



Top Picks Títulos Incentivados de Crédito Privado

7 de agosto de 2024

Credit Research – BTG Pactual

Thomas Tenyi, CFA
thomas.tenyi@btgpactual.com

Renan Tiburcio, CFA
renan.tiburcio@btgpactual.com

Guilherme Aleixo
guilherme.aleixo@btgpactual.com

Credit Research Products – BTG Pactual

Frederico Khouri
frederico.khouri@btgpactual.com

Luís Fernando Gonçalves
luis.goncalves@btgpactual.com



Índice

1. Ativos recomendados e teses de investimento

Resumos dos *top picks* para o mês

Mudanças vs. mês anterior

Teses de investimento (IPCA+)

Teses de investimento (IPCA+) – Continuação

Teses de investimento (CDI+/PRE)

2. Análise Macro

Curvas de juros

Prêmios de crédito indicativos

3. Resumo dos títulos recomendados

CRA Armac (IPCA+)

CRI Cogna (IPCA+)

DEB Chesf - Eletrobras (IPCA+)

DEB Rota das Bandeiras (IPCA+)

DEB Enauta (IPCA+)

DEB Comerc (IPCA+)

DEB Iguá Rio de Janeiro (IPCA+)

CRA Madero (CDI+)

CRA Minerva (CDI+)

CRA JSL (CDI+)

DEB Origem (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.
CRA022007KH	Armac	Transporte e Logística	AA-	3,7	15-Jun-29	IPCA+	B27
22E1321749	Cogna	Educação	AA+	3,7	15-Jul-29	IPCA+	B28
CHSF13	Chesf - Eletrobras	Energia – Geração	AAA	5,5	15-Jun-31	IPCA+	B30
CBAN12	Rota das Bandeiras	Concessão Rodoviária	AAA	5,6	15-Jul-34	IPCA+	B30
ENAT24	Enauta	Óleo & Gás	AA- ¹	6,4	15-Jun-34	IPCA+	B32
COMR14	Comerc	Geração de Energia	AA-	6,4	16-Nov-38	IPCA+	B32
IRJS14 / IRJS15	Iguá Rio de Janeiro	Saneamento	AA+ / AAA ²	8,7 / 9,1	15-Mai-43/15-Fev-44	IPCA+	B35 / B40
CRA02300MZT	Madero	Alimentos e Bebidas	A-	2,5	29-Out-29	CDI+	-
CRA02300MJ9	Minerva	Frigorífico	AAA	3,1	15-Set-28	CDI+	-
CRA024001P7	JSL	Transporte e Logística	AAA	3,9	17-Fev-31	CDI+	-
ORIG21	Origem Energia	Óleo & Gás	A	5,1	15-Dez-35	PRÉ	-

Observação: Os papéis são para investidores qualificados e isentos de IR, com exceção da Debênture de Chesf (CHSF13) e de Enauta (ENAT24) que são para investidor profissional. 1: Após a fusão da 3R Petroleum com a Enauta, o risco do novo conglomerado passou a ser o da 3R Petroleum, que teve seu rating elevado para AA- pela Fitch.. 2: A S&P atribuiu o rating AAA para a nova emissão de debêntures IRJS15 e colocou a emissão atual (IRJS14) em observação positiva (rating brAA+) com perspectiva de elevação após a liquidação dos novos financiamentos.

Mudanças em relação ao mês anterior

Tipo	Emissor	Código	Motivo da mudança	Recomendação para quem já possui o ativo
Inclusão	Chesf – Eletrobras	CHSF13	Prêmio de crédito atrativo considerando: (i) empresa líder em geração e transmissão de energia elétrica e (controladora); (ii) movimentos estratégicos de desinvestimento aumentam a liquidez (controladora); (iii) Fiança corporativa da Eletrobras.	Manter
Inclusão	Enauta (3R)	ENAT24	Prêmio de crédito atrativo e potencial fechamento de prêmio considerando: (i) maior diversificação do portfólio e potenciais sinergias advindas da fusão com a 3R, (ii) transição para novo sistema produtivo em Atlanta e melhora da eficiência no campo de Papa-Terra, (iii) Fiança corporativa.	Manter
Exclusão	Eletrobras	ELET14	Prêmio de crédito mais atrativo em nomes do mesmo grupo econômico (CHSF13)	Manter
Exclusão	3R Petroleum	RRRP13	Prêmio de crédito mais atrativo em nomes do mesmo grupo econômico (ENAT24)	Manter

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

Teses de investimento

Títulos atrelados ao IPCA

Emissor	Sector	Pontos positivos	Pontos de atenção	Tipo da estratégia
Armac	Transporte e Logística	✓ Liderança no mercado de locação de máquinas e equipamentos de linha amarela ✓ Posição de caixa confortável ✓ Ganhos de escala com expansão da frota de veículos ✓ Modelo de negócio verticalmente integrado ✓ Portfólio de clientes bastante variado e diversificação geográfica ✓ Prêmio de crédito atrativo vs. outros pares de mesmo <i>rating</i> no mercado secundário.	- x <i>Business</i> com intensivo uso de capital - x Estratégia de expansão acelerada	Sofisticada
Cogna	Educação	✓ Empresa líder no setor de educação em base de alunos ✓ Diversificação das linhas de negócio em diferentes segmentos de ensino ✓ Estratégia de otimização de custos entre cursos presenciais e EAD ✓ Alavancagem moderada ✓ Diversificação geográfica	- x Setor sujeito à oscilações de ciclos econômicos - x Riscos regulatórios - x Geração de caixa mais estreita	Moderada
Chesf - Eletrobrás	Energia – Geração Hidrelétrica	✓ Fiança da holding Eletrobras (AAA S&P) ✓ Controlador de grande porte financeiro ✓ Portfólio da holding bastante diversificado ✓ Liquidez confortável para pagamento das dívidas de curto prazo	- x Setor sujeito à fatores climáticos (mas mitigado pela presença do MRE) - x Riscos ambientais e regulatórios	Conservadora
Enauta (3R Petroleum)	Óleo e Gás	✓ Fortes sinergias financeiras e operacionais provenientes da fusão com a 3R ✓ Elevação do rating corporativo da 3R Petroleum para AA- ✓ Potencial aumento de produção em Atlanta com a implementação do novo FPSO (sistema definitivo); ✓ Time de gestão experiente e integração bem sucedida de campos adquiridos ✓ Sólida base de reservas 1P (provadas) e 2P (prováveis) ✓ Fiança Corporativa	- x Exposição à volatilidade dos preços de petróleo - x Risco de execução inerente ao aumento de produção	Sofisticada

Teses de investimento

Títulos atrelados ao IPCA

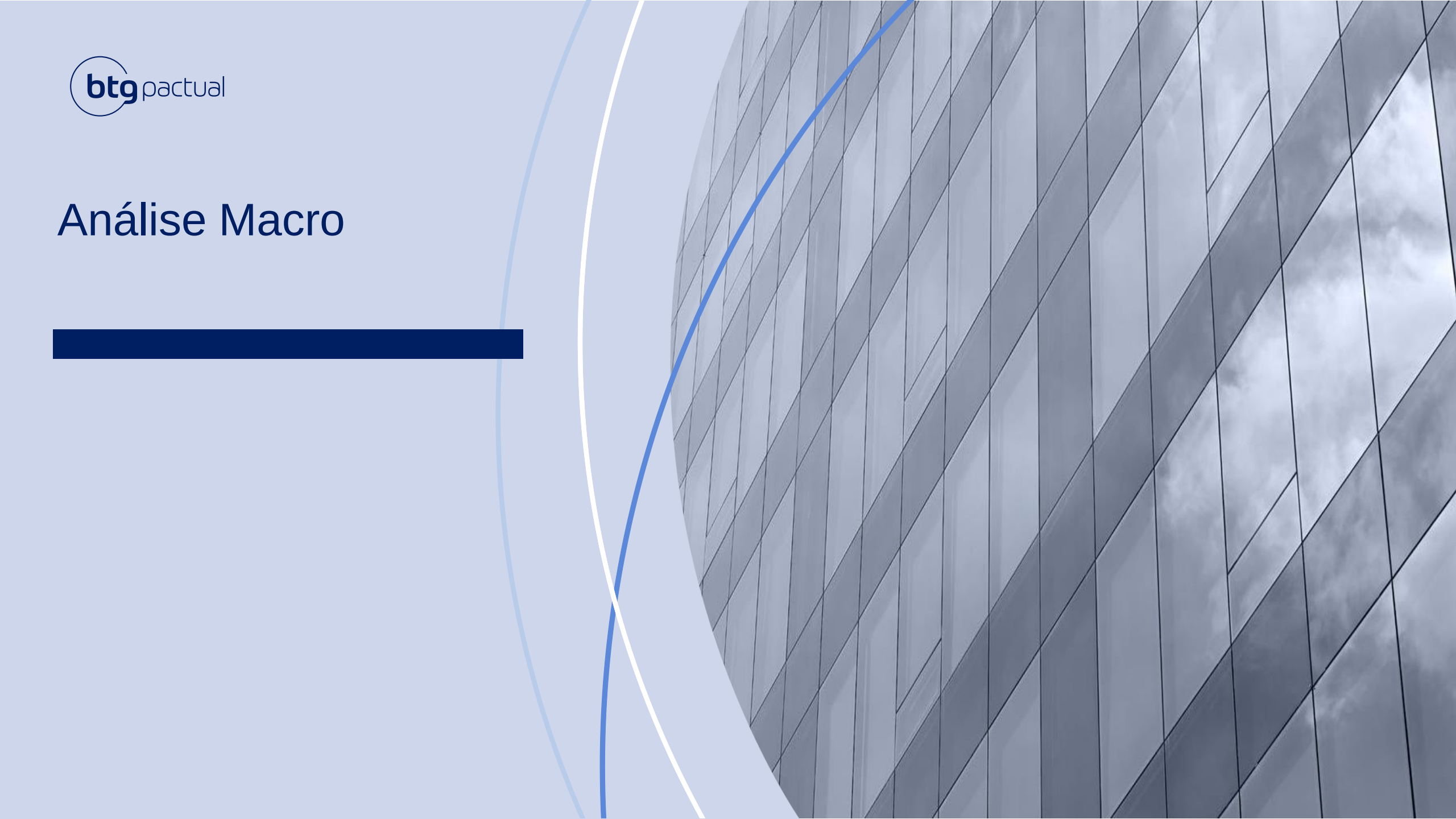
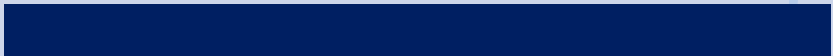
Emissor	Sector	Pontos positivos	Pontos de atenção	Tipo da estratégia
Rota das Bandeiras	Concessão Rodoviária	✓ Rodovia madura com longo histórico operacional e baixa necessidade de <i>capex</i> para obras (basicamente manutenção) ✓ Própria geração de EBITDA suficiente para execução dos investimentos ✓ Acionistas de grande porte financeiro ✓ Prêmio de crédito atrativo vs. outros pares <i>high grade</i> no mercado secundário	✗ Inflação nos materiais utilizados nas obras ✗ Medidas heterodoxas adotadas pelo Poder Concedente (ex. congelamento de tarifas em 2021)	Moderada
Comerc Energia	Energia – Geração Solar	✓ Setor defensivo e com boa previsibilidade de geração de caixa ✓ Sólido <i>track record</i> no setor elétrico ✓ Portfólio de projetos diversificado ✓ Acionistas de grande porte (Vibra e Perfin) com <i>know how</i> no setor de energia ✓ Todos os projetos de geração centralizada operacionais e maduros, com exceção de um que entrará em operação no 3T24 ✓ Todos os parques possuem contratos no ACL e/ou contratos no ACR de forma a mitigar os riscos dos projetos ✓ Prêmio de crédito atrativo vs. outros pares <i>mid grade</i> no mercado secundário	✗ Capacidade de geração dependente de condições climáticas ✗ Alavancagem ainda elevada (mas aumento na geração de caixa tem ajudado na queda)	Moderada
Iguá Rio de Janeiro	Saneamento	✓ Concessão com perfil maduro em região <i>premium</i> do Rio de Janeiro ✓ Baixos investimentos em <i>capex</i> e com baixo risco de execução ✓ Forte e previsível geração de caixa ✓ Acionistas relevantes comprometidos com o crescimento da companhia ✓ Prêmio de crédito atrativo vs. outros pares <i>high grade</i> no mercado secundário e com potencial de fechamento na medida que a concessão ficar ainda mais madura ✓ <i>Funding gap</i> solucionado ✓ A S&P atribuiu o rating AAA para a nova emissão de debêntures, reiterando a alta qualidade de seu crédito.	✗ Alavancagem elevada no curto e médio prazo ✗ Risco regulatório	Moderada

