

# Estratégia Mensal de Renda Fixa

Títulos públicos, Debêntures Incentivadas, CRIs e CRAs –  
Outubro 2024

06 de Outubro, 2024

## Fixed Income Research Team

Lucas Queiroz, CNPI  
+55-11- 3073-3356  
[lucas.queiroz@itaubba.com](mailto:lucas.queiroz@itaubba.com)

Paula Toute, CNPI  
+55-11-3073-3027  
[paula.toute@itaubba.com](mailto:paula.toute@itaubba.com)

Akinori Hieda, CNPI  
+55-11-3073-3319  
[akinori.hieda@itaubba.com](mailto:akinori.hieda@itaubba.com)

Clara Lustosa, CNPI  
+55-11-3073-3001  
[clara.lustosa@itaubba.com](mailto:clara.lustosa@itaubba.com)

Barbara Rocha, CNPI  
+55-11-3073-3349  
[barbara.rocha@itaubba.com](mailto:barbara.rocha@itaubba.com)

Arthur Almeida Neto, CNPI  
+55-11-3073-3042  
[arthur.almeida@itaubba.com](mailto:arthur.almeida@itaubba.com)



## Um resumo das últimas semanas...

### Taxa Selic mais alta à frente

O mês de Setembro trouxe decisões de juros importantes, e divergentes, no Brasil e nos Estados Unidos, com ambas as economias mostrando sinais de resiliência. O dólar perdeu força contra o Real, mas não foi o suficiente para impedir nova elevação nas taxas futuras de juros.

Nos EUA, o **Federal Reserve (Fed, Banco Central americano) surpreendeu ao cortar a taxa de juros em 0,5 p.p.**, para a faixa entre 4,75% e 4,5% ao ano. O PIB do segundo trimestre por lá foi revisado para uma alta anualizada de 3%, mostrando que a economia americana continua robusta. O Fed está atento a este cenário e sinalizou que futuros ajustes serão de menor magnitude, a menos que haja uma deterioração mais acentuada no mercado de trabalho.

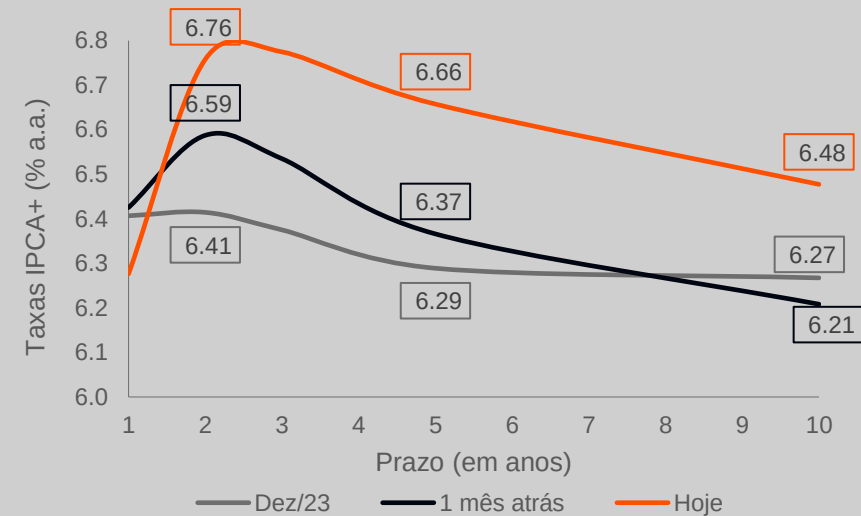
No Brasil, o **Comitê de Política Monetária (Copom) elevou a taxa Selic em 0,25 p.p., levando-a a 10,75% a.a.**, em linha com as expectativas. A economia brasileira tem demonstrado força, o que ficou refletido no crescimento de 1,4% do PIB no segundo trimestre. O setor de serviços foi novamente o destaque, com alta de 1,0%, impulsionado por uma administração pública mais ativa. No lado da demanda, os gastos do governo surpreenderam ao subir 1,3%, refletindo uma postura mais expansiva. Já o consumo das famílias continuou avançando (+1,3%), sustentado por um mercado de trabalho robusto e renda em alta. O investimento também mostrou sinais de recuperação, crescendo 2,1%, em grande parte impulsionado pelo aumento das importações de bens de capital e um mercado de capitais aquecido. Nesta linha, **nostra equipe econômica revisou a projeção para o PIB de 2024 de 3,0% para 3,2%.**

Em meio a este cenário, o Copom destacou a preocupação com o hiato do produto, sinalizando que **a atividade econômica está crescendo acima de seu ritmo potencial, o que pode manter a inflação pressionada.** Na visão do Comitê, o balanço de riscos está assimétrico para cima, sugerindo que o ritmo das próximas altas pode acelerar.

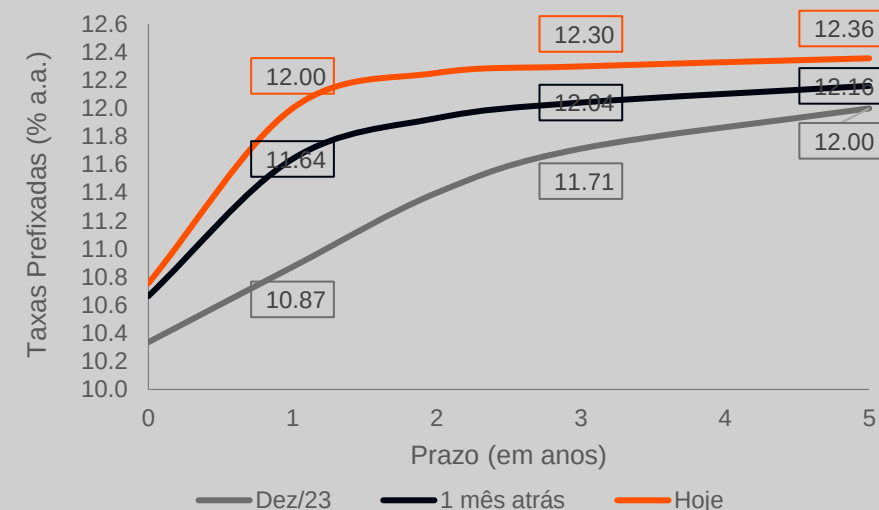
No mercado de câmbio, o aumento do diferencial de juros favoreceu o Real no acumulado do mês, com o dólar recuando de R\$5,60 para R\$5,45. Contudo, como os investidores já haviam precificado essas decisões, não houve continuidade expressiva no movimento de apreciação da moeda após as decisões de juros.

**Apesar da valorização do real, as taxas futuras de juros no Brasil subiram no mês, tanto as prefixadas quanto as atreladas ao IPCA. Assim, observamos rentabilidades negativas em títulos incentivados e indexados à inflação, mesmo diante de um cenário no qual o spread de crédito apresentou continuidade do movimento de compressão.**

### Evolução NTN-Bs



### Evolução Prefixados



# Como se posicionar na renda fixa

A China implementou uma série de ações vigorosas para estimular o crescimento econômico, como a redução do compulsório bancário e injeção de liquidez no sistema financeiro. Essas medidas vieram como resposta à desaceleração econômica do país, que há meses vinha apresentando dados abaixo das expectativas. O governo chinês está determinado a revitalizar setores fundamentais, como o de consumo e o imobiliário, o que tem ajudado a estabilizar as perspectivas de crescimento em torno de 5% para 2024.

Nos Estados Unidos, as taxas futuras americanas apresentaram uma elevação significativa, com os investidores revisando para cerca de 2 p.p. o total de cortes de juros estimados pelo Fed. A taxa dos títulos de 10 anos, por exemplo, subiu de 3,60% para acima de 3,90% a.a. após a última decisão de juros. O mercado já precifica um cenário de "pouso suave", onde a taxa de juros atinge um equilíbrio próximo a 3,5% a.a., enquanto a economia americana desacelera de forma controlada, sem entrar em recessão.

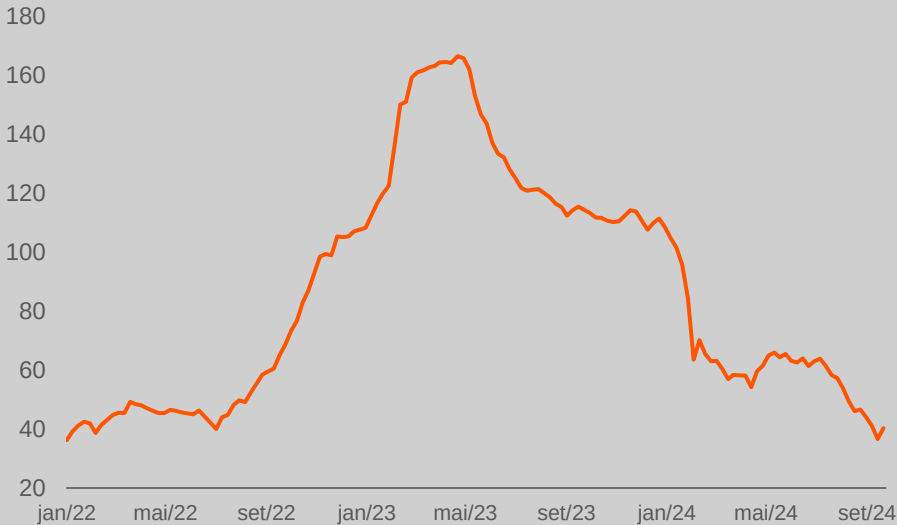
Por aqui, os catalisadores são as incertezas fiscais e o impacto das medidas chinesas. Do lado doméstico, a inflação implícita nos títulos projeta IPCA de 4,9% a.a. para 2024, enquanto nossa equipe econômica revisou sua expectativa de inflação de 4,2% para 4,4%, devido ao aumento das tarifas de energia elétrica e dos preços das proteínas. A partir de 2025, os investidores embutem nos preços dos títulos acomodação do IPCA no patamar de 5,0%, o que justifica a precificação de que a taxa Selic alcançará o nível de 13% a.a. ainda no primeiro semestre do próximo ano, se mantendo estável em 12,5% a.a. nos anos subsequentes.

Projetamos ciclo de juros indo até o nível de 12% a.a., porém a perspectiva de manutenção dos juros em um nível contracionista ao longo do primeiro semestre de 2025 sugere uma desaceleração da economia, o que pode abrir espaço para cortes na taxa Selic na segunda metade do ano, levando a taxa para 11,00% em dezembro.

