implementação e desenvolvimento de projeto submetido ao Ministério das Comunicações.

A Minerva é a maior exportadora de carne bovina da América Latina e o terceiro maior frigorífico de carne do Brasil, atrás apenas da JBS e da Marfrig. Em jun-25 sua capacidade de abate na América Latina – já considerando os novos ativos adquiridos e consolidados da Marfrig - era de 41.789 cabeças de gado por dia. Diferentemente de seus concorrentes, a maior parte da receita da Minerva vem de exportações (~65%) e a maior parte da produção é concentrada na América Latina. A companhia é controlada pela família Vilella de Queiroz e pela empresa de investimentos SALIC (Saudi Agricultural and Livestock Investment Company), que é um braço de investimentos do fundo de pensão do governo da Árabia Saudita.

Características do ativo

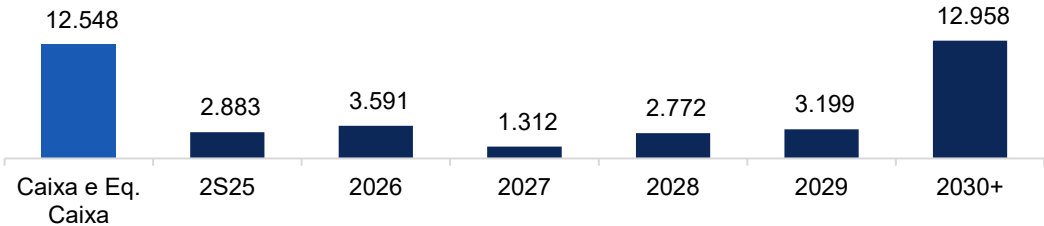
Rating	AAA (S&P)	Amortização	Semestral (a partir de jan-26)
Volume Emitido	R\$ 645.000.000	Juros	Anual (a partir de jul-33)
Venc. (Duration)	15-jul-35 (5,3 anos)	Covenant	DL / EBITDA ≤ 3,5x

Garantia. Não há

Dados financeiros – Minerva (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	2024 2T	25UDM
Receita Líquida	19.406	26.965	30.978	26.892	34.069	44.330
EBITDA	2.142	2.413	2.838	2.563	3.130	4.022
Margem EBITDA %	11,0%	8,9%	9,2%	9,5%	9,2%	9,1%
CAPEX	(355)	(569)	(1.658)	(1.179)	(743)	(835)
Dívida Líquida	5.181	6.103	6.695	8.878	15.621	14.165
Dívida Líquida /EBITDA	2,4x	2,5x	2,4x	3,5x	5,0x	3,5x
Caixa / Dívida CP	2,9x	4,9x	3,4x	3,3x	2,8x	2,4x

Perfil da dívida da Minerva – jun-25 (R\$ milhões)

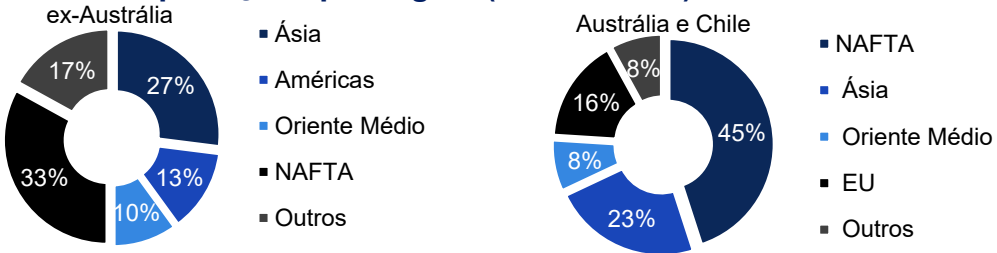


Fonte(s): Companhia(s)

Principais destaques

- A Minerva é a principal exportadora de carne bovina do continente, detendo cerca de 21% do *market share* nas exportações originárias da América do Sul.
- A Minerva adota a estratégia de diversificar sua produção de carne bovina em regiões de criação de gado mais competitivas globalmente. O objetivo dessa abordagem é operar arbitragem entre os mercados locais e globais de carne, aproveitando os benefícios de sua diversificação geográfica e de sua escala.
- A atual conjuntura favorece as exportações da Minerva devido a: (i) desaceleração do ciclo de gado nos EUA, resultando em uma restrição na produção de carne bovina no país; (ii) crescente apetite chinês por carne bovina, com expectativas de crescimento próximo de 1% para 2025 de acordo com o USDA, mesmo diante da recuperação da produção interna de carne suína na China; e (iii) conclusão da aquisição das plantas da Marfrig, o que permitirá ampliar a capacidade de abate no Brasil, Argentina e Chile, bem como diversificar as plantas de exportação, principalmente após as tarifas impostas pelos EUA – que pouco deverá impactar sua receita.