Teses de investimento

Títulos atrelados ao CDI/PRE

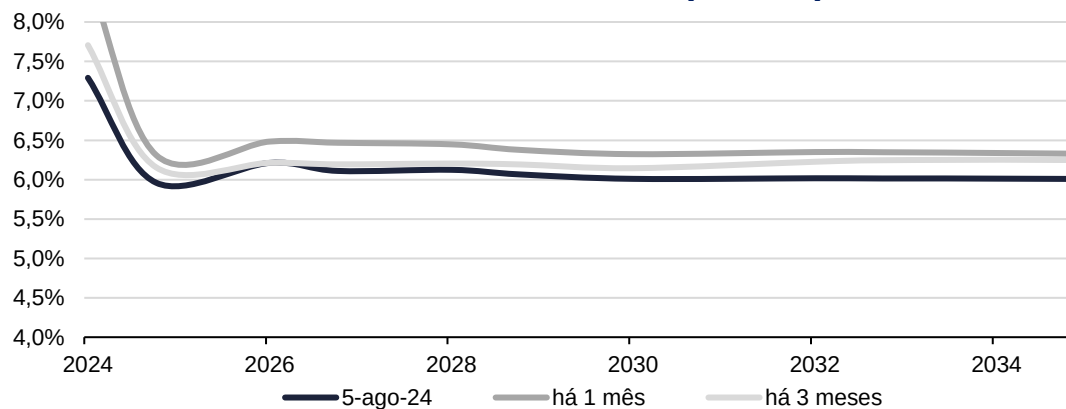
Emissor	Sector	Pontos positivos	Pontos de atenção	Tipo da estratégia
Madero	Alimentos e Bebidas	✓ Estrutura verticalizada com margens operacionais elevadas e acima de seus principais concorrentes ✓ Empresa vem desalavancando e gerando caixa de forma consistente nos últimos tris ✓ Postura mais conservadora em relação a capex ✓ Time de gestão experiente e comprometido em melhorar as métricas de crédito do grupo ✓ Prêmio de crédito atrativo vs. outros pares <i>high yield</i> no mercado secundário	✗ Possível retomada do processo de expansão de número de lojas ✗ Setor sujeito à oscilações de ciclos econômicos	Sofisticada
JSL	Transporte e Logística	✓ Liderança no mercado de transporte e logística ✓ Posição de caixa confortável ✓ Ganhos de escala com expansão da frota de veículos ✓ Modelo de negócio verticalmente integrado ✓ Portfólio de clientes bastante variado e diversificação geográfica ✓ Prêmio de crédito atrativo vs. outros pares de mesmo <i>rating</i> no mercado secundário.	✗ <i>Business</i> com intensivo uso de capital ✗ Estratégia de expansão acelerada	Moderada
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 ✓ Prêmio de crédito atrativo vs. outros pares <i>high grade</i> no mercado secundário	✗ Suscetibilidade aos ciclos do gado (oferta e preço) ✗ Concentração em poucos tipos de proteína (carne bovina) ✗ Integração dos ativos adquiridos da Marfrig	Moderada
Origem Energia	Óleo e Gás	✓ Produção consistente e reservas substanciais 1P (provadas) e 2P (prováveis) ✓ Baixa necessidade de caixa para <i>ramp up</i> da produção ✓ Elevadas margens operacionais, devido à integração e verticalização dos ativos ✓ Contratos com sólidas contrapartes que garantem proteção de preço e demanda ✓ Baixa alavancagem comparado aos <i>peers</i>	✗ Concentração de produção no Cluster Alagoas ✗ Risco de execução inerente ao aumento de produção	Sofisticada

Análise Macro

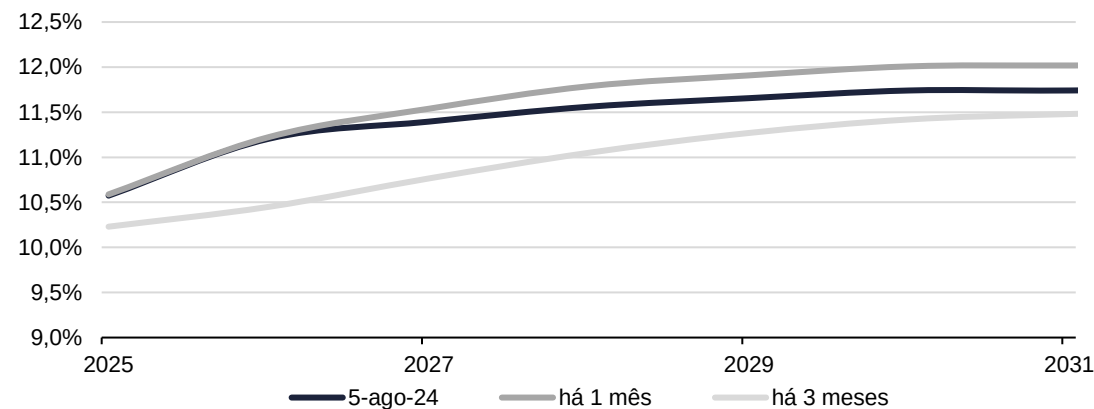


Curvas de juros

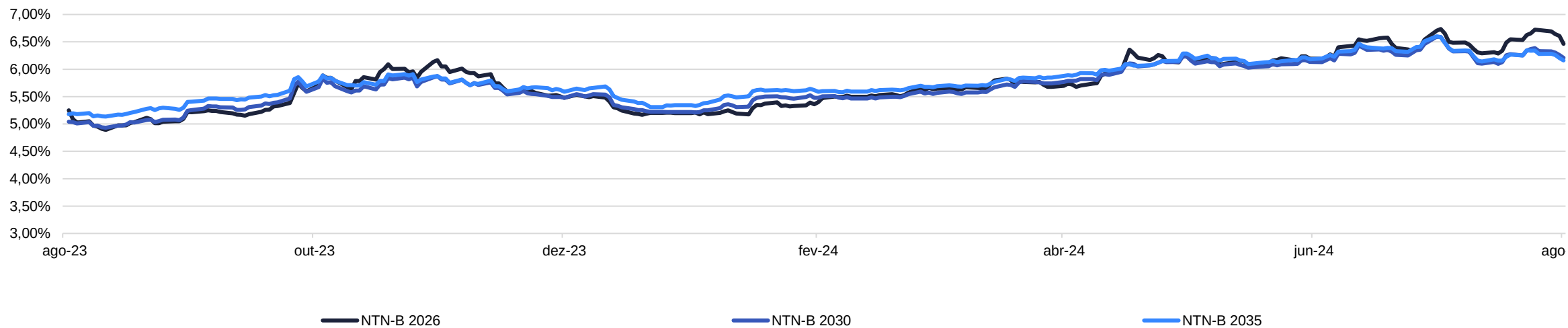
Curva de Tesouro IPCA+ (NTN-B)



Curva de DI Futuro (títulos pré-fixados)