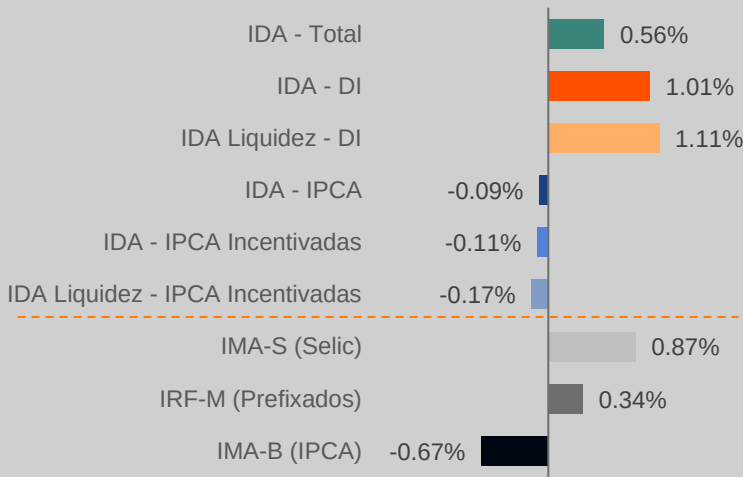
**Nesse cenário, acreditamos que os títulos pós-fixados continuarão apresentando retornos elevados no curto e médio prazo.** Entretanto, com a perspectiva de queda nos juros a partir do segundo semestre de 2025, observamos oportunidades para alocações em títulos de prazos intermediários e longos. A valorização do Real, como reflexo de uma possível recuperação econômica da China, também pode ser um fator relevante para o mercado local. **Embora a inflação deva permanecer acima da meta, os níveis atuais das taxas futuras parecem excessivamente elevados, abrindo uma janela de oportunidade para posicionamentos estratégicos ao longo da curva de juros.**

Mesmo com o fechamento dos spreads de crédito, o ativos isentos seguem como alternativa atrativa para alocação, como demonstraremos nos próximos slides.

Evolução do Spread sobre a NTN-B (bps)



Retorno dos Índices (Setembro)



# **Tesouro Direto – Títulos Selecionados**

# Os Top Picks de Outubro de 2024

| Indexador   | Título                        | Taxa<br>Negociação | Racional da Recomendação                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-------------|-------------------------------|--------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Pós-fixados | <u>Tesouro Selic 2027</u>     | SELIC+0,0528%      | O recente início do ciclo de alta da taxa Selic aumenta a rentabilidade dos títulos pós-fixados, mantendo retornos elevados tanto em termos nominais quanto em termos reais (acima da inflação). A situação é esperada que se mantenha para os próximos trimestres, explicando a manutenção de nossa sugestão no Tesouro Selic 2027, que cumpre as funções de prover liquidez à carteira, amortecer a volatilidade e continuar a rentabilizar o capital acima da taxa de inflação. |
| Prefixado   | <u>Tesouro Prefixado 2027</u> | 12,40%             | A precificação de que a taxa Selic estabilizará em patamar ao redor 12,5% a.a. gera atratividade aos títulos prefixados de prazo intermediário (vértices próximos a 2 e 3 anos), dado que acreditamos em recuo da taxa Selic ainda em 2025. Assim, mantemos a recomendação para o Tesouro Prefixado 2027                                                                                                                                                                           |
| IPCA+       | <u>Tesouro IPCA+ 2029</u>     | IPCA+6,61%         | Nos trechos mais longos, continuamos otimistas com o carregamento de títulos atrelados ao IPCA. Embora seja esperada continuidade do cenário de taxa Selic elevada nos próximos trimestres, em horizontes mais longos o retorno de títulos pós-fixados deve convergir para o nível de equilíbrio ao redor de 5,0% a.a. acima da inflação, abaixo portanto dos níveis oferecidos nos títulos indexados à inflação.                                                                  |
|             | <u>Tesouro IPCA+ 2045</u>     | IPCA+6,36%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |

# **Crédito Privado – Títulos Seleccionados**

# Os Top Picks de Outubro de 2024: Para o Público em Geral

| Risco de Crédito            | Ticker             | Taxa Negociação | Rating Médio | Vencimento | Racional da Recomendação                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|-----------------------------|--------------------|-----------------|--------------|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Atacadão (Carrefour Brasil) | <u>CRA022008SZ</u> | IPCA+6,8%       | AAA          | 16/08/2027 | É a maior varejista alimentar do Brasil. Apesar da sua alavancagem ter se elevado nos últimos anos, devido principalmente à aquisição do Grupo BIG, a companhia possui uma adequada liquidez e grande capacidade de geração de caixa, o que, combinado às iniciativas de eficiência e otimização do portfólio, deve contribuir para a sua gradual desalavancagem.                                                                                                                                                    |
|                             | <u>CRA02300W3Q</u> | IPCA+6,9%       |              | 15/01/2031 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Rota das Bandeiras          | <u>CBAN72</u>      | IPCA+7,0%       | AAA          | 15/07/2034 | É responsável pela concessão do Corredor Dom Pedro em SP, um importante trecho de escoamento de produtos agrícolas e de bens de consumo. O seu contrato de concessão prevê reajustes tarifários pela inflação, o que, associado à sua localização em uma região de PIB per capita elevado, confere uma maior resiliência em relação aos ciclos econômicos. Além disso, a companhia espera concluir a maior parte dos investimentos até o final de 2024, o que deve permitir uma maior desalavancagem no médio prazo. |
| BRF                         | <u>CRA0240066K</u> | IPCA+6,9%       | AAA          | 15/06/2034 | É uma das maiores exportadoras de carne de aves do mundo. Após a capitalização realizada em 2023 pela Marfrig e pelo fundo árabe Salic, a companhia conseguiu melhorar sua estrutura de capital e reduzir suas despesas financeiras. Além disso, com o alívio nos preços de grãos nos últimos trimestres (seu principal insumo), tem apresentado fortes margens e uma redução da alavancagem para níveis adequados.                                                                                                  |
| TAESA                       | <u>TAEEC4</u>      | IPCA+6,7%       | AAA          | 15/09/2038 | É uma das maiores operadoras de linhas de transmissão do país. Apesar de possuir uma alavancagem relativamente alta, decorrente dos elevados investimentos em projetos <i>greenfield</i> <sup>1</sup> , tem perfil de dívida alongado e, junto às receitas previsíveis das suas transmissoras (baseadas em disponibilidade das linhas), tem uma adequada flexibilidade financeira à companhia.                                                                                                                       |

# Os Top Picks de Outubro de 2024: Para o Investidor Qualificado

| Risco de Crédito | Ticker             | Taxa Negociação | Rating Médio | Vencimento | Racional da Recomendação                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|------------------|--------------------|-----------------|--------------|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| BRF              | <u>CRA020002GZ</u> | IPCA+6,7%       | AAA          | 15/07/2027 | É uma das maiores exportadoras de carne de aves do mundo. Após a capitalização realizada em 2023 pela Marfrig e pelo fundo árabe Salic, a companhia conseguiu melhorar sua estrutura de capital e reduzir suas despesas financeiras. Além disso, com o alívio nos preços de grãos nos últimos trimestres (seu principal insumo), tem apresentado fortes margens e uma redução da alavancagem para níveis adequados.                                                                                                             |
| PRIO             | <u>PEJA22</u>      | IPCA+7,1%       | AA+          | 15/02/2034 | Consideramos que a Prio tem sólido perfil de crédito. A empresa tem conciliado crescimento operacional com geração positiva de caixa, mantendo elevada liquidez financeira e baixa alavancagem. O início da operação de Wahoo deve se dar no início de 2025 e, junto à nova aquisição do campo de Peregrino, deve aumentar rapidamente a geração de caixa da companhia e suportar uma alavancagem em níveis saudáveis.                                                                                                          |
| Águas do Rio     | <u>RIS414</u>      | IPCA+7,3%       | AA+          | 15/09/2034 | Opera as concessões responsáveis pelo abastecimento de água e esgotamento sanitário em 27 municípios do estado do Rio de Janeiro. Apesar do extenso plano de investimentos, que deve pressionar a alavancagem da companhia, tem apresentado uma forte melhora em seus resultados operacionais, o que, combinado com a grande resiliência do setor de saneamento e sua dívida alongada, fortalece o perfil de crédito da companhia.                                                                                              |
|                  | <u>RISP14</u>      | IPCA+7,3%       | AA+          | 15/09/2034 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|                  | <u>RIS422</u>      | IPCA+7,2%       | AA+          | 15/01/2042 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Rede D'Or        | <u>23L1737623</u>  | IPCA+7,0%       | AAA          | 15/12/2038 | A Rede D'Or é a maior rede integrada de cuidados em saúde no Brasil. Sua escala permite um maior poder de barganha com os fornecedores o que é importante em um setor ainda bastante fragmentado. Além disso, a força da sua marca faz com que os planos de saúde tenham interesse em manter os hospitais da Rede D'Or em sua rede credenciada. A companhia tem conseguido conciliar crescimento com indicadores de crédito robustos nos últimos anos, evidenciado pela sua forte posição de liquidez e alavancagem controlada. |

# Top Picks Incentivadas (Debêntures, CRIs e CRAs) – Outubro 2024

## Metodologia de Seleção da Carteira

Os *Top Picks* de incentivadas reúnem títulos, entre debêntures, CRIs e CRAs, que negociam a taxas que, em nossa visão, constituem bons pontos de entrada e montagem de posições de mais longo prazo.

Partindo de uma base contendo os papéis oferecidos ao mercado pelas principais corretoras (com ou sem precificação pela ANBIMA), visamos selecionar opções de títulos de curto, médio e longo prazo, cujas devedoras apresentem um forte perfil de crédito e que apresentem uma boa relação de risco-retorno. Desta forma, o investidor pode encontrar opções de títulos corporativos incentivados com ganho real (acima da inflação) que se adequem à sua necessidade e/ou estratégia.