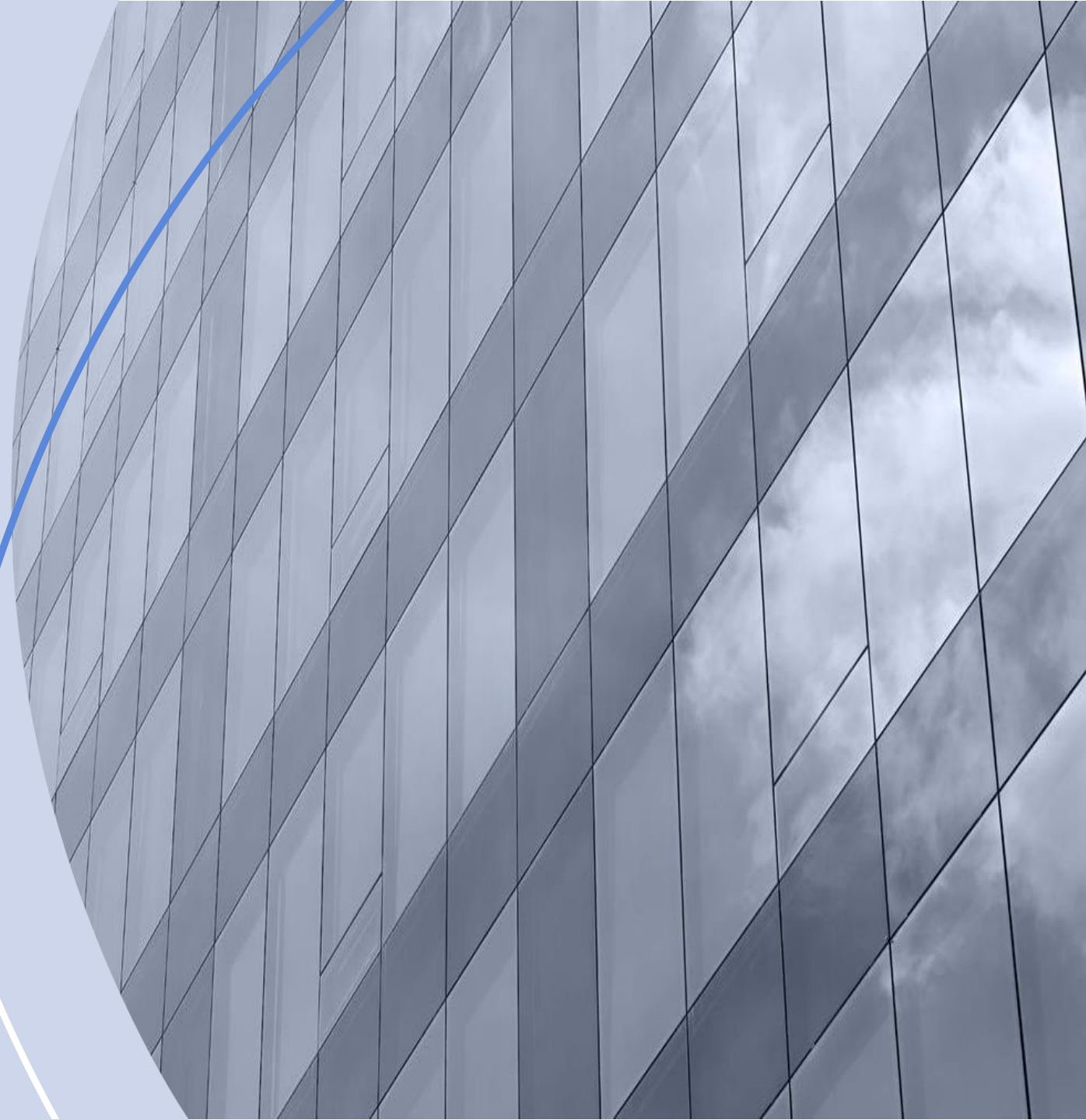
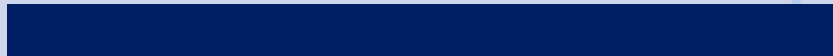
Receita das exportações por região (% da receita)



Eventos Recentes

- Em outubro de 2024, a Minerva concluiu a aquisição de 13 plantas industriais (11 no Brasil, 1 na Argentina e 1 no Chile) e um centro de distribuição da Marfrig, por cerca de R\$ 5,7 bilhões. As três unidades no Uruguai (Colonia, Salto e San José), avaliadas em R\$ 675 milhões, seguem em análise pelo Coprodec. Independentemente do desfecho, o impacto tende a ser limitado, já que a companhia reforçou seu balanço com captações recentes e vem entregando resultados consistentes com os ativos já integrados, tornando as plantas uruguaias menos essenciais em sua estratégia.
- No 1S25, a companhia reforçou sua estratégia de liability management, recomprando bonds com vencimento em 2028 (US\$ 7,3 mi) e 2031 (US\$ 301,8 mi), somando US\$ 309,1 milhões (~R\$ 1,8 bi). Para ampliar a liquidez, emitiu CRAs de R\$ 2,2 bilhões em abril e R\$ 2,0 bilhões em julho, além de realizar em jun-25 um aumento de capital de R\$ 2,0 bilhões, que fortaleceu sua estrutura financeira e demonstrou apoio dos acionistas após a aquisição.

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

Eldorado
Iguá Rio de Janeiro
MetrôRio
Rialma
Pacaembu
SLC Agrícola
Vero
Minerva

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.