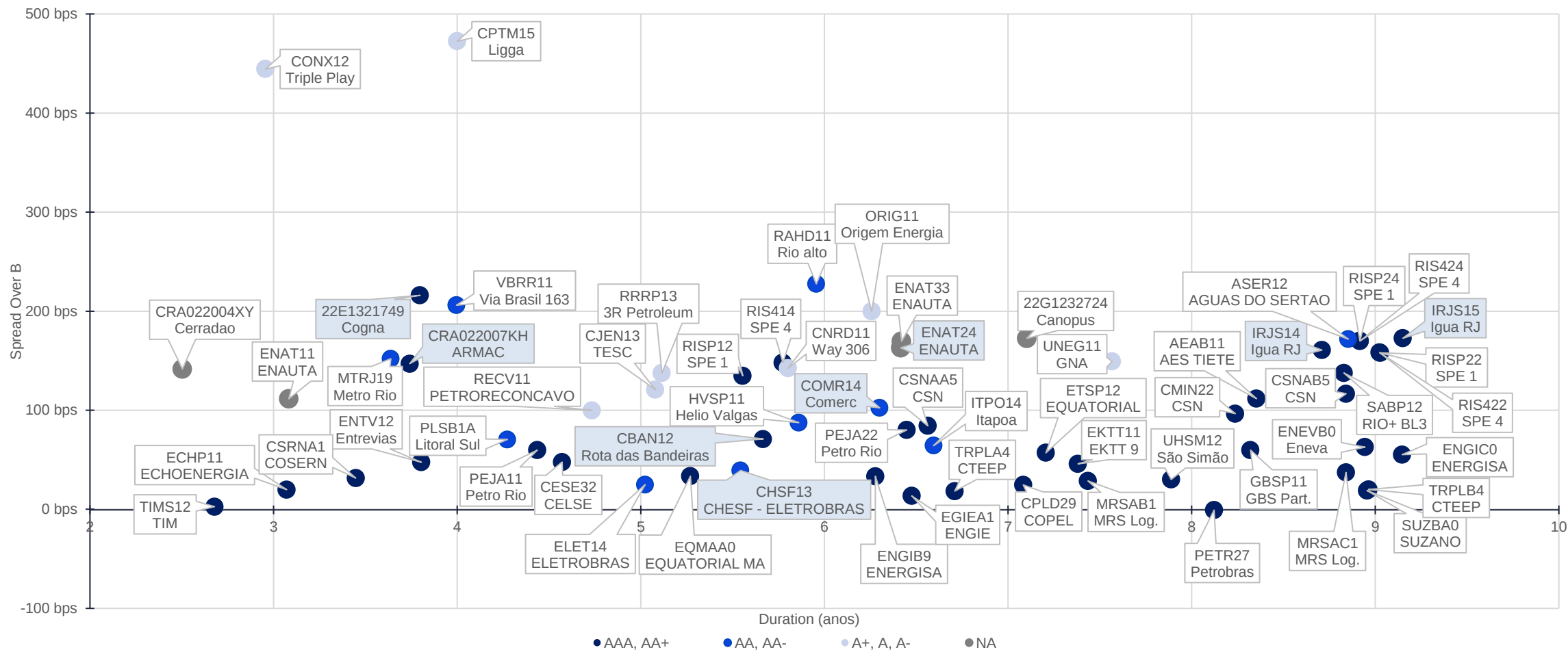


Taxas dos Títulos Públicos Tesouro IPCA+



Prêmios de crédito indicativos

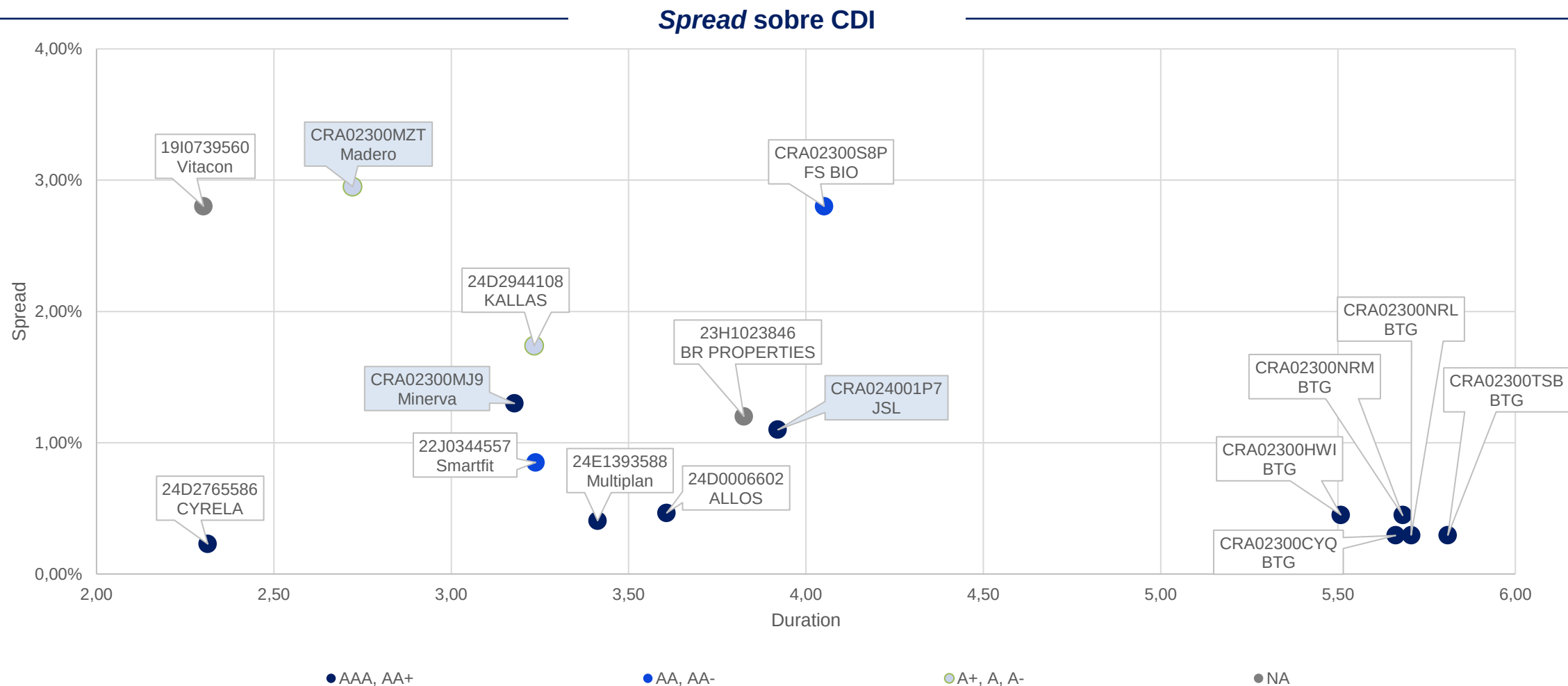
Spread sobre a NTN-B



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

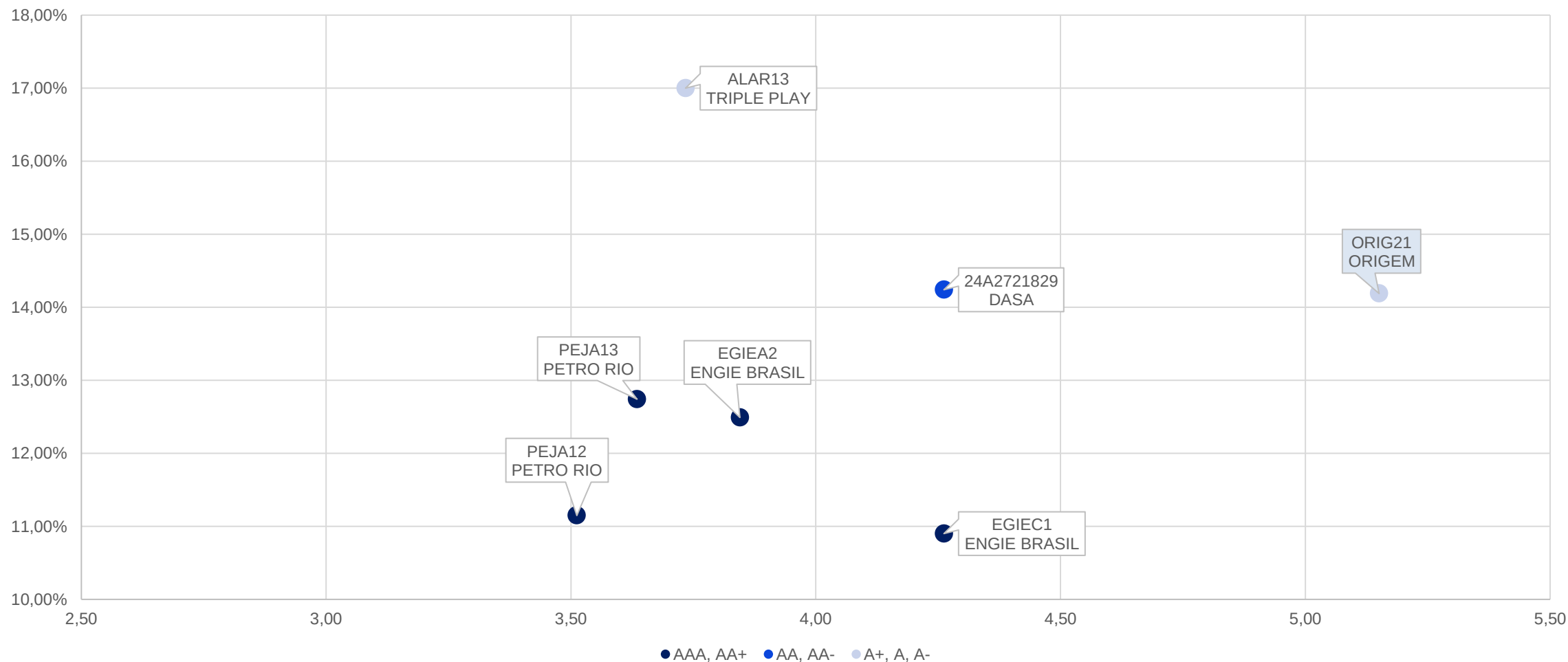


Fonte(s): Anbima, Corretoras Agências de *rating* e Economática.

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

Taxa Nominal



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.

Resumo dos títulos recomendados



A Armac foi fundada em 1994 pela família Aragão, sendo hoje uma das líderes do mercado de locação de máquinas e equipamentos de linha amarela no Brasil, com aproximadamente 1,3% de participação de mercado. Seu modelo de negócios oferece equipamentos como serviço, com contratos que incluem manutenção 24/7 e flexibilidade para os clientes devolverem ou substituírem os equipamentos conforme necessário. A empresa atua em duas frentes principais: atividades perenes, representando em torno de 60% da receita total, com contratos de longo prazo em diversos setores como mineração, fertilizantes e agroindústria; e infraestrutura, onde vigora o modelo de *asset sharing*, atendendo demandas pontuais por períodos mais curtos, como em projetos de saneamento, infraestrutura e construção. A empresa possui como acionistas o fundo Oportunidade, detentor de 7,5% das ações, o fundo Speed FIM (Gávea), com 22,5%, e a família Aragão, a principal acionista, possuindo uma participação de 50,2% da empresa.

Características do ativo

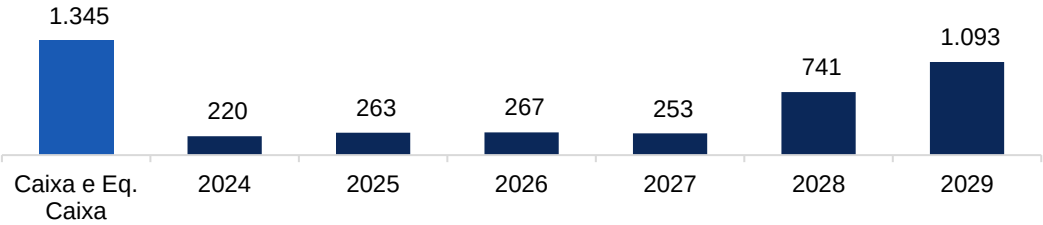
Rating	AA- (Fitch)	Amortização	Anual (a partir de jun-28)
Volume Emitido	R\$ 398.270.000,00	Juros	Semestral (junho e dezembro)
Venc. (Duration)	15-jun-29 (3,7 anos)	Covenant	DL/EBITDA Ajust. ≤ 3,50x

Garantia. Não há

Dados financeiros – Armac (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	1T24 UDM
Receita Líquida	111	390	952	1.361	1.484
EBITDA	56	197	457	641	684
Margem EBITDA %	50,5%	50,5%	48,0%	47,1%	46,1%
CAPEX	(227)	(1.137)	(1.258)	(576)	(605)
Dívida Líquida	204	206	1.126	1.321	1.455
Dívida Líquida /EBITDA	3,6x	1,0x	2,5x	2,1x	2,1x
Caixa / Dívida CP	1,3x	10,2x	16,6x	2,8x	3,7x

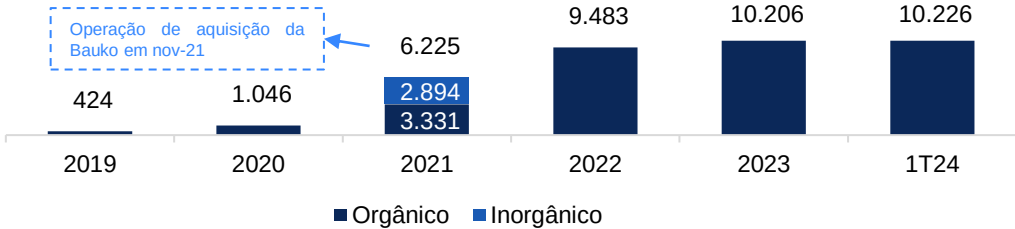
Perfil da dívida da Armac – mar-24 (R\$ milhões)



Principais destaques

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

Evolução da frota



Eventos Recentes

- No dia 30 de maio de 2024, a Armac efetuou sua terceira aquisição desde a abertura de capital em 2021. A empresa anunciou a compra da Terram Engenharia por R\$ 65 milhões, assinalando seu retorno ao segmento de terraplanagem.
- Em mar/24, a companhia realizou a sua 4ª Emissão de Debêntures, no montante total de R\$ 694 milhões, a uma taxa de CDI + 1,90% e amortizações no 6º, 7º e 8º anos. Os recursos líquidos obtidos com a emissão serão destinados para reforço de caixa, aquisição de veículos e já estão sendo considerados no caixa de mar/24.