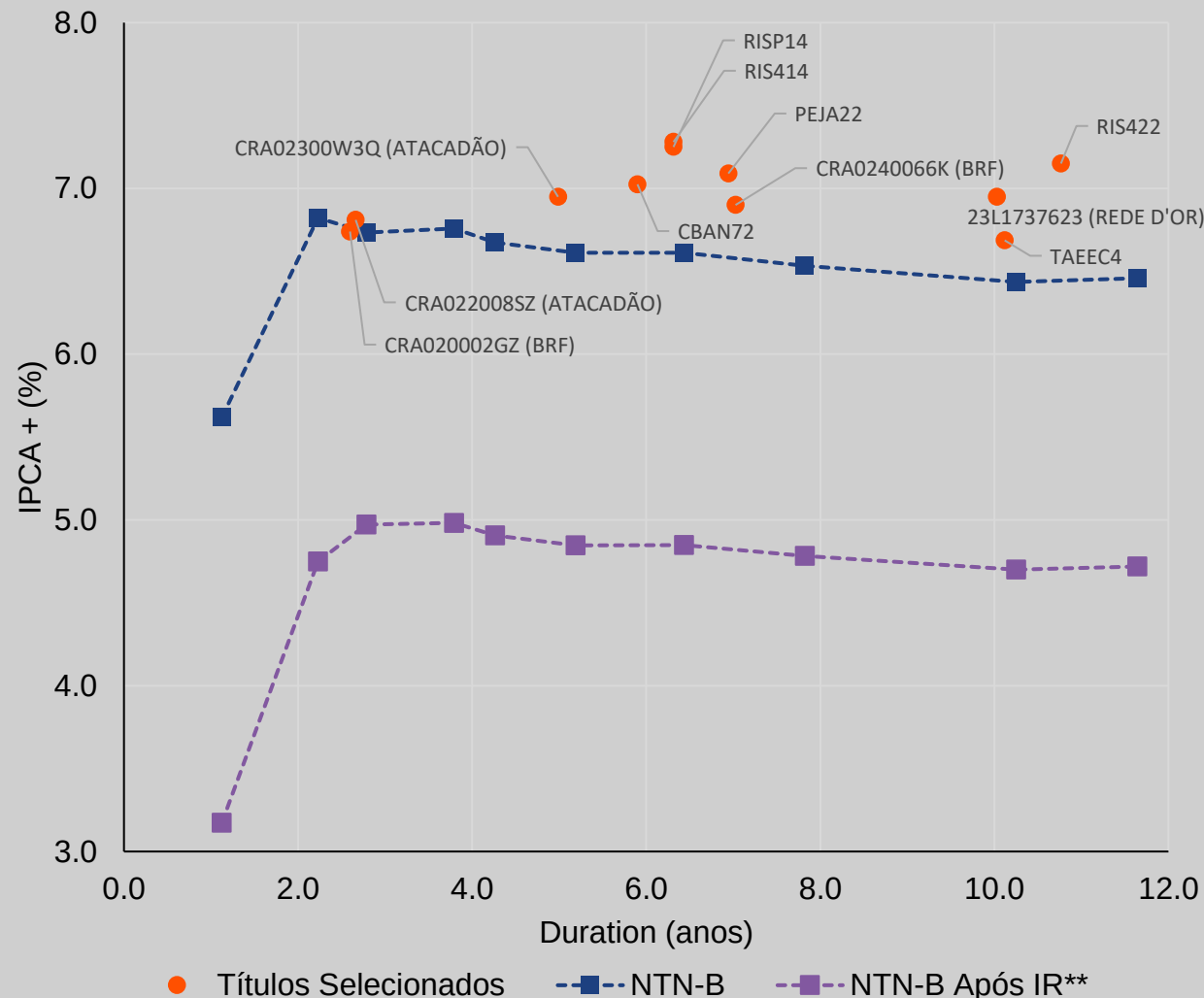
**Risco de crédito.** Para a análise de risco das devedoras, além de seu rating médio, levamos em consideração a situação atual e a evolução esperada de suas métricas de crédito no curto/médio prazo. Destacamos que para o mês de fevereiro, os títulos selecionados possuem ratings médios de AAA a AA-, o que indica o perfil “high grade” dos emissores, conferindo um perfil conservador à seleção de *Top Picks*.

**Critérios adicionais.** Conservadoramente, adotamos critérios adicionais seleção dos *Top Picks*, tais como: i) reporte trimestral de resultados pela devedora ou garantidora dos papéis; ii) para projetos, preferimos títulos com a garantia de uma holding de baixo risco de crédito por todo o prazo do papel ou então emissores que possuam histórico relevante de operação; iii) saldo em circulação acima de R\$ 150 milhões. Um último ponto observado na seleção dos ativos foi a escolha de ao menos um papel com negociação liberada para investidores em geral para cada trecho da curva, adequando a carteira a qualquer tipo de investidor.

Como mostra o gráfico ao lado, na edição de outubro selecionamos 11 títulos que oferecem taxas reais (ou seja, ganhos acima da inflação) de **6,7% a 7,3%** em prazos totais entre **2,8 e 17 anos**. Os prêmios (ou *spread*) acima das NTN-Bs equivalentes destes títulos chegam a atingir **65 bps (ou 0,65 p.p.)**. Se considerarmos a rentabilidade após a incidência de imposto de renda\*\* (IR) sobre os títulos públicos (linha roxa), os *spreads* dos títulos selecionados variam de **182 bps a 234 bps (1,8 a 2,3 p.p.)**.

**Notamos que nesta edição, não incluímos papeis atrelados ao CDI, dada a menor liquidez que esta categoria apresenta atualmente.**

## Top Picks IPCA + vs. Curvas de NTN-Bs: Retorno x Duration (\*)



# Top Picks Incentivadas IPCA+ (Debêntures, CRIs e CRAs) – Outubro 2024

Como mostram as tabelas abaixo, na edição de outubro selecionamos 11 títulos que oferecem taxas reais (ou seja, ganhos acima da inflação) de 6,7% a 7,3% em prazos totais entre 2,8 e 17 anos. Os prêmios (ou spread) acima das NTN-Bs equivalentes destes títulos atingem até 65 bps (ou 0,65 p.p.). Se considerarmos a rentabilidade após a incidência de imposto de renda\* (IR) sobre os títulos públicos, os spreads dos títulos selecionados variam de 182 bps a 234 bps (ou 1,82 a 2,34 p.p.).

## Investidor em Geral

| Código B3   | Devedor                     | Investidor | NTN-B de Referência | Data de Vencimento | Periodic. Juros | Prazo total (anos) | Saldo Remanesc. (R\$ MM) | Taxa Negociação (IPCA + %) | Spread vs. NTN-B Ref. (antes IR, bps.) | Spread vs. NTN-B Ref. (após IR, bps.)* | Rating Devedor (Moody's/S&P/Fitch) |
|-------------|-----------------------------|------------|---------------------|--------------------|-----------------|--------------------|--------------------------|----------------------------|----------------------------------------|----------------------------------------|------------------------------------|
| CRA022008SZ | ATACADÃO (CARREFOUR BRASIL) |            | 2027                | 16/08/2027         | Semestral       | 2,9                | 1.089                    | 6,8%                       | 7                                      | 197                                    | --/ -- / AAA(bra)                  |
| CRA02300W3Q | ATACADÃO (CARREFOUR BRASIL) |            | 2030                | 15/01/2031         | Semestral       | 6,3                | 364                      | 6,9%                       | 32                                     | 195                                    | --/ -- / AAA(bra)                  |
| CBAN72      | ROTA DAS BANDEIRAS          |            | 2032                | 15/07/2034         | Semestral       | 9,8                | 331                      | 7,0%                       | 39                                     | 208                                    | AAA.br/ -- / AAA(bra)              |
| CRA0240066K | BRF                         |            | 2035                | 15/06/2034         | Semestral       | 9,7                | 1.531                    | 6,9%                       | 34                                     | 197                                    | --/ brAAA / AAA(bra)               |
| TAEEC4      | TAESA                       |            | 2040                | 15/09/2038         | Semestral       | 14,0               | 720                      | 6,7%                       | 24                                     | 182                                    | AAA.br/ -- / AAA(bra)              |

## Investidor Qualificado

| Código B3   | Devedor        | Investidor | NTN-B de Referência | Data de Vencimento | Periodic. Juros | Prazo total (anos) | Saldo Remanesc. (R\$ MM) | Taxa Negociação (IPCA + %) | Spread vs. NTN-B Ref. (antes IR, bps.) | Spread vs. NTN-B Ref. (após IR, bps.)* | Rating Devedor (Moody's/S&P/Fitch) |
|-------------|----------------|------------|---------------------|--------------------|-----------------|--------------------|--------------------------|----------------------------|----------------------------------------|----------------------------------------|------------------------------------|
| CRA020002GZ | BRF            |            | 2027                | 15/07/2027         | Semestral       | 3                  | 1.067                    | 6,7%                       | 1                                      | 190                                    | --/ brAAA / AAA(bra)               |
| RIS414      | AGUAS DO RIO 4 |            | 2033                | 15/09/2034         | Semestral       | 10,0               | 1.598                    | 7,3%                       | 64                                     | 232                                    | --/ brAA+ / --                     |
| RISP14      | AGUAS DO RIO 1 |            | 2033                | 15/09/2034         | Semestral       | 10,0               | 962                      | 7,3%                       | 61                                     | 229                                    | --/ brAA+ / --                     |
| PEJA22      | PRIO           |            | 2035                | 15/02/2034         | Semestral       | 9,4                | 1.879                    | 7,1%                       | 52                                     | 215                                    | --/ brAA+ / AA+(bra)               |
| RIS422      | AGUAS DO RIO 4 |            | 2045                | 15/01/2042         | Semestral       | 17,3               | 2.249                    | 7,2%                       | 65                                     | 234                                    | --/ brAA+ / --                     |
| 23L1737623  | REDE D'OR      |            | 2040                | 15/12/2038         | Semestral       | 14,2               | 986                      | 7,0%                       | 48                                     | 207                                    | --/ brAAA / AAA(bra)               |

# Sobre os devedores

# Top Pick: Águas do Rio 1 SPE e Águas do Rio 4 SPE (RIS414, RISP14 e RIS422)

## Águas do Rio

**Sobre a empresa:** A Águas do Rio 1 e Águas do Rio 4 são SPEs que operam as concessões responsáveis pelo abastecimento de água e esgotamento sanitário em 27 municípios do estado do Rio de Janeiro, incluindo 124 bairros da capital, atendendo 10 milhões de pessoas. Os contratos de concessão foram assinados em novembro de 2021, com vigência de 35 anos. A Águas do Rio é controlada pela Aegea, que detém cerca de 52% do capital total, porém apenas 39% do capital votante, motivo pelo qual as controladas não são consolidadas pela companhia.

A Águas do Rio opera as duas SPEs de forma conjunta, de modo a capturar sinergias e ganhos de eficiência de ambas as empresas. Desta forma, os números apresentados ao lado são consolidados das duas empresas. Em base proforma, a Águas do Rio representou ~31% do EBITDA da Aegea em 2023.