A Cognia Educação possui mais de 55 anos de existência, sendo o principal player no segmento de ensino básico e superior do país, promovendo cursos presenciais e à distância (EAD) de graduação e pós-graduação. As três principais empresas do grupo são a Kroton, Vasta e Saber. Em 2023, o grupo contava com mais de 1 milhão de alunos na modalidade presencial (36%) e digital (64%), 112 unidades próprias de ensino superior e mais de 3 mil polos credenciados de ensino digital. No segmento de educação básica, o grupo terminou o primeiro trimestre de 2023 com 2 milhões de alunos atendidos por aproximadamente 5,4mil escolas associadas, que utiliza seus serviços de educação core e complementar. Os principais acionistas individuais do grupo são as gestoras Alaska (15%) e BlackRock (11%), enquanto o restante está pulverizado no mercado acionário.

Características do ativo

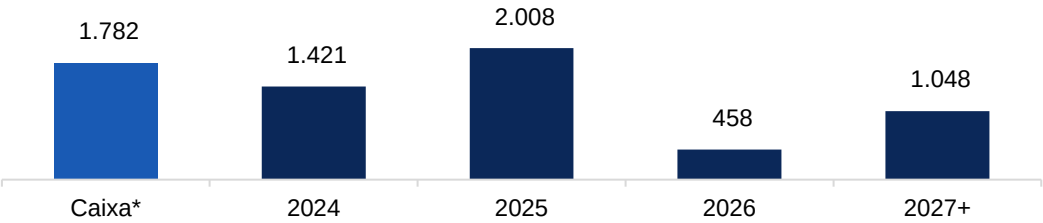
Rating	AA+ (Fitch)	Amortização	Anual (a partir de jul-28)
Volume Emitido	R\$ 331.000.000,00	Juros	Semestral (janeiro e julho)
Venc. (Duration)	16-jul-29 (3,7 anos)	Covenant	DL/EBITDA Ajust. ≤ 3,00x

Garantia. Não há

Dados financeiros – Cognia (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	1T24 UDM
Receita Líquida	5.899	5.282	5.092	5.895	6.104
EBITDA recorrente	903	1.435	1.590	1.794	1.837
Margem EBITDA %	15,3%	27,2%	31,2%	30,4%	30,1%
CAPEX	(311)	(236)	(274)	(348)	(356)
Dívida Líquida	2.919	3.097	3.333	3.278	3.277
Dívida Líquida /EBITDA Covenant	3,2x	2,2x	2,1x	1,8x	1,8x
Caixa / Dívida CP	2,2x	1,9x	1,0x	1,2x	1,3x

Perfil da dívida da Cognia – mar-24 (R\$ milhões)

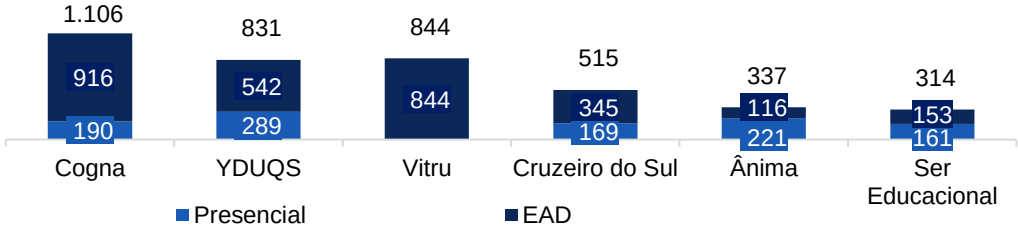


Fonte(s): Companhia(s); *A companhia captou R\$1,1 bilhão em abr/24, o principal objetivo dessa captação é alongar o cronograma de amortização, diminuindo assim as torres do 1º e 2º anos. Essa captação não está refletida no perfil da dívida acima.

Principais destaques

- A Cognia é a maior empresa de educação privada do Brasil. A companhia possui diversificação de suas modalidades de ensino, atendendo tanto alunos de educação básica quanto graduação e pós-graduação.
- A Vasta possui um perfil mais defensivo sob uma ótica de crédito, uma vez que esse nicho possui uma maior previsibilidade de receitas e contratos de médio/longo prazo (3 a 5 anos).
- A empresa compartilha custos entre os formatos presencial e EAD, permitindo que, mesmo nos cursos presenciais, mais de 30% das aulas sejam oferecidas remotamente. Essa abordagem reduz o custo por aluno e auxilia a empresa em sua estratégia *asset light*.
- O ticket médio dos alunos do Presencial segue crescendo, atingindo um crescimento de 3,0% em 2023, este aumento ocorreu devido à estratégia de focar em cursos de alto *lifetime-value* (LTV) e impulsionado pelo maior número de alunos em medicina.
- No segmento Kroton Med, a companhia atingiu 46,6% de margem EBITDA (+5,5% a/a), através de (i) repasse acima da inflação para calouros e veteranos; e (ii) por melhorias operacionais como a redução dos descontos de renegociação na rematrícula.

Principais players por base de alunos (mil alunos) – 1T24



Eventos Recentes

- No 1T24, o EBITDA recorrente da companhia atingiu R\$495 milhões (+9,5% a/a) impulsionado pelo forte crescimento do EBITDA recorrente de Vasta (+28,0% a/a) e Saber (+40,3% a/a).
- A alavancagem da companhia caiu para 1,8x (vs 2,1x no 1T23). Esse resultado é consequência das medidas de *liability management*, melhora na geração de caixa e do crescimento do EBITDA recorrente.
- A Geração de Caixa Operacional após Capex alcançou R\$ 210,2 milhões no 1T24, (-7,4% a/a). Essa redução ocorreu devido à (i) antecipação do pagamento do PNLD pelo governo nos últimos dias do 4T23, ao invés do 1T24, conforme previsto; (ii) além da estratégia de antecipar o investimento em marketing para o 1T24, visando melhorar a captação de alunos.
- Em abr/24, a companhia realizou a sua 12ª Emissão de Debêntures, no montante total de R\$ 1,1 bilhão, a uma taxa de CDI + 1,60%. Os recursos líquidos obtidos com a emissão serão destinados para reforço de caixa.

A Eletrobras foi criada em 1962 após anos de oposição e tramitação no Congresso, desempenhou um papel vital no desenvolvimento energético do Brasil. Ao longo de seis décadas, a empresa contribuiu significativamente para a expansão da oferta de energia elétrica, tornando-se uma das maiores produtoras de energia limpa e renovável do mundo. A companhia é líder na geração e transmissão de energia elétrica no Brasil, com 44GW de capacidade instalada e 74 mil km de linhas de transmissão, representando 22% e 38% do mercado nacional, respectivamente. Em 2022, a privatização marcou uma nova era para a Eletrobras, resultando em uma pulverização do capital social e fortalecendo o mercado de capitais brasileiro. A Chesf é uma subsidiária da Eletrobras, que gera e transmite energia com uma capacidade de 13.039 GW, distribuída em 12 usinas hidrelétricas e 13 parques eólicos, representando 29% da capacidade do grupo. Ela também opera 23,9 mil km de linhas de transmissão em oito estados do Nordeste.

Características do ativo

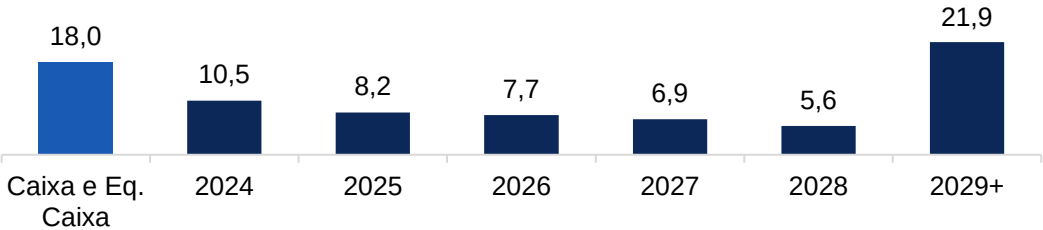
Rating	AAA (S&P)	Amortização	Vencimento
Volume Emitido	R\$ 4.900.000.000,00	Juros	Semestral (junho e dezembro)
Venc. (Duration)	15-jun-31 (5,5 anos)	Covenant	DL/EBITDA ≤ 4,25x

Garantia. Fiança Corporativa

Dados financeiros – Eletrobras (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	1T24 UDM
Receita Líquida	29.081	37.616	34.074	37.159	36.667
EBITDA Ajustado	13.978	18.829	17.780	19.274	18.202
Margem EBITDA Ajustado	48,1%	50,1%	52,2%	51,9%	49,6%
CAPEX	(3.122)	(4.678)	(5.174)	(9.018)	(9.099)
Dívida Líquida	20.335	21.641	34.763	41.763	42.966
Dívida Líquida /EBITDA Ajustado	1,5x	1,1x	2,0x	2,2x	2,4x
Caixa / Dívida CP	2,3x	2,7x	3,2x	1,7x	1,2x

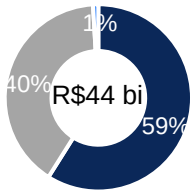
Perfil da dívida da Eletrobras - (R\$ bilhões)



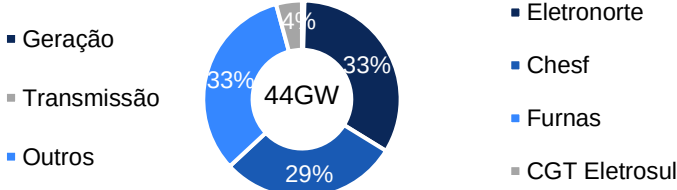
Principais destaques

- A principal atividade da Eletrobras é a geração de energia elétrica. Em 31 de dezembro de 2023, a companhia atingiu 44.654 MW em empreendimentos de geração, representando 22% dos aproximadamente 199 GW instalados no Brasil.
- Considerando a fonte hidrelétrica, a Eletrobras possui 37% de *market-share* no Brasil, enquanto nas fontes eólica e solar, o *market-share* é de cerca de 2%.
- Em jun/22, a Eletrobras foi privatizada com sucesso através de uma oferta de ações que arrecadou R\$33,7 bilhões, diluindo a participação de voto do governo (Govt. + BNDES) de 69% para 40%.
- Do total de energia gerada pela companhia, 97% são provenientes de fontes com baixo teor de emissão de gases do efeito estufa (hídrica, eólica e solar), contribuindo para que a matriz energética do Brasil seja uma das mais limpas do mundo.

Abertura da Receita Bruta por setor



Capacidade Instalada Eletrobras (MW)



Eventos Recentes

- A Eletrobras anunciou a venda de 93 milhões de ações na ISA Cteep por meio de uma oferta secundária, incluindo lote adicional de 33 milhões. Dessa forma a companhia reduziu sua participação total de 36% (ON + PN) para aproximadamente 21%.
- A Eletrobras anunciou que o Conselho de Administração confirmou o cumprimento de todas as condições para a incorporação de Furnas, estabelecendo a incorporação em 1 de jul/24.

A Concessionária Rota das Bandeiras S.A. é uma sociedade de propósito específico (SPE) que opera as rodovias do Corredor Dom Pedro I. O contrato de concessão é oriundo da 2ª Etapa do Programa de Concessão de Rodovias do Estado de São Paulo e vence em 2039. A concessão está localizada em regiões bastante populosas e de PIB elevado, como a Região Metropolitana de Campinas e a Região do Vale do Parnaíba e Litoral Norte. Aproximadamente 60% do tráfego na rodovia é composto por veículos de carga e o restante por veículos de passeio, com circulação de mais de 90 milhões de veículos equivalentes no ano. O acionista controlador é o fundo de private equity Mubadala, através da empresa Rodovias do Brasil Holding S.A. (85%).

Características do ativo

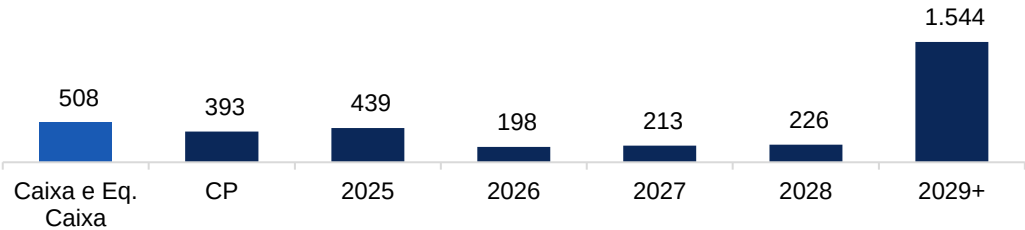
Rating	AAA (Fitch)	Amortização	Semestral (janeiro e julho)
Volume Emitido	R\$ 859.479.000	Juros	Semestral (janeiro e julho)
Venc. (Duration)	15-jul-2034 (5,6 anos)	Covenant	DL / EBITDA ≤ 3,5x (2023); ≤ 3,0x (2024)

Obs. Penhor de 3º grau sobre as ações do Emissor e CF de recebíveis decorrentes da concessão

Dados financeiros – Rota das Bandeiras (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	1T24 UDM
Receita Líquida (ex. construção)	617	706	821	961	994
EBITDA Ajustado	523	606	709	837	866
Margem EBITDA %	84,8%	85,8%	86,3%	87,1%	87,1%
CAPEX	(198)	(279)	(336)	(317)	(305)
Dívida Líquida	2.165	2.418	2.528	2.505	2.506
Dívida Líquida /EBITDA	4,1x	4,0x	3,6x	3,0x	2,9x
Caixa / Dívida CP	0,8x	1,2x	1,3x	1,6x	1,3x

Perfil da dívida da Rota das Bandeiras – mar-24 (R\$ milhões)

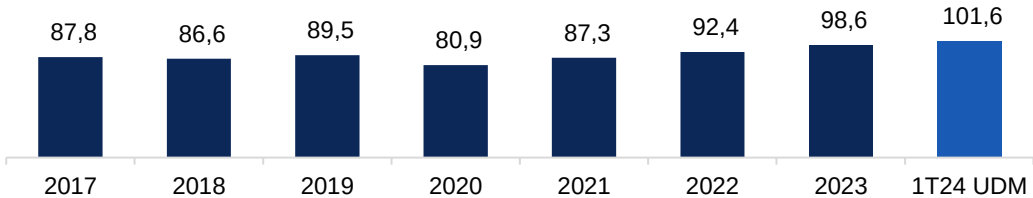


Fonte(s): Companhia(s)

Principais destaques

- O fluxo é bastante diversificado, pois os trechos passam por duas regiões estratégicas de São Paulo: a Região Metropolitana de Campinas (RMC) e o Vale do Paraíba.
- Além da intersecção com algumas das principais rodovias de São Paulo – Dutra, Carvalho Pinto, Fernão Dias, Anhanguera e Bandeirantes, o tráfego da Dom Pedro também é influenciado por diversos drivers de fluxo de veículos como a Refinaria Replan, Unicamp e PUC-Campinas, Aeroporto de Viracopos, Porto de São Sebastião e condomínios industriais e logísticos.
- O controle de custos operacionais e a localização estratégica dos trechos corroboraram para margens elevadas e relativamente estáveis (margem EBITDA média acima 86% nos últimos 4 anos).

Performance do tráfego (milhões de veículos equivalentes – VEQ)



Eventos Recentes

- A maior geração de EBITDA em 1T24 UDM (e nos últimos 2 anos) ocorreu em função do aumento do tráfego de veículos, influenciado principalmente por conta da retomada das atividades presenciais pós pandemia, bem como o incremento de viagens de lazer e turismo.
- Até mar-24, a companhia investiu cerca de R\$ 4,1 bilhões dentro da concessão, de modo que o capex remanescente corresponde a Investimentos mais simples e de manutenção.
- Em dez-22 a ARTESP autorizou o reajuste contratual no valor da base tarifária para rodovias estaduais, no percentual de 11,73%. Em jun-23, o órgão autorizou também o reajuste das tarifas de pedágio em 3,94%.
- Em jun-24 a companhia anunciou reajuste tarifário, aumentando o valor das alíquotas em 3,92%.

A Enauta é uma empresa independente de petróleo e gás com mais de 20 anos de histórico e um portfólio composto por 22 blocos de exploração e produção (E&P) em 7 bacias ao longo da costa do país. A empresa possui dois ativos produtivos: o campo de Manati, importante produtor de gás no Nordeste (participação de 45%) e o campo de Atlanta, em águas profundas na Bacia de Santos (participação de 100%). Os dois campos contribuem com uma produção média entre 20-30 mil barris de óleo equivalente por dia (kboe/d) e reservas provadas (2P) de 166 milhões de boe. Em jul-24, a 3R Petroleum e a Enauta anunciaram a conclusão da fusão de suas operações. Na transação, a 3R Petroleum incorporou todas as ações da Maha Energy e da Enauta. Como resultado, as ações da Enauta foram retiradas de negociação na B3, e as novas ações da 3R emitidas como parte da operação começaram a ser negociadas.

Características do ativo

Rating	AA- (Fitch)*	Amortização	Anual (a partir de jun-32)
Volume Emitido	R\$ 204.000.000	Juros	Semestral (dez e junho)
Venc. (Duration)	15-jun-2034 (6,4 anos)	Covenant	DL / EBITDA Ajustado ≤ 3,0x e ALCR ≥ 1,5x

Garantia: Fiança Corporativa da 3R Petroleum (desde a conclusão da fusão)

Nota(s): *Após a fusão da 3R Petroleum com a Enauta, o garantidor da emissão passou a ser a 3R Petroleum, que teve seu rating elevado para AA- pela Fitch.

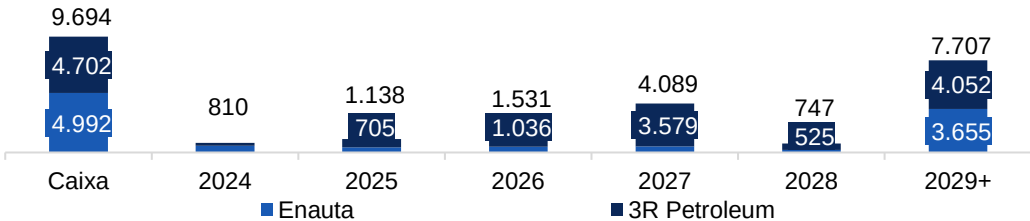
Dados Financeiros – Enauta (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	2T24 UDM	3R+Enauta*
Receita Líquida	945	1.805	2.175	1.389	1.893	11.906
EBITDAX¹	769	2.960	1.437	823	1.074	4.973
Margem EBITDA %	81,4%	164,0%	66,1%	59,3%	56,7%	41,8%
CAPEX	(72)	194	(2.161)	(1.340)	(1.046)	n/a
Dívida Líquida	(1.477)	(2.885)	(1.034)	627	879	9.122
Dívida Líquida / EBITDA	n/a	n/a	n/a	0,8x	0,8x	1,8x
Caixa / Dívida CP	30,5x	22,6x	21,6x	9,2x	6,7x	5,8x

Nota(s): 1: EBITDAX: exclui custos exploratórios com poços secos e sub-comerciais;

*Na última coluna, consideramos os resultados 6M24 anualizados e proforma pela consolidação da 3R e a Enauta.

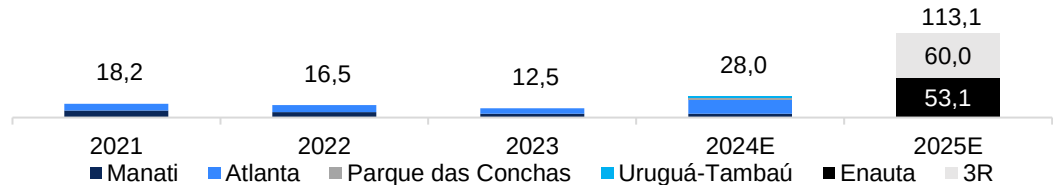
Perfil da dívida Enauta – jun-24 (R\$ milhões)



Principais destaques

- Com a fusão, a nova composição do capital social será de 53% acionistas da 3R Petroleum e 47% da Enauta, que passa a ser uma subsidiária integral da 3R.
- A NewCo terá uma capacidade de produção imediata de aproximadamente 100 mil barris por dia, com reservas operadas superiores a 770 milhões de barris. Além disso, contará com um portfólio mais diversificado, apresentando um maior número de poços e um equilíbrio na distribuição da produção: 87% de petróleo e 13% de gás natural; 49% em terra e 51% no mar.
- O campo de Atlanta está em produção desde 2018 e é atualmente o principal foco de crescimento (e investimentos) da Enauta. No início de 2022, a Enauta começou a investir no Sistema Definitivo de produção do campo, que mais do que dobrará a capacidade produtiva de Atlanta a partir de 2025, aumentando dos atuais 15-20 mil barris de óleo equivalente por dia (kboe/d) para algo entre 45-50 kboe/d.

Evolução da produção (mil boe/dia)



Eventos Recentes

- A partir de 1º de agosto, com a fusão já concluída, a 3R Petroleum e a Enauta começaram a operar de forma integrada.
- Em jul-24, a Enauta anunciou a retomada da produção no Campo de Atlanta. A operação foi reiniciada após o período de manutenção do FPSO Petrojarl I.
- Em jul-24, a cia anunciou que foram concluídas todas as conexões do sistema submarino e de linhas com o novo navio-plataforma (FPSO) Atlanta. Nas próximas semanas deve-se iniciar a instalação do segundo módulo de bombeio, conexão dos demais poços e início da produção mediante autorizações regulatórias finais.
- Aquisições anunciadas dos campos de Parque das Conchas (US\$150mi), Uruguá-Tambaú (US\$10mi) e venda de 20% de participação dos campos de Atlanta & Oliva (US\$302mi) ainda pendentes de conclusão.

A Comerc foi fundada como uma comercializadora de energia em 2001, dois anos após a criação do mercado livre de energia no Brasil. Ao longo de duas décadas, a Comerc expandiu sua atuação em serviços de energia, tornando-se uma das maiores tradings do país. Atualmente, o Grupo Comerc atua nos segmentos de (i) desenvolvimento e operação de projetos de geração de energia renovável (solar e eólico); ii) comercialização de energia no ambiente de contratação livre e gestão de geração distribuída no ambiente de contratação regulado; e iii) serviços de gestão e desenvolvimento de soluções no setor de energia. O grupo conta com aproximadamente 2,3 GW de capacidade instalada, sendo 2,0 GW já operacionais no segmento de geração centralizada solar (70%), eólica (15%) e geração distribuída (15%), com cerca de 2,8 GW comercializados no 1T24 UDM.