**Sobre o crédito:** O setor de saneamento no Brasil possui um risco relativamente baixo, uma vez que a receita é pulverizada entre diversos clientes e é bastante previsível, com baixa elasticidade de demanda em relação à renda familiar e ao PIB. Além disso, as tarifas são reajustadas anualmente pela inflação.

Os principais desafios da Águas do Rio se referem aos ainda elevados índices de perda e inadimplência nas suas áreas de concessão. Além disso, a companhia deve investir também para expandir seus índices de cobertura, para atender à demanda regulatória de universalização dos serviços de saneamento até 2033. Os investimentos totais são de cerca de R\$ 39 bilhões ao longo da concessão, sendo R\$ 15,4 bilhões em outorga (para serem aplicados em projetos prioritários) e R\$ 24,4 bilhões para a universalização dos serviços de saneamento (sendo R\$ 12,3 bilhões aplicados em serviços de esgoto e R\$ 9 bilhões nos sistemas de distribuição de água).

Vale destacar que ao final de 2023 o índice de perdas atingiu 52,3%, uma redução de 12 p.p. em relação a 2022, impulsionada por iniciativas como a regularização de conexões fora da base, modelagem hidráulica, troca e substituição de ramais, operação “caça de vazamentos” (incluindo uso de imagens de satélite), entre outras. No 2T24, o índice atingiu 49,7% (-0,2 p.p. vs. 1T24).

**Por que gostamos:** Apesar do extenso plano de investimentos, que deve seguir pressionando a alavancagem da companhia, a Águas do Rio tem apresentado uma forte melhora em seus resultados operacionais (EBITDA), o que combinado com a grande resiliência do setor de saneamento ao longo de ciclos econômicos e à dívida concentrada no longo prazo, fortalece o perfil de crédito da companhia.

### Pontos Fortes

- Setor resiliente às oscilações de ciclos econômicos;
- Grande experiência do acionista como operador no setor de saneamento;
- Consistente melhora nos índices de perdas e inadimplência;
- Liquidez adequada e dívida com perfil alongado.

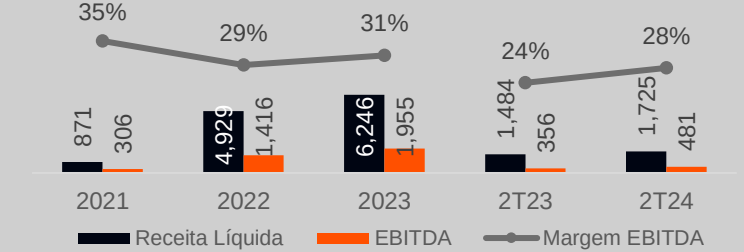
### Pontos de Atenção

- Elevado plano de investimentos pode pressionar a alavancagem da companhia;
- Áreas de concessão de maior risco.

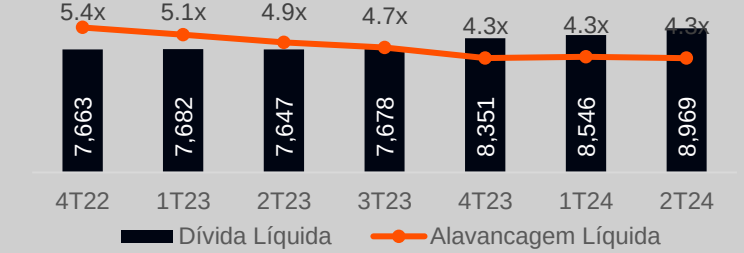
### Ratings

**Fitch:** não há  
**Moody's:** não há  
**S&P:** brAA+ / Estável

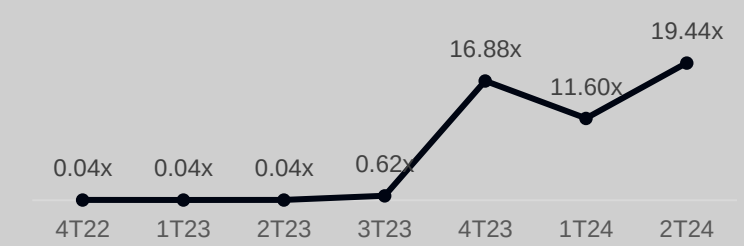
## Evolução Receita Líquida e EBITDA (R\$ milhões)



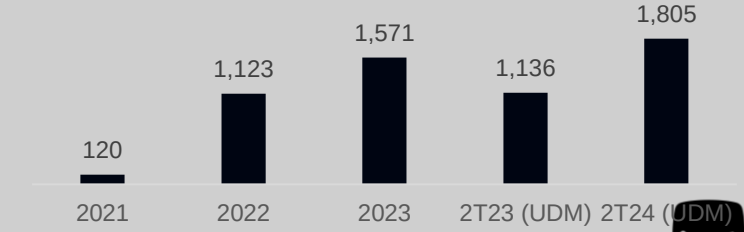
## Evolução da Dívida Líquida (R\$ milhões) e Alavancagem



## Evolução da Liquidez (Disponibilidades/ Dívida de CP)



## Evolução dos Investimentos – Capex (R\$ milhões)



# Top Pick: Atacadão (CRA022008SZ e CRA02300W3Q)

## Atacadão

**Sobre a empresa:** O Grupo Carrefour Brasil (Atacadão) é o maior varejista de alimentos do país, com mais de 1.000 lojas distribuídas por todo o território nacional. O grupo possui diversos modelos de lojas, sendo as principais: i) 366 lojas no segmento de Cash & Carry (sob a marca Atacadão); ii) 123 lojas de hipermercados (cuja marca principal é a Carrefour); iii) 51 lojas Sam's Club; além de lojas de conveniência, drogarias e postos de combustível. Além das operações físicas, o Carrefour possui e-commerce com cobertura em todas as regiões do Brasil.

O Carrefour também possui 51% de participação no Banco CSF, que oferece financiamento ao consumidor através de cartões de crédito das marcas Carrefour, Atacadão e Sam's Club. Ao final do 1T24 a carteira de crédito atingiu R\$ 25 bilhões (+22% vs. 1T23), com uma redução da inadimplência (NPL 90 dias de 11,9%, -1,3 p.p. a/a) abaixo da média do mercado.

**Sobre o crédito:** Em 2022 o Carrefour concluiu a aquisição do Grupo BIG, que apesar de ter aumentado sua alavancagem, consolidou sua posição de liderança no setor de varejo alimentício. Além do investimento na aquisição, o Carrefour tem investido na conversão de lojas BIG para outras marcas do grupo, o que também tem contribuído para a manutenção da alavancagem em patamares acima da média histórica (dívida líquida / EBITDA de ~3x, incluindo arrendamentos, em comparação com uma média abaixo de 1x em anos anteriores), além de pressionar as margens do grupo.

Entretanto, o Carrefour é um forte gerador de caixa, o que combinado com a conclusão das conversões de lojas BIG no 2T23, deve contribuir para uma gradual redução da sua alavancagem. Vale mencionar que o Carrefour Brasil é um ativo estratégico para sua controladora Carrefour S.A. (sediada na França e que possui grau de investimento em escala global), de quem vem recebendo suporte por meio de linhas de crédito rotativas. Recentemente, a companhia anunciou que tais linhas de crédito tiveram seus contratos aditados, com uma redução média das taxas de juros de ~15% para ~11%.

**Por que gostamos:** Apesar da sua alavancagem ter se elevado nos últimos anos, devido principalmente à aquisição do Grupo BIG, o Carrefour possui uma adequada liquidez e grande capacidade de geração de caixa, que combinada às iniciativas de eficiência e otimização do portfólio, deve contribuir para a sua gradual desalavancagem. Além disso, tem recebido o suporte de sua controladora, a Carrefour AS sediada na França, através de linhas de crédito rotativas.

### Pontos Fortes

- Grande escala e presença nacional;
- Forte capacidade de geração de caixa;
- Varejo de alimentos tende a ser mais resiliente quando comparado a outros segmentos menos essenciais;
- Acesso a linhas de financiamento junto à matriz na França.

### Pontos de Atenção

- Margens tipicamente baixas do setor;
- Exposição a ciclos econômicos;
- Alavancagem se encontra elevada após aquisições recentes.

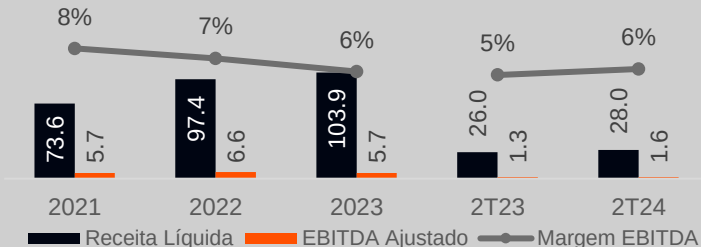
### Ratings

Fitch: não há

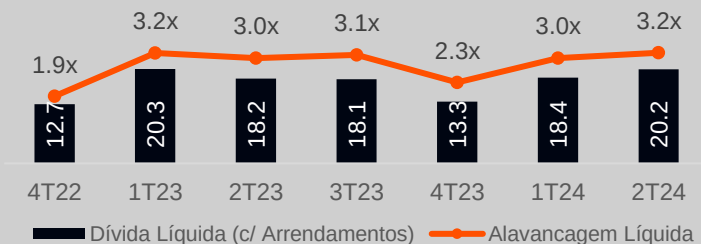
Moody's: não há

S&P: brAAA / Estável

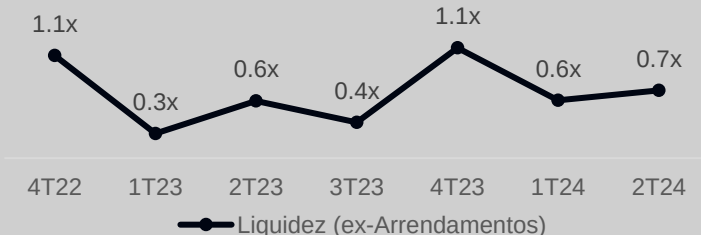
## Evolução da Receita Líquida e EBITDA (R\$ bilhões)



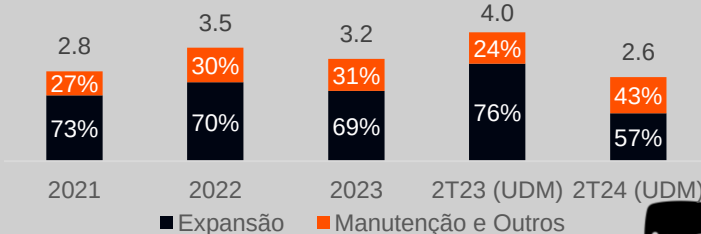
## Evolução da Dívida Líquida (R\$ bilhões) e Alavancagem



## Evolução da Liquidez (Disponibilidades/ Dívida de CP)



## Evolução dos Investimentos – Capex (R\$ bilhões)



Top Pick: BRF (CRA0240066K e CRA0240066K)

BRF

**Sobre a empresa:** A BRF é uma produtora verticalmente integrada de produtos de aves e suínos. Cria aves e porcos através de seus parceiros integrados, produz a ração animal, abate os animais, realiza o processamento das proteínas para a produção de alimentos processados e faz a distribuição dos produtos processados e in natura em todo o Brasil e nos seus mercados de exportação. De acordo com dados da USDA, a BRF representou 10% do comércio mundial de aves em 2023, segundo o USDA (United States Department of Agriculture).

Em 2023, a companhia registrou uma receita líquida de R\$ 53,6 bilhões, sendo que a divisão Brasil representou 50% deste valor e a divisão Internacional 45%, sendo os outros 5% provenientes de outros produtos como a linha pet e margarinas. No Brasil, a receita se concentra ~77% em produtos processados, enquanto na divisão internacional, o foco é a exportação de produtos in natura. Em termos de EBITDA, que totalizou R\$ 3 bilhões em 2023, a divisão Brasil representou 65%, enquanto a participação do segmento Internacional foi de 22% e outros segmentos representaram 13%.

Sobre o crédito: Entre 2021 e 2022 foi observado um forte aumento no preço de grãos, que não foi acompanhado por um aumento da mesma magnitude nos preços de frango e processados, o que pressionou as margens e capacidade de geração de caixa da BRF. Consequentemente, a companhia viu sua alavancagem atingir o pico de 4,3x ao final de 2022.

Em meados de 2023, a acionista Marfrig e o fundo saudita Salic encabeçaram o follow-on da BRF, que levantou R\$ 5,4 bilhões em recursos para a companhia. Isto permitiu que a companhia melhorasse sua estrutura de capital, encerrando 2023 com uma alavancagem de 2,8x

Desde o 4T23 a BRF começou a ter suas margens beneficiadas pela queda dos preços de grãos, bem como pelos efeitos do programa de eficiência BRF 2.0+. Consequentemente, a desalavancagem se acelerou, encerrando o 1S24 com dívida líquida / EBITDA de 1,6x.

**Por que gostamos:** Entendemos que a BRF apresenta atualmente um sólido perfil de crédito, suportado pelos baixo endividamento, robusta posição de caixa e melhora na eficiência operacional. A companhia endereçou os principais pontos de atenção na sua história de crédito, que eram a estrutura de capital excessivamente alavancada e as despesas financeiras que consumiam parte importante da sua geração de caixa.

Pontos Fortes

- Grande escala e forte posicionamento no mercado de alimentos processados;
- Diversificação geográfica;
- Estrutura de capital fortalecida após aportes dos acionistas;
- Projetos de eficiência tem trazido bons resultados nas margens da companhia.

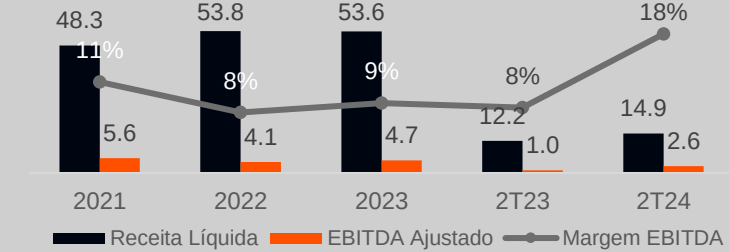
Pontos de Atenção

- Negócio de alta ciclicidade;
- Exposição aos preços de grãos;
- Exposição a embargos sanitários impostos por países importadores;
- Estratégia de investimentos, dada a baixa alavancagem atual.

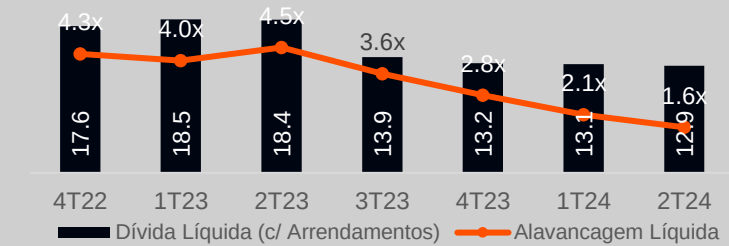
Ratings

Fitch: AAA(bra) / Estável  
Moody's: não há  
S&P: brAAA / Estável

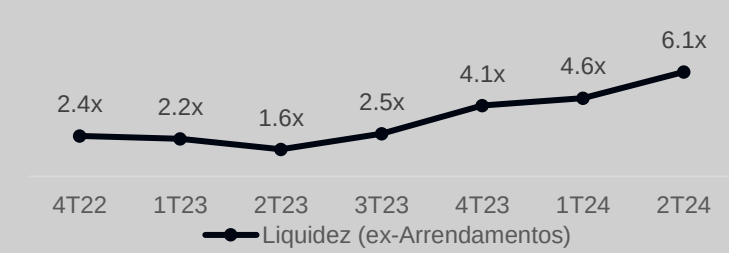
Evolução da Receita Líquida e EBITDA (R\$ bilhões)



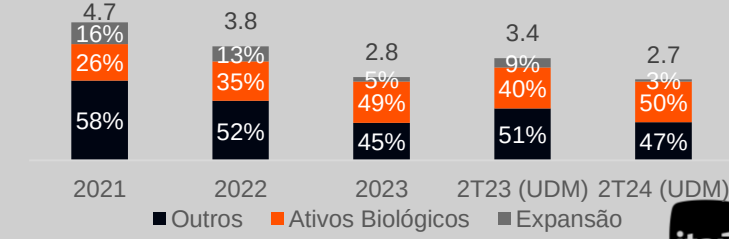
Evolução da Dívida Líquida (R\$ bilhões) e Alavancagem



Evolução da Liquidez (Disponibilidades/ Dívida de CP)



Evolução dos Investimentos – Capex (R\$ bilhões)



# Top Pick: Concessionária Rota das Bandeiras (CBAN72)

## Rota das Bandeiras

**Sobre a empresa:** A Rota das Bandeiras é a concessionária responsável pela administração do Corredor Dom Pedro que liga o Vale do Paraíba a Região Metropolitana de Campinas (RMC) e o Circuito das Frutas. A malha viária é constituída por 5 rodovias e 3 vias de ligação, totalizando ~297 km de extensão e 8 praças de pedágio. A concessão foi firmada com o Estado de São Paulo em abril/2009, com validade de 30 anos;

A empresa conecta 17 cidades do interior paulista e exerce forte impacto sobre a Região Metropolitana de Campinas (RMC), que tem população de ~3 milhões de habitantes e renda per capita 1,7x acima da média do Brasil. A rota garante um escoamento dos produtos agrícolas e industrializados do interior paulista e do Vale do Paraíba, sendo 59% do tráfego (2023) composto por veículos pesados. A tarifa média foi de R\$ 10,44 em 2023 vs. R\$ 9,48 em 2022.

**Sobre o crédito:** A receita da companhia está ligada aos ciclos econômicos, devido à sua presença no corredor industrial Vale do Paraíba – RMC e o elevado fluxo de veículos pesados, porém os reajustes tarifários atrelados à inflação e sua localização numa região com PIB per capita elevado, lhe conferem relativa resiliência às oscilações econômicas. Mesmo em 2020, com as medidas de isolamento social impostas para o combate à pandemia, a redução do tráfego foi de 9,6%, abaixo da média nacional que apresentou queda de 16,9%, segundo a Associação Brasileiras de Rodovias e Concessões.

O plano de investimentos previa finalização das principais obras (obrigações previstas no contrato de concessão) até 2015, mas sofreu atrasos, majoritariamente, por fatores não-imputáveis à companhia, tais como licenças ambientais, expropriação de imóveis, aprovação de projetos pela Artesp etc. Até 2023, a companhia havia investido um montante total de R\$ 4 bilhões desde o início da concessão. A concessão é uma forte geradora de caixa, o que tem levado à gradual redução da sua alavancagem líquida ao longo dos últimos anos.

**Por que gostamos:** A Rota das Bandeiras é responsável pela concessão do Corredor Dom Pedro em SP, um importante trecho de escoamento de produtos agrícolas e de bens de consumo. O seu contrato de concessão prevê reajustes tarifários pela inflação, o que associado à sua localização em uma região de PIB per capita elevado, conferem uma maior resiliência em relação aos ciclos econômicos. Além disso, a companhia espera concluir a maior parte dos investimentos até o final de 2024, o que deve permitir uma maior desalavancagem no médio prazo.

### Pontos Fortes

- Framework de receitas robusto, com repasse de inflação nas tarifas;
- Trecho de escoamento de produtos agrícolas e bens industrializados, em uma região de elevado PIB per capita, que confere maior resiliência ao tráfego;
- Projeto maduro e com forte geração de caixa.

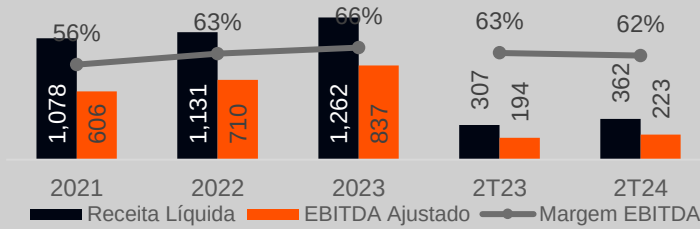
### Pontos de Atenção

- Maior exposição aos ciclos econômicos;
- Rodovia em fase final de expansão, exposta a potenciais sobrecustos na execução dos investimentos.