Características do ativo

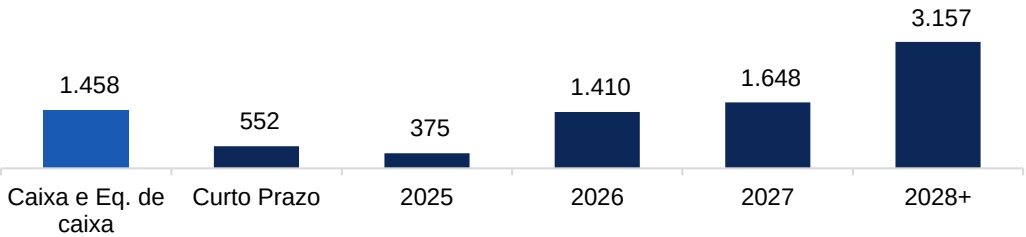
Rating	AA- (Moody's)	Amortização	Semestral (maio e novembro)
Volume Emitido	R\$ 900.000.000,00	Juros	Semestral (maio e novembro)
Venc. (Duration)	15-nov-38 (6,4 anos)	Covenant	DL/EBITDA ≤ 5,25x (a partir de mar-25); e ≤ 4,75x (a partir de mar-26)

Garantia. Fiança; AF de ações; CF de recebíveis e AF de equipamentos

Dados financeiros – Comerc (R\$ milhões)

	2021	2022	2023	1T24 UDM
Receita Líquida	3.810	4.052	4.511	4.508
EBITDA Ajustado	39	247	543	635
Margem EBITDA %	1,0%	6,1%	12,0%	14,1%
CAPEX	(123)	(3.525)	(2.400)	(2.086)
Dívida Líquida	1.053	2.604	5.237	5.422
Dívida Líquida /EBITDA	27,0x	10,6x	9,6x	8,5x
Caixa / Dívida CP	5,0x	8,6x	0,4x	0,4x

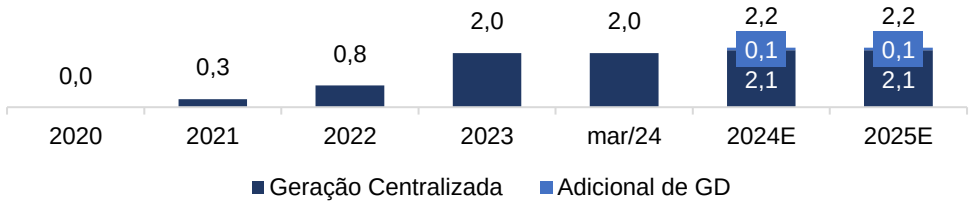
Perfil da dívida da Comerc – Proforma (R\$ milhões)



Principais destaques

- O grupo possui um quadro de acionistas robusto e com elevado *know how* no setor de energia, sendo eles a Perfin (aprox. 35%), a Vibra Energia (aprox. 49%), empresa classificada como AAA pela Moody's, e o Cristopher Vlavianos, fundador da Comerc (aprox. 8%), o restante da estrutura acionária está pulverizado em acionistas minoritários (aprox. 8%). No caso da Vibra Energia, é a maior distribuidora de combustíveis do país (antiga BR Distribuidora), enquanto a Perfin, é uma renomada gestora de recursos com mais de R\$ 23 bilhões sob gestão e *background* de destaque no setor de energia.
- O principal projeto do grupo é o complexo solar Hélio Valgas (5ª maior do país), localizado em Várzea de Palma (MG), tem uma capacidade instalada de 662MW e entrou em operação em agosto de 2023, sob um contrato de fornecimento de energia de longo prazo (PPA de 20 anos). Além da Hélio Valgas, o grupo conta um portfólio diversificado, com mais 10 projetos operacionais e 1 em fase de implantação.
- Os ativos estão localizados em grande parte na região sudeste, que por sua vez tem preços de energia geralmente maiores, em localizações de alta insolação e/ou regularidade de vento, assim como prática de contratos de energia de longo prazo, o que reforçam a qualidade dos ativos que a companhia possui.

Evolução da capacidade instalada - % Comerc (GW)



Eventos Recentes

- Em jun/24, a Comerc anunciou o início da operação comercial da usina solar UFV Várzea, localizada no município de Várzea da Palma, no estado de Minas Gerais. A usina adiciona 118 MWp ao portfólio da Companhia, que agora atinge 2,12 GW de capacidade instalada, sendo 1,56 GWp de Geração Centralizada Solar, 280 MW de Geração Centralizada Eólica e 274 MWp de Geração Distribuída. Todas as usinas de geração centralizada agora estão operacionais.
- Em abr-24 a companhia concluiu a 5ª e 6ª emissão de debêntures, no montante de R\$ 2,0 bilhões, no qual parte dos recursos (aprox. R\$ 1,6 bi) foi utilizado para pagamento antecipado de empréstimos-ponte (*bridge*) e alongamento de seus passivos. O restante foi utilizado para investimentos nos segmentos de geração centralizada e distribuída.

Fonte(s): Companhia(s). Nota(s): Perfil da dívida proforma considera a emissão das debêntures em abr-24 e do financiamento junto ao BNB em mai-24, bem como o pagamento antecipado das dívidas referentes à Castilho, Várzea e Enegea.

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

Características do ativo

Rating	AA+ (S&P)/ AAA (S&P)	Amortização	Semestral (a partir de nov-25)/ Semestral (a partir de ago-26)
Volume Emitido	R\$ 2,0/ 2,7 bilhões	Juros	Semestral (a partir de nov-25)/ Semestral (a partir de fev-26)
Venc. (Duration)	15-mai-2043 (8,7 anos)/ 15-fev-2044 (9,1 anos)	Covenant	ICSD ≥ 1,2x

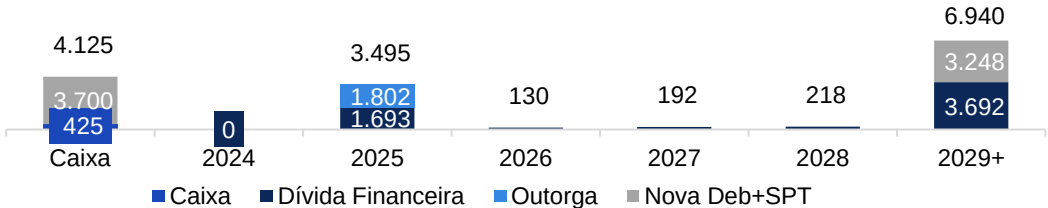
Garantia. Fiança; AF de 100% das ações da Emissora; CF de direitos creditórios e CF das CVs

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

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

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Receita Líquida (ex. construção)	1.359	1.579	1.869	2.165	2.103
EBITDA	493	611	964	1.148	1.284
Margem EBITDA %	36,3%	38,7%	51,6%	53,0%	61,1%
CAPEX	(197)	(299)	(272)	(360)	(135)
Dívida Líquida	5.111	5.909	7.992	8.272	8.185
ICSD	5,1x	3,1x	2,0x	1,4x	1,4x
Fluxo de Caixa Livre	(1.004)	238	394	302	402

Perfil da dívida da Iguá Rio de Janeiro – dez-23 (R\$ milhões)

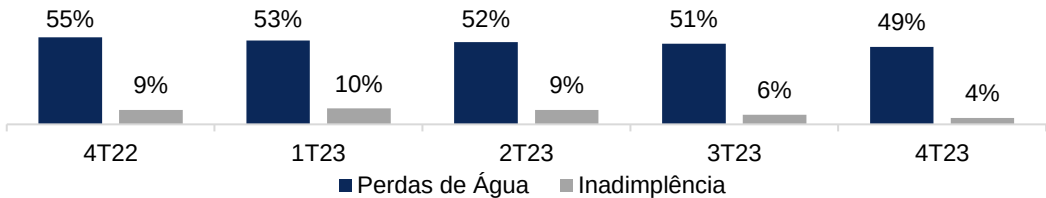


Fonte(s): Companhia(s). Consideramos a nova emissão de debênture realizada em mar/24 no valor de R\$ 2,7 bilhões e a linha do Saneamento para Todos (SPT) no montante de R\$ 1 bilhão que está com a contratação em andamento, totalizando R\$ 3,7 bilhões. No cronograma de amortização acima, aproximadamente R\$ 1,6 bilhão do montante previsto em 2025 é referente ao pagamento da parcela final do empréstimo ponte da companhia.

Principais destaques

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

Índices de Perdas de Água e Inadimplência (%)



Eventos Recentes – Iguá Rio de Janeiro

- Em mai/24, a IG4 capital fechou um acordo para vender sua participação da Iguá Saneamento (aprox. 3%) para os próprios sócios (CPPI e AIMco).
- Em mar/24 a Iguá Rio de Janeiro levantou R\$ 2,7 bilhões através da emissão de debêntures, sendo integralmente tomada pelas próprias instituições financeiras coordenadoras. Em paralelo, a empresa está em fase avançada para a contratação de uma linha do Saneamento para Todos (SPT) no montante de R\$1 bilhão. Os recursos serão destinados para o pagamento da terceira parcela da outorga fixa em fevereiro de 2025 e para pagar o saldo remanescente do empréstimo ponte. Considerando essas captações, a companhia solucionou seu *Funding gap*.

O Grupo Madero é uma empresa de restaurantes com um portfólio de 275 unidades (jun/24), distribuídas em 18 estados. As principais marcas do Grupo são Madero Steak House (94 restaurantes), Madero Container (85) e Jerônimo (81). A companhia adota uma estrutura verticalizada (produção, distribuição e logística, marcas próprias e gestão) de forma que praticamente todos os alimentos servidos nos restaurantes são provenientes da Cozinha Central, que, dados os investimentos realizados nos últimos anos, tem uma capacidade de abastecer até 500 restaurantes. A companhia foi fundada em 2005 pelo empresário Luiz Renato Durski Junior (Chef Junior), que atualmente detém uma fatia de 59,3% na empresa e a gestora de *private equity* Carlyle, que passou a fazer parte do quadro societário em 2019, e atualmente detém uma participação de 34,4%

Características do ativo

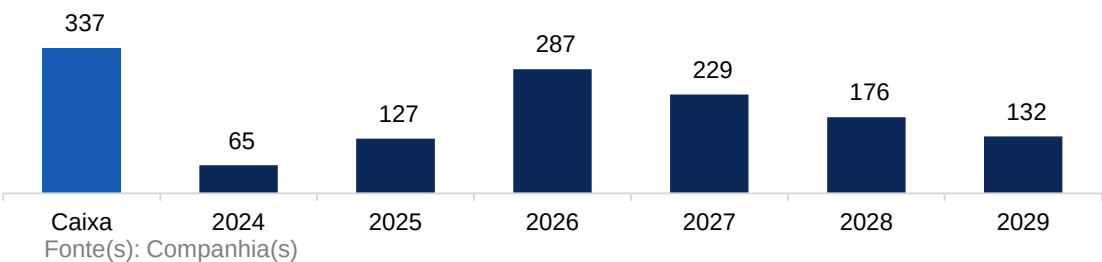
Rating	A- (S&P)	Amortização	Trimestral (a partir de out-25)
Volume Emitido	R\$ 75.000.000,00	Juros	Trimestral
Venc. (Duration)	29-out-2029 (2,5 anos)	Covenant	DL/EBITDA ≤ 2,50x

Garantias. CF de recebíveis decorrentes das transações de vendas .