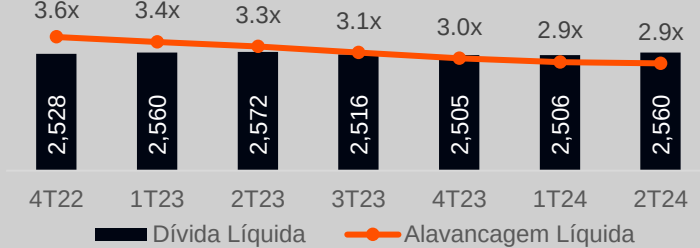
### Ratings

**Fitch:** AAA(bra) / Estável  
**Moody's:** AAA.br / Estável  
**S&P:** não há

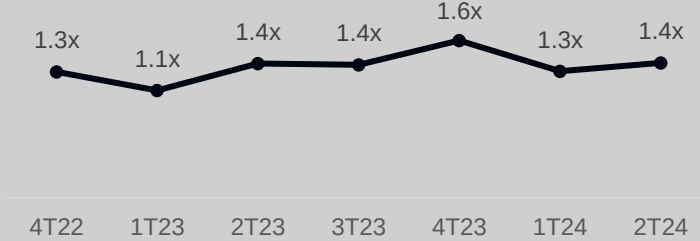
## Evolução da Receita Líquida e EBITDA (R\$ milhões)



## Evolução da Dívida Líquida (R\$ milhões) e Alavancagem



## Evolução da Liquidez (Disponibilidades/ Dívida de CP)



## Evolução dos Investimentos – Capex (R\$ milhões)



# Top Pick: Rede D'Or São Luiz (23L1737623)

## Rede D'Or

**Sobre a empresa:** A Rede D'Or é a maior rede integrada de cuidados em saúde no Brasil, fundada em 1977 no Rio de Janeiro e atualmente presente em 12 estados e Distrito Federal. Tem 70 hospitais próprios em operação, 3 hospitais administrados, 55 clínicas oncológicas e atua em serviços complementares, como banco de sangue, diálise, ambulatorios de diversas especialidades e outros.

O grupo possui uma elevada escala operacional dentro do setor hospitalar brasileiro, com custos fixos mais baixos e elevado poder de barganha com fornecedores. Ainda, o seu segmento de atuação possui perspectiva de crescimento, dado que o setor de saúde no Brasil apresenta desequilíbrios de oferta e demanda por serviços hospitalares e uma escassez de boa infraestrutura do setor público.

Após a pandemia, o setor de saúde enfrentou diversos desafios, como o crescimento de sinistralidade, aumento de custos devido a gargalos logísticos nas cadeias de suprimentos, redução dos níveis de ocupação de leitos, entre outros. Entretanto, a companhia vem constantemente melhorando seus indicadores operacionais e financeiros, impulsionada, entre outros fatores, pela diluição de custos fixos e aumento de escala.

O grupo anunciou a criação de uma Joint Venture com a Atlântica Hospitais (braço de investimento do Bradesco em hospitais), que será estabelecida para o desenvolvimento e operação de hospitais que já estão sendo construídos pela Rede D'Or e, possivelmente, desenvolvimento de novos hospitais. A parceria é positiva para a Rede D'Or, uma vez que fortalece sua relação com um de seus principais clientes (Bradesco Saúde) e aumenta sua capacidade de expandir o número de leitos.

**Sobre o crédito:** A Rede D'Or planeja investir cerca de R\$ 7,5 bilhões até 2028, para a abertura de 5,4 mil novos leitos, um incremento de 46% sobre a sua base atual. Historicamente, a companhia tem sido conservadora na sua alocação de capital, priorizando manter níveis saudáveis de alavancagem e postergando o seu capex de expansão quando necessário. A Rede D'Or encerrou o 2T24 com uma alavancagem líquida de 2,6x, um nível que tem se mantido relativamente estável desde 2022.

**Por que gostamos:** A Rede D'Or é a maior rede integrada de cuidados em saúde no Brasil. Sua escala permite um maior poder de barganha com os fornecedores o que é importante em um setor ainda bastante fragmentado. Além disso, a força da sua marca faz com que os planos de saúde tenham interesse em manter os hospitais da Rede D'Or em sua rede credenciada. A companhia tem conseguido conciliar crescimento com indicadores de crédito robustos nos últimos anos, evidenciado pela sua forte posição de liquidez e alavancagem controlada.

### Pontos Fortes

- Elevada escala permite melhores negociações com fornecedores e planos de saúde;
- Forte capacidade de geração de caixa;
- Estrutura de capital robusta, com alavancagem controlada mesmo em meio a investimentos para expansão;
- Setor com bons fundamentos de longo prazo.

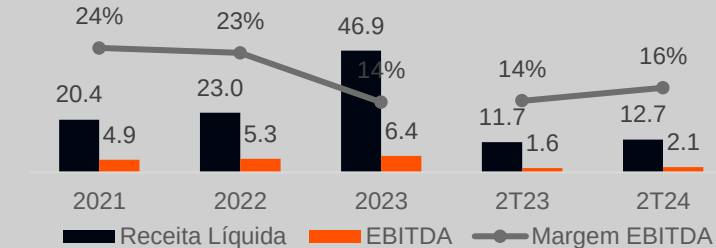
### Pontos de Atenção

- A companhia é uma consolidadora do setor, o que leva a elevados investimentos, que podem pressionar a alavancagem;
- Setor cada vez mais competitivo e verticalizado;
- Elevada necessidade de capital de giro.

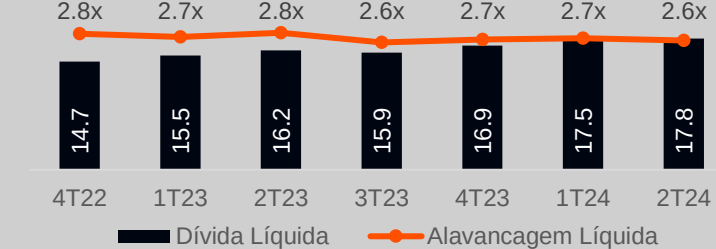
### Ratings

**Fitch:** AAA(bra) / Estável  
**Moody's:** não há  
**S&P:** brAAA / Estável

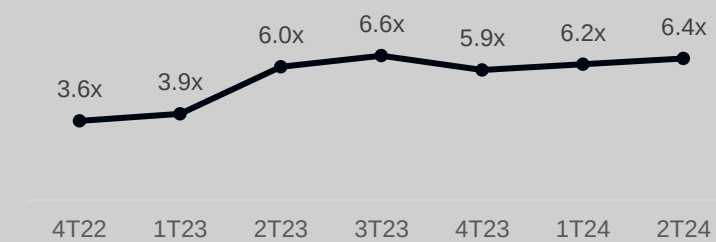
## Evolução da Receita Líquida e EBITDA (R\$ bilhões)<sup>1</sup>



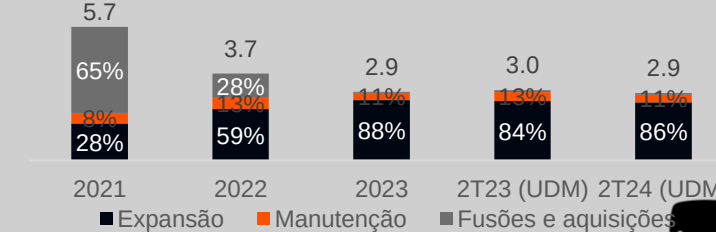
## Evolução da Dívida Líquida (R\$ bilhões) e Alavancagem



## Evolução da Liquidez (Disponibilidades/ Dívida de CP)



## Evolução dos Investimentos – Capex (R\$ bilhões)



# Top Pick: Transmissora Aliança de Energia Elétrica – TAESA (TAEEC4)

## TAESA

**Sobre a empresa:** A TAESA está entre os maiores grupos privados de transmissão de energia elétrica no Brasil. Atualmente opera mais de 14 mil kms de linhas de transmissão e está construindo mais 735 kms de linhas adicionais, contando com uma Receita Anual Permitida (RAP) de R\$ 4,1 bilhões para o ciclo de 2024/2025.

A companhia detém 43 concessões e participações de transmissão, sendo 14 concessões que compõem a Holding, 10 investidas integrais e 19 participações. As concessões possuem prazo de 30 anos, com os vencimentos ocorrendo entre 2030 e 2052 (25 das 43 concessões têm vencimento antes de 2040).

**Sobre o crédito:** A companhia apresenta receita altamente previsível, estabelecida pela RAP que é anualmente ajustada pela inflação, e impactada sobretudo pela indisponibilidade das linhas de transmissão. Além disso, os custos são principalmente relacionados a pessoal e serviços de terceiros, o que lhe garante margens altas (entre 80% e 85% nos últimos anos, conforme gráfico de evolução da receita ao lado) e uma forte geração de caixa.

A TAESA opera com uma alavancagem alta, entre 3,5x e 4x, pressionada sobretudo pelos investimentos referentes às linhas de transmissão em fase de construção, dado que a companhia tem sido bastante ativa nos leilões da ANEEL, com o objetivo de renovar e expandir seu portfólio. De acordo com os contratos de concessão mais recentes, a companhia deve desembolsar entre 2024 e 2028, R\$ 4,3 bilhões para a construção de quatro novos empreendimentos, além de R\$ 486 milhões em reforços de concessões antigas.

Apesar disso, acreditamos que o perfil gerador de caixa e previsível do negócio, com capex já estabelecido e os fortes resultados operacionais, com alto índice de disponibilidade das linhas, mitigam os riscos da alta alavancagem. A entrada da TAESA em novas concessões, para fazer frente às concessões que vencem a partir de 2030, pode pressionar ainda mais seu perfil de crédito, sendo um ponto importante a ser observado.

**Por que gostamos:** A TAESA é uma das maiores operadoras de linhas de transmissão do país. Apesar de possuir uma alavancagem relativamente alta, decorrente dos elevados investimentos em projetos *greenfield*<sup>1</sup>, a sua dívida possui um perfil alongado, o que combinado às receitas previsíveis das suas transmissoras (baseadas em disponibilidade), conferem uma adequada flexibilidade financeira à companhia.

### Pontos Fortes

- A receita e a geração de caixa são previsíveis, o que permite uma melhor gestão de passivos;
- A performance operacional é resiliente, com altos índices de disponibilidade das linhas;
- Grande experiência desenvolvendo e operando as linhas de transmissão
- Portfólio de concessões amplo e diversificado geograficamente.

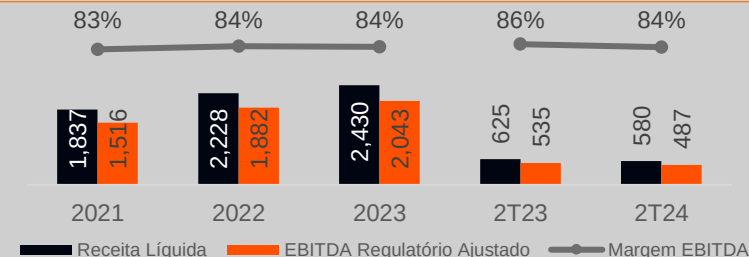
### Pontos de Atenção

- Contratos mais antigos tiveram sua RAP reduzida em 50%, de acordo com os contratos de concessão;
- Possibilidade de entrada em novos leilões, pressionando a alavancagem;
- A companhia tem pago um fluxo de dividendos elevado, que retarda a sua desalavancagem;
- A obtenção de licenças ambientais não dependem da companhia e podem levar à atrasos na execução das obras.

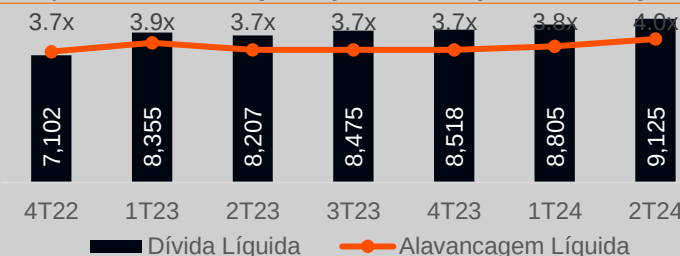
### Ratings

**Fitch:** AAA(bra) / Estável  
**Moody's:** AAA.br / Negativa  
**S&P:** não há

## Evolução da Receita Líquida e EBITDA (R\$ milhões)



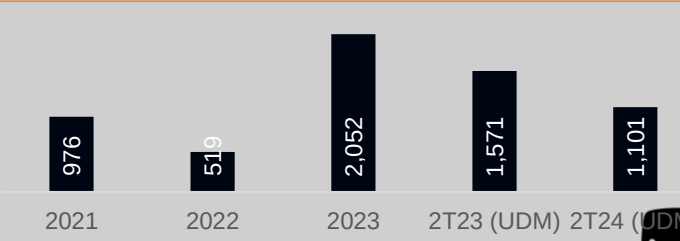
## Evolução da Dívida Líquida (R\$ milhões) e Alavancagem



## Evolução da Liquidez (Disponibilidades/ Dívida de CP)



## Projetos em Construção – Capex (R\$ milhões)



PRIO

**Sobre a empresa:** É uma das maiores produtoras independentes de petróleo e gás no Brasil, em termos de volume produzido (89 mil barris/dia). A PRIO possui 5 campos de extração marítima, na Bacia de Campos (litoral do Estado do RJ), mas tem permissão para explorar tanto campos no mar (Offshore) como em terra (Onshore).

A estratégia da PRIO é de adquirir e revitalizar campos maduros, já em produção, e sem riscos de inexistência de petróleo e/ou gás. A revitalização ocorre (i) por meio de obras de melhoria e manutenção, e (ii) pela busca de sinergias e ganhos de escala entre os campos de sua propriedade. Assim, a PRIO tem conseguido reduzir custos de extração (lifting cost), aumentar reservas, ampliar a vida útil<sup>2</sup> dos campos, e elevar a produção e margens de seu negócio.

**Sobre o crédito:** A Prio apresentou forte crescimento nos últimos anos, saindo de um nível de produção média de 31 mil barris/dia em 2021 para 90 mil barris/dia no 2T24, em função principalmente do aumento da produtividade no campo de Frade e a aquisição do campo de Albacora Leste. O crescimento da produção foi acompanhado pela redução do custo de extração (lifting cost), elevando sua margem de lucro operacional (EBITDA), que foi de 68% em 2021 para 77% nos últimos 12 meses.

Dado o perfil das aquisições (campos maduros) e o ganho de eficiência operacional, o investimento elevado se traduziu em rápido aumento na geração de caixa operacional (US\$ 314 milhões em 2020 para US\$ 867 milhões em 2023), o que tem auxiliado na desalavancagem da empresa desde o 3T23 (de 1,1x para 0,4x no 2T24).

A Prio deve elevar significativamente sua produção, com a aquisição de 40% de participação nos campos de Peregrino e Pitangola (operados pela Equinor), e pela entrada em operação do campo de Wahoo, estimada para o início de 2025 após a obtenção das licenças necessárias, que juntos devem aumentar a produção diária em cerca de 75 mil barris. Vale notar que a aquisição do campo de Peregrino, no valor total de US\$1.915 milhões, elevaria a alavancagem líquida de 0,4x no 2T24 para 1,24x (considerando EBITDA em níveis atuais), patamar ainda confortável e bastante abaixo dos covenants de 2,5x.

**Por que gostamos:** Consideramos que a Prio tem sólido perfil de crédito. A empresa tem conciliado crescimento operacional com geração positiva de caixa, mantendo elevada liquidez financeira e baixa alavancagem. O início da operação de Wahoo deve se dar no início de 2025 e, junto à nova aquisição do campo de Peregrino, deve aumentar rapidamente a geração de caixa da companhia e suportar uma alavancagem em níveis saudáveis.

Pontos Fortes

- Empresa operadora de campos maduros, com reservas de petróleo comprovadas;
- Sólido desempenho operacional, com aproveitamento das sinergias entre os campos e redução dos custos de extração;
- Tem apresentado forte geração de caixa e margens altas;
- Perfil de dívida alongado.

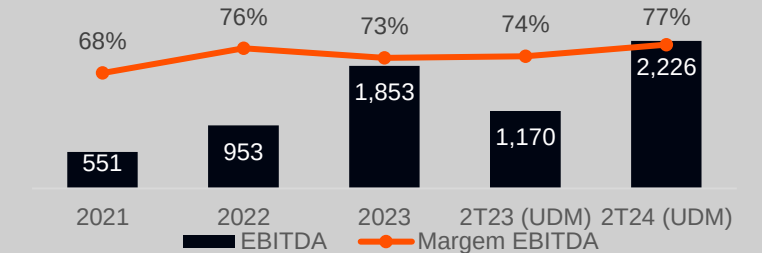
Pontos de Atenção

- Necessidade de crescimento via aquisição de outros campos;
- Riscos regulatórios e ambientais, que podem atrasar os planos de investimentos da Prio;
- Exposição à oscilação do preço do petróleo, com períodos de compressão de margens.

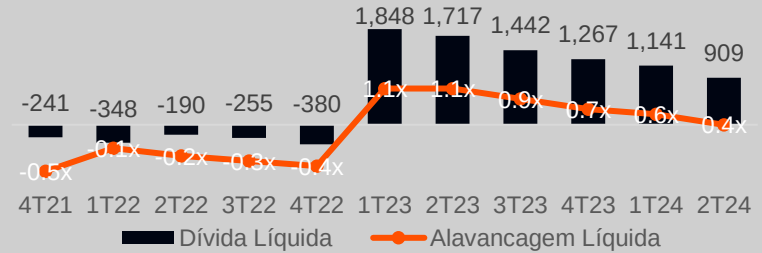
Ratings

Fitch: AA+(bra) / Estável  
Moody's: Não há  
S&P: brAA+ / Estável

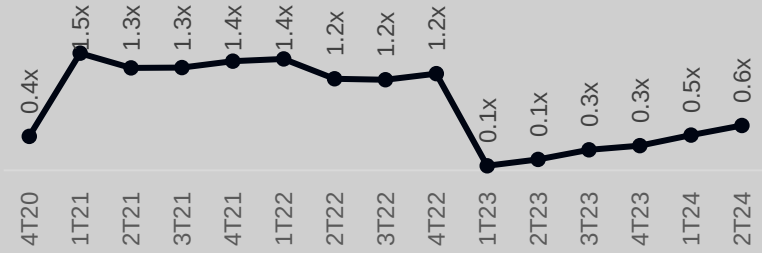
Evolução da Receita Líquida e EBITDA (US\$ milhões)



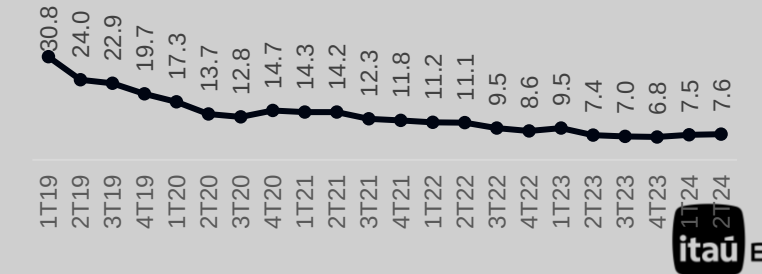
Evolução da Dívida Líquida (US\$ milhões) e Alavancagem



Evolução da Liquidez (Disponibilidades/ Dívida Total)



Lifting Cost (US\$/ bbl)