Dados financeiros – Madero (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	2T24 UDM
Receita Líquida	796	1.146	1.483	1.708	1.850
EBITDA (Covenant)	34	219	356	426	517
EBITDA Ajustado (ex. IFRS16)	-20	135	251	313	402
Mg. EBITDA Ajustado (ex. IFRS16) %	-2,5%	11,8%	16,9%	18,3%	21,7%
CAPEX	(346)	(337)	(170)	(74)	(72)
Dívida Líquida	652	764	899	787	669
Dívida Líquida /EBITDA (Covenant)	19,0x	3,5x	2,5x	1,9x	1,3x
Dívida Líquida /EBITDA (ex. IFRS16)	n/a	5,7x	3,6x	2,5x	1,7x
Caixa / Dívida CP	0,2x	0,4x	1,1x	1,3x	1,3x

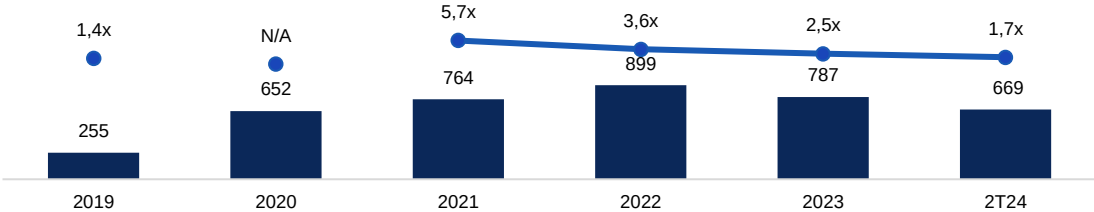
Perfil da dívida da Madero – jun-24 (R\$ milhões)



Principais destaques

- O principal pilar da estratégia da companhia é a adoção de uma estrutura verticalizada (produção, distribuição e logística, marcas próprias e gestão dos restaurantes), de forma que cerca de 95% dos alimentos são produzidos na cozinha central. A unidade tem uma área construída de 32,1 mil m², dividida em 4 fábricas e um Centro de Distribuição Robotizado e do Depósito de Secos, em um terreno de 80,7 mil m².
- A companhia possui um portfólio abrangente de marcas, o que permite que o Grupo Madero concorra em diferentes segmentos do mercado de restaurantes, além da flexibilidade para criar marcas e adaptar as marcas existentes.
- A empresa tem mantido um forte compromisso com seu plano de desalavancagem, através de sinalizações do *management* que tem buscado a otimização da estrutura de capital, com redução do ritmo de investimentos e poucas aberturas de novas lojas, focando na eficiência operacional (e sem deixar de lado possibilidade de um IPO no futuro).
- A estrutura verticalizada e eficiência nas operações, acaba refletindo em margens operacionais bastante elevadas para o setor, inclusive acima de seus principais concorrentes como IMC, Zamp e Arcos Dorados.

Endividamento Líquido (R\$m) e Alavancagem



Eventos Recentes

- A companhia reduziu sua dívida líquida em 24% para R\$ 669 mi, apresentando no final do 2T24 uma alavancagem de 1,3x. Com a emissão de Notas Comerciais a companhia alongou o prazo médio da dívida para 3,2 anos.
- A companhia fez uso do benefício extraordinário Programa Emergencial de Retomada do Setor de Eventos (PERSE), isso acrescentou R\$ 40,5 mi de Receita Líquida e contribuiu para uma margem EBITDA de 30,7%, 26,6% ex-PERSE. O benefício representou um incremento de R\$ 30,9 mi no EBITDA.
- A companhia reportou uma receita de R\$ 497 milhões (+21% a/a) no 2T24, refletindo o aumento do SSS (+8,6% a/a), resultante do crescimento do tráfego. No trimestre a companhia fechou uma loja Jeronimo (totalizando 275 restaurantes). O EBITDA ex-PERSE teve alta de 25,5% a/a para R\$ 121,5 mi com a margem EBITDA expandindo de 23,5% para 26,6%.

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 dez-23 sua capacidade de abate na América Latina era de 30.740 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 na Livestock Investment Company), que é um braço de investimentos do fundo de pensão do governo da Árabia Saudita.

Características do ativo

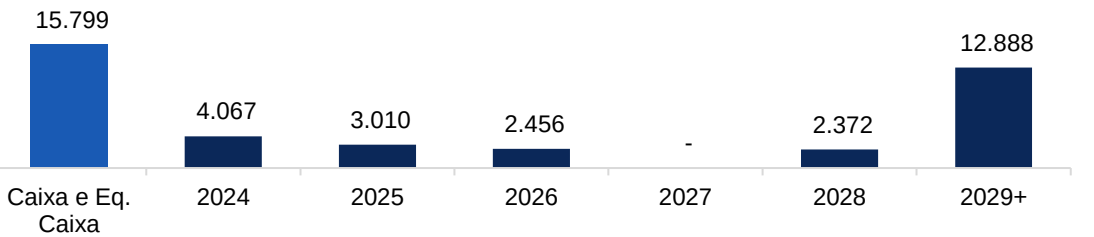
Rating	AAA (S&P)	Amortização	Vencimento
Volume Emitido	R\$ 500.000.000,00	Juros	Semestral (março e setembro)
Duration	15-Set-28 (3,1 anos)	Covenant	DL/EBITDA ≤ 3,50x
Garantia	Não há		

Dados financeiros – Minerva (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	1T24 UDM
Receita Líquida	19.406	26.965	30.978	26.892	27,697
EBITDA	2.142	2.413	2.838	2.563	2,660
Margem EBITDA %	11,0%	8,9%	9,2%	9,5%	9,6%
CAPEX	(355)	(569)	(1.658)	(1.179)	(983)
Dívida Líquida	5.181	6.103	6.695	8.878	8,995
Dívida Líquida /EBITDA	2,4x	2,5x	2,4x	3,5x	3,4x
Caixa / Dívida CP	2,9x	4,9x	3,4x	3,3x	3,9x

Nota(s): A Dívida Líquida considera o pagamento de entrada dos ativos da Marfrig.

Perfil da dívida da Minerva – mar-24 (R\$ milhões)



Fonte(s): Companhia(s)

Principais destaques

- A Minerva é a principal exportadora de carne bovina do continente, detendo cerca de 20% 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 de carne bovina da Minerva devido a: (i) um aumento na disponibilidade de animais prontos para abate, impulsionado pelo ciclo positivo do gado no Brasil; (ii) a desaceleração do ciclo de gado nos Estados Unidos, resultando em uma restrição na produção de carne bovina no país; e (iii) pelo crescente apetite chinês por carne bovina, evidenciado por um aumento de 3% no acumulado do ano, mesmo diante da recuperação da produção interna de carne suína na China e de um ciclo favorável no gado local.

Receita das exportações por região (% da receita)



Eventos Recentes

- Além do *bond (retap)* emitido em set-23 (US\$ 1,0 bilhão), a companhia já antecipou o levantamento de recursos para pagamento do *deal*, de modo que em mar-24 captou R\$ 2,0 bilhões através do CRA para reforçar o seu caixa. Apesar do resultado mais fraco em 2023 devido ao menor preço médio e menor volume de vendas, o ciclo positivo de gado na América Latina corroborou para um elevado patamar de margem EBITDA.
- A autoridade antitruste do Uruguai (Coprodeco) não deve autorizar a Minerva a comprar três plantas frigoríficas da Marfrig no país devido a preocupações de concentração de mercado. Esta compra faz parte de um acordo mais amplo envolvendo 16 unidades em Brasil, Uruguai, Argentina e Chile, no valor de R\$7,5 bilhões. A Minerva já possui quatro plantas frigoríficas no Uruguai, com capacidade de abate de 3,7 mil cabeças/dia, e a aquisição adicionaria mais 2,1 mil cabeças/dia.

A JSL é uma subsidiária do Grupo Simpar e hoje é a maior companhia de logística rodoviária do Brasil, com um modelo de negócios flexível, seu portfólio inclui operações intensivas em ativos e mão de obra (asset-heavy) e operações leves em ativos (asset-light). A companhia oferece serviços customizados com contratos de longo prazo e uma capilaridade única de bases operacionais que atendem a mais de 16 setores da economia. A JSL conta com mais de 17 mil ativos operacionais e mais de 55 mil caminhoneiros cadastrados. Sua infraestrutura inclui 1 milhão de metros quadrados de área de armazenagem e mais de 300 filiais, com presença em todos os estados brasileiros, além de atuação em seis países da América do Sul e na África do Sul. A composição acionária da JSL é composta por uma participação de 75% da Simpar, 22% estão pulverizadas a mercado, e o restante dos 3% estão divididos entre a diretoria e ações em tesouraria.

Características do ativo

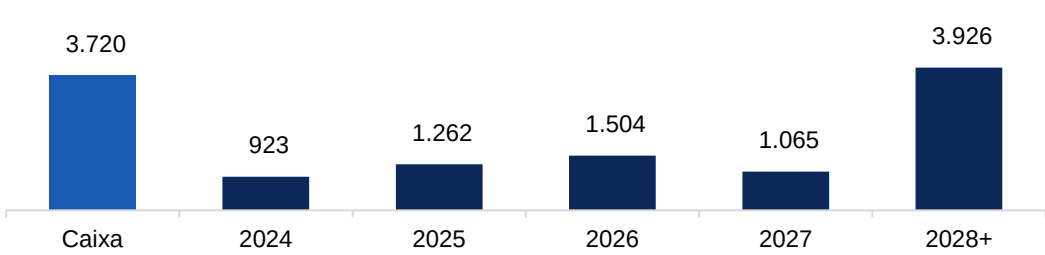
Rating	AAA (Fitch)	Amortização	Anual (a partir de fev-29)
Volume Emitido	R\$ 343.475.000,00	Juros	Semestral (fevereiro e agosto)
Venc. (Duration)	17-fev-2031 (3,9 anos)	Covenant	DL/EBITDA-A ≤ 3,50x e EBITDA-A/Despesa Financeira Líquida ≤ 2,00x

Garantia. Não há

Dados financeiros – JSL (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	1T24 UDM
Receita Líquida	3.102	2.827	4.296	6.022	7.575
EBITDA	514	432	758	1.080	1.728
Margem EBITDA %	16,6%	15,3%	17,6%	17,9%	22,8%
EBITDA-A (Covenant)	675	598	822	1.245	1.933
CAPEX	(198)	(154)	(749)	(1.421)	(1.009)
Dívida Líquida	3.102	1.632	2.672	3.418	4.852
Dívida Líquida /EBITDA-A (Covenant)	4,6x	2,7x	3,3x	2,7x	2,5x
Dívida Líquida /EBITDA	6,0x	3,8x	3,5x	3,2x	2,8x
Caixa / Dívida CP	0,1x	2,9x	9,3x	2,6x	1,8x

Perfil da dívida da JSL – mar-24 (R\$ milhões)

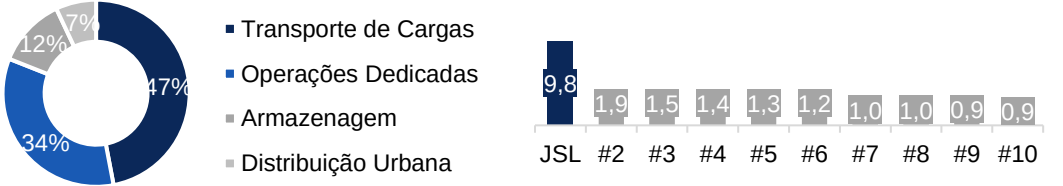


Fonte(s): Companhia(s)

Principais destaques

- A JSL adota dois modelos de atuação em logística: (i) *asset light*, que utiliza operações leves em ativos próprios, terceirizando transporte e priorizando a tecnologia na gestão de ativos de clientes, e (ii) *asset heavy*, que envolve operações intensivas em ativos próprios com serviços especializados e investimento significativo, sustentados por contratos e relacionamentos de longo prazo. A combinação desses modelos permite à JSL ser resiliente aos ciclos econômicos, unindo a estabilidade dos fluxos do *asset heavy* com a escalabilidade e flexibilidade operacional do *asset light*.
- A escala e relevância da JSL no setor logístico proporciona (i) maior capilaridade com ampla presença no Brasil, ampliando o alcance das operações; (ii) ganhos de eficiência e escala com serviços especializados; e (iii) uma operação integrada que permite aos clientes focarem em seu *core business*.
- Devido à sua fragmentação, o setor de logística brasileiro oferece oportunidades para que *players* de grande porte, bem capitalizados e com maior poder de barganha, como a JSL, aumentem sua capacidade de consolidar o mercado. Atualmente, os 10 maiores *players* do transporte rodoviário de cargas possuem aproximadamente 2,1% do *market share* do setor de logística, com a JSL sozinha detendo 1% desse mercado.