# Exoneração de Responsabilidade

## Informações Relevantes

- Este relatório foi elaborado pelo Itaú Unibanco, sociedade regulada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e distribuído pelo Itaú Unibanco, pela Itaú Corretora de Valores S.A. e pelo Itaú BBA. Itaú BBA é uma marca usada pelo Itaú Unibanco. Este relatório foi elaborado por um analista de valores mobiliários do Itaú Unibanco e está sujeito à Resolução 20 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).
- Este relatório não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra ou venda ou como uma solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição. As informações contidas neste relatório foram consideradas razoáveis na data em que o relatório foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. O Itaú Unibanco ou qualquer de suas afiliadas (“Grupo Itaú Unibanco”) não dá nenhuma segurança ou presta garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida das estratégias de investimentos, mercados ou desdobramentos nele abordados. As opiniões, estimativas e/ou projeções expressas neste relatório refletem a opinião atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. Os preços e disponibilidades dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações que não estão no controle do Itaú Unibanco. Os preços utilizados para a produção deste relatório foram obtidos no último fechamento de mercado. O Itaú Unibanco ou qualquer de suas afiliadas não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e/ou de informar o leitor sobre qualquer alteração em seu conteúdo, salvo quando do encerramento da cobertura dos emissores dos valores mobiliários abordados neste relatório.
- O analista responsável pela elaboração deste relatório, destacado em negrito, certifica que as opiniões expressas neste relatório refletem, de forma precisa, única e exclusiva, suas visões e opiniões pessoais a respeito de todos os emissores ou valores mobiliários por eles analisados, e que foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora e ao Itaú BBA e a qualquer de suas afiliadas. Uma vez que as opiniões pessoais dos analistas podem ser divergentes entre si, o Itaú Unibanco, a Itaú Corretora, o Itaú BBA e/ou qualquer de suas afiliadas podem ter publicado ou vir a publicar outros relatórios que não sejam consistentes com e/ou que cheguem a conclusões diversas das apresentadas neste relatório.
- O analista responsável pela elaboração deste relatório não está registrado e/ou não é qualificado como analista de pesquisas junto à NYSE ou à FINRA, nem é de qualquer forma associado à Itau BBA USA Securities, Inc., e, portanto, não está sujeito às disposições da Norma 2242 sobre comunicações com uma empresa objeto de análise, aparições públicas e transações com valores mobiliários mantidos em uma conta de analista de pesquisas.
- Parte da remuneração dos analistas é determinada com base no total das receitas do Itaú Unibanco e de algumas de suas afiliadas, inclusive nas receitas decorrentes da prestação de serviços de investimento e de banco de investimento. Não obstante, o analista responsável pelo conteúdo deste relatório certifica que nenhuma parcela de sua remuneração esteve, está ou estará, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas neste relatório.
- Os instrumentos financeiros e estratégias discutidos neste relatório podem não ser adequados para todos os investidores e certos investidores podem não ser elegíveis para comprar ou participar de alguns ou de todos eles. Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de qualquer investidor em particular. Os investidores que desejem adquirir ou negociar os valores mobiliários cobertos neste relatório devem obter informações e documentos pertinentes, a fim de que possam formar sua própria convicção sobre o investimento nos valores mobiliários. Os investidores devem obter orientação financeira, contábil, jurídica, econômica e de mercado independente, com base em suas características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento em relação aos valores mobiliários do emissor(es) avaliado(s) neste relatório. A decisão final em relação aos investimentos deve ser tomada por cada investidor, levando em consideração os vários riscos, tarifas e comissões envolvidos. Caso um instrumento financeiro seja expresso em uma moeda que não a do investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode impactar adversamente seu preço, valor ou rentabilidade. Os rendimentos dos instrumentos financeiros podem apresentar variações e, consequentemente, o preço ou valor dos instrumentos financeiros pode aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente. Rentabilidade passada não é necessariamente indicativa de resultados futuros, e nenhuma segurança ou garantia, de forma expressa ou implícita, é dada neste relatório em relação a desempenhos futuros ou a qualquer outro aspecto. O Itaú Unibanco e suas afiliadas se eximem de toda e qualquer responsabilidade por eventuais prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou de seu conteúdo. Ao utilizar tal relatório o investidor obriga-se, de forma irrevogável e irretroatável, a manter o Itaú Unibanco e/ou qualquer de suas afiliadas, indenese em relação a quaisquer pleitos, reclamações e/ou prejuízos.
- Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito do Itaú Unibanco. O presente relatório e seu conteúdo devem ser tratados para uso exclusivo.
- Conforme exigido pelas regras da Comissão de Valores Mobiliários o(s) analista(s) responsável(eis) pela elaboração do presente relatório indica(m) no quadro abaixo "Informações Relevantes" situações de potencial conflito de interesses.
- O Itaú Unibanco não é parte de contrato com o(s) emissor(es) relativo à elaboração deste relatório.
- A descrição detalhada das medidas administrativas e de organização interna e das barreiras de informação instituídas para prevenir e evitar os conflitos de interesse no que diz respeito à produção de relatórios de research estão disponíveis para consulta em [www.itaucorretora.com.br](http://www.itaucorretora.com.br)
- As informações relevantes acerca dos modelos proprietários utilizados pelo Itaú Unibanco estão disponíveis na página do Itaú BBA na Bloomberg.
- Outras informações regulatórias importantes disponíveis em <https://disclosure.cloud.ita.com.br>

Observação Adicional nos relatórios distribuídos no (i) Reino Unido: O único propósito deste material é fornecer informação apenas, e não constitui ou deve ser interpretado como proposta ou solicitação para aderir a qualquer instrumento financeiro ou participar de qualquer estratégia de negócios específica. Os instrumentos financeiros discutidos neste material podem não ser adequados a todos os investidores e são voltados somente a Contrapartes Elegíveis e Clientes Profissionais, conforme definição da Autoridade de Conduta Financeira. Este material não leva em consideração os objetivos, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer cliente em particular. Os clientes precisam obter aconselhamento financeiro, legal, contábil, econômico, de crédito e de mercado individualmente, com base em seus objetivos e características pessoais antes de tomar qualquer decisão fundamentada na informação aqui contida. Ao acessar este material, você confirma estar ciente das leis em sua jurisdição referentes a provisão e venda de produtos de serviço financeiro. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter esta informação somente para seu uso exclusivo. O Itau BBA International plc (IBBAInt) se isenta de qualquer obrigação por perdas, sejam diretas ou indiretas, que possam decorrer do uso deste material e de seu conteúdo e não tem obrigação de atualizar a informação contida neste documento. Você também confirma que compreende os riscos relativos aos instrumentos financeiros discutidos neste material. Devido a regulamentos internacionais, nem todos os instrumentos/serviços financeiros podem estar disponíveis para todos os clientes. Esteja ciente e observe tais restrições quando considerar uma potencial decisão de investimento. O desempenho e previsões passados não são um indicadores fiáveis dos resultados futuros. A informação aqui contida foi obtida de fontes internas e externas e é considerada confiável até a data de divulgação do material, porém o IBBAInt não faz qualquer representação ou garantia quanto à completude, confiabilidade ou precisão da informação obtida por terceiros ou fontes públicas. Informações adicionais referentes aos produtos financeiros discutidos neste material são disponibilizadas mediante solicitação. O Itau BBA International plc tem escritório registrado no endereço 100 Liverpool Street, Level 2, London, United Kingdom, EC2M 2AT e é autorizado pela Prudential Regulation Authority e regulamentado pela Financial Conduct Authority e pela Prudential Regulation Authority (FRN 575225). Contate seu gerente de relacionamento se tiver perguntas; (ii) Espaço Econômico Europeu: este relatório é distribuído no Espaço Econômico Europeu por Itaú BBA Europe, S.A. (“IBBA Europe”), uma afiliada do Itaú Unibanco com sede na Rua Tierno Galvan, Torre III, 11 piso, Lisboa, Portugal, registrado como instituição de crédito junto do Banco de Portugal sob o número 195, e junto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários para a prestação da atividade de intermediação financeira sob o número 396. Este material é meramente informativo e não deve ser interpretado como proposta para a negociação de instrumentos financeiros, recomendação ou aconselhamento personalizado. Este material é destinado a Contrapartes Elegíveis e Investidores Profissionais (nos termos definidos no Artigo 4.º, 1, (10) e Artigo 30.º da Diretiva 2014/65/UE – MiFID II), os quais têm experiência, conhecimentos e competência necessários para tomar as suas próprias decisões de investimento e ponderar devidamente os riscos em que incorrem. As informações relevantes sobre conflitos de interesses integrantes desse material se aplicam ao IBBA Europe na qualidade de afiliada do Itaú Unibanco. O IBBA Europe não detém qualquer discricionariedade na seleção de relatórios para distribuição e se isenta de qualquer responsabilidade por qualquer perda, direta ou indireta, que possam decorrer do uso deste material e de seu conteúdo e não tem qualquer obrigação de atualizar a informação contida nesse documento. Os instrumentos/serviços financeiros discutidos neste material podem não estar disponíveis para todos os clientes e/ou nas respectivas jurisdições. Informações adicionais sobre os instrumentos discutidos neste material estão disponíveis mediante solicitação. (iii) U.S.A: O Itaú BBA USA Securities, Inc., uma empresa membra da FINRA/SIPC, está distribuindo este relatório e aceita a responsabilidade pelo conteúdo deste relatório. Qualquer investidor norte-americano que receba este relatório e que deseje efetuar qualquer transação com os valores mobiliários analisados neste documento deve fazê-lo com o Itau BBA USA Securities, Inc. at 540 Madison Avenue, 24th Floor, New York, NY 10022; (iv) Brasil: Itaú Corretora de Valores S.A., uma controlada do Itaú Unibanco S.A. é autorizada pelo Banco Central do Brasil e aprovada pela CVM a distribuir este relatório. Se necessário, contate o Serviço de atendimento a clientes: 4004-3131\* (capital e regiões metropolitanas) ou 0800-722-3131 (outras localizações) durante horário comercial, horário do Brasil. Se ainda necessitar de outro canal de atendimento após a utilização dos outros, favor ligar para: 0800-570-0011 (horário comercial), ou escrever para a caixa postal 67.600, São Paulo –SP, CEP 03162-971.\* custo de uma chamada local; v) México: este relatório de pesquisa é distribuído no México pelo Itaú Unibanco, S.A., e por terceiros que possam ser autorizados pelo Itaú Unibanco, S.A., de tempos em tempos. Este relatório de pesquisa não deve ser elaborado para constituir qualquer uma das seguintes atividades sob a jurisdição do México: (a) emitir, comercializar, anunciar, oferecer aconselhamento, recomendar, solicitar e/ou promover produtos e/ou serviços financeiros do [Itaú Unibanco, S.A., suas afiliadas e/ou subsidiárias], e/ou de qualquer terceiro, (b) oferta para comprar ou vender qualquer instrumento financeiro ou valor mobiliário, (c) participar de qualquer estratégia de negociação específica, e/ou (d) pretende realizar qualquer atividade ou serviço reservado a entidades reguladas pelas leis financeiras mexicanas. Este relatório de pesquisa não foi revisado e/ou aprovado pela Comissão Nacional Bancária e de Valores Mobiliários do México (Comisión Nacional Bancaria y de Valores). Ao analisar este relatório de pesquisa, você aceita que (a) é o único responsável por tomar qualquer ação ou omitir qualquer ação em relação aos valores mobiliários relevantes, incluindo, entre outros, ações, títulos, derivativos, warrants, opções e swaps, (b) deverá realizar sua própria avaliação independente em relação aos títulos relevantes, e (c) isentar [o Itaú Unibanco, S.A., suas afiliadas e/ou subsidiárias] de toda e qualquer responsabilidade relacionada a qualquer ação tomada ou omitida a ser tomada por você, em conexão com os títulos relevantes

## Informações Relevantes – Analistas

| Analysts             | Disclosure Items |   |   |   |
|----------------------|------------------|---|---|---|
|                      | 1                | 2 | 3 | 4 |
| Lucas Queiroz        |                  |   |   |   |
| Akinori Hieda        |                  |   |   |   |
| Paula Toute          |                  |   |   |   |
| Arthur Almeida Neto  |                  |   |   |   |
| Clara Franco Lustosa |                  |   |   |   |
| Barbara Rocha        |                  |   |   |   |

- O(s) analista(s) de valores mobiliários envolvidos na elaboração deste relatório tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o(s) emissor(es) objeto do relatório de análise.
- O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(s) cônjuge(s) ou companheiro(s), detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários objeto deste relatório.
- O(s) analista(s) de valores mobiliários, seus cônjuges ou companheiros, estão direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários objeto deste relatório.
- O(s) analista(s) de valores mobiliários, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação ao(s) emissor(es) dos valores mobiliários analisados neste relatório.