Abertura da Receita Líquida de Serviços Receita bruta da JSL e de seus principais competidores (R\$ bilhões)



Eventos Recentes

- Em 2023, no processo de busca por sinergias, a empresa incorporou a (i) FSJ Logística, uma empresa que registrou um acelerado crescimento (CAGR de 133% entre 2019-22), especializada em serviços de transporte rodoviário de cargas fechadas destinadas a clientes do setor de varejo e comércio eletrônico (B2B); e (ii) a IC Transportes, a maior aquisição da empresa até o momento (R\$ 587 milhões), consolidou ao portfólio da JSL serviços novos, como transporte especializado de gases, grãos e combustíveis.
- No 1T24, o EBITDA Ajustado da companhia alcançou R\$ 403 milhões (+32% a/a) reflexo dos (i) novos contratos fechados nos segmentos Asset Light e Asset Heavy e (ii) pela consolidação das empresas adquiridas IC Transportes e FSJ em 2023.

A Origem Energia é uma empresa integrada de energia e infraestrutura, operando no segmento produção de óleo e gás com foco na comercialização de gás a partir da revitalização de seus campos na região nordeste do país. Atualmente, a companhia possui autorização para operar 14 concessões de campos maduros de óleo e gás natural e mais 18 blocos para exploração. Destes campos, 13 estão localizados no Brasil (AL, BA, ES, RN) e 1 em águas rasas (offshore), enquanto os 18 blocos estão localizados nas Bacias Sergipe-Alagoas e Tucano Sul. A companhia é controlada pelo Fundo de Investimento em Participações PSS Energy FIP, gerido em conjunto pela Prisma Capital e pela Farallon.

Características do ativo

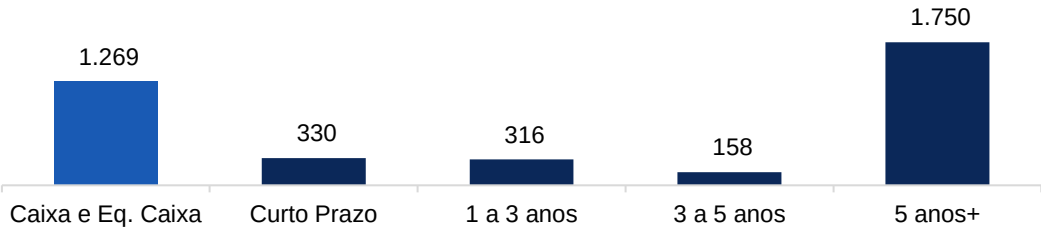
Rating	A (Fitch)	Amortização	Semestral (a partir de jun/29)
Volume Emitido	R\$ 1.380.586.000,00	Juros	Semestral
Duration	15-dez-35 (5,1 anos)	Covenant	DL/EBITDA ≤ 3,00x

Garantia. Cessão fiduciária de dividendos e JCP das subsidiárias da Emissora e dos Direitos Creditórios do Swap desta emissão.

Modelagem financeira – Origem Energia (R\$ milhões)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Receita Líquida	1.141	1.586	1.965	2.556	3.130
EBITDA IFRS 16	447	504	927	1.193	1.529
Margem EBITDA %	39%	32%	47%	47%	49%
CAPEX	(1.614)	(614)	(551)	(465)	(427)
Dívida Líquida	606	656	1.088	884	405
Dívida Líquida /EBITDA IFRS 16	1,4x	1,3x	1,2x	0,7x	0,3x

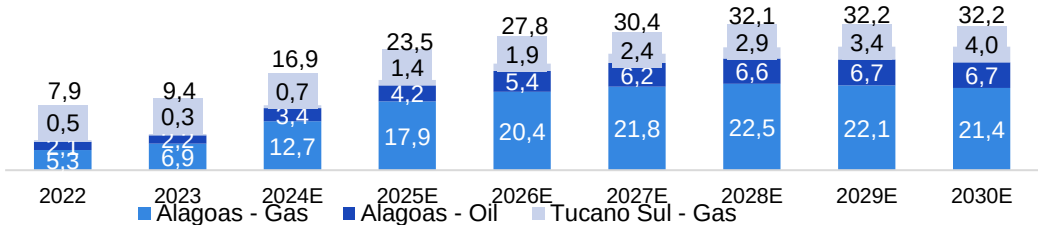
Perfil da dívida após a emissão da debênture – mar-24 (R\$ milhões)



Principais destaques

- A companhia consegue oferecer um preço competitivo do gás produzido, devido à sólida integração de seus ativos de infraestrutura, incluindo acesso a redes de transporte e capacidade de processamento e armazenamento.
- Em menos de 2 anos de operação, a Origem já expandiu sua produção em quase 3x, para 11 1 mil boe / além de dobrar suas reservas 1P no mesmo período, com baixa demanda de capex e com riscos de desenvolvimento menores do que pares do setor
- A Origem utiliza contratos de longo prazo (*take-or-pay*) de produção e fornecimento de gás para distribuidoras estaduais com limites estabelecidos mínimos de preços, além de hedgear sua produção de petróleo, trazendo maior previsibilidade na geração de caixa e mitigar a volatilidade do preço das commodities.
- As reservas 2P da Origem são de 168 milhões de barris equivalentes, proporcionando cerca de 40 anos de reserva com a produção atual. Com 131 milhões de barris equivalentes em reservas 1P, o Cluster de Alagoas mostra maturidade, baixa complexidade e demanda de capital para aumento produtivo.

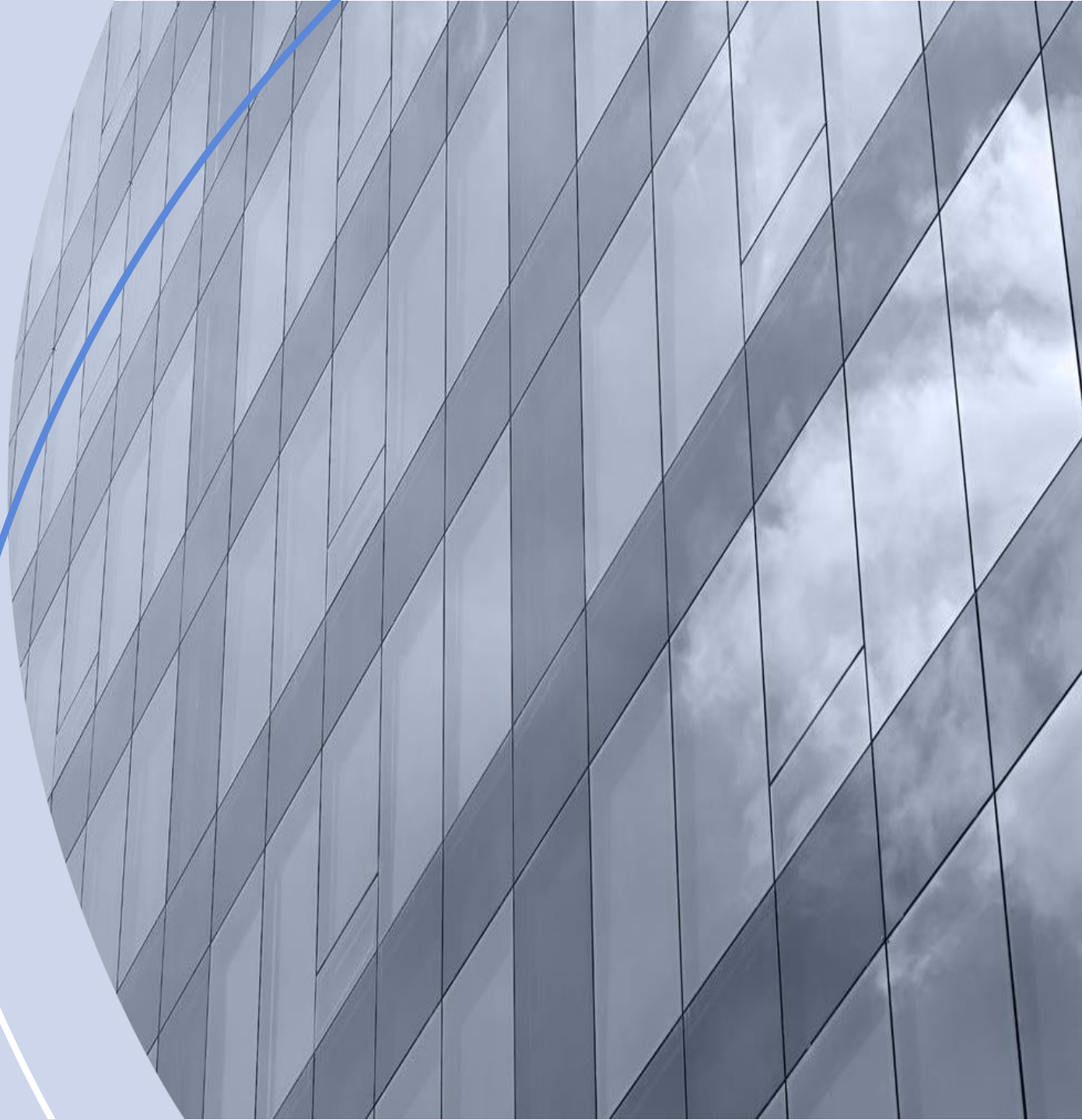
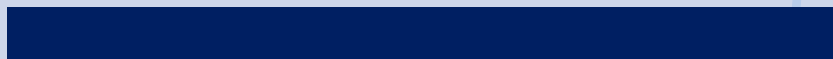
Produção Consolidada – Origem Energia (mil boe)



Eventos Recentes

- Em Agosto de 2023, a companhia realizou a aquisição da concessão do terminal MAC11A por R\$41 milhões com duração de 25 anos. O terminal é dedicado à movimentação e armazenagem de graneis líquidos, especialmente combustíveis e petróleo.
- A produção média de gás alcançou 1,3 MMm³/d, um aumento de 26,6% em comparação ao primeiro trimestre de 2023. O gás correspondeu a 76% da produção total no período, refletindo a estratégia de longo prazo da companhia de se posicionar como uma provedora de soluções energéticas baseadas em gás natural, por meio de projetos de interiorização de gás com GNL e geração termelétrica.

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 advêm de transações realizados pelo Banco BTG Pactual e/ou suas afiliadas.

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

Disclosures das Companhias

Armac
Cogna
Chesf - Eletrobras
Rota das Bandeiras
Enauta
Comerc
Iguá Rio de Janeiro
Madero
Minerva
JSL
Origem Energia

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.

