

Estratégia brownfield

Quantificando o upside brownfield; ~R\$3,8 bilhões de VPL (~11% do valor de mercado da MOTV)

Uma empresa concessionária, por definição, possui fluxos de caixa finitos, já que cada contrato tipicamente tem um prazo de concessão definido. No entanto, uma concessionária estratégica e orientada ao longo prazo está constantemente buscando formas de estender o seu portfólio, seja por meio de oportunidades greenfield, seja por expansões brownfield via aditivos contratuais. Para a Motiva, acreditamos que oportunidades greenfield transformadoras estão se tornando cada vez mais escassas no Brasil, após três anos de forte atividade de concessões que trouxe a maior parte dos ativos premium ao mercado (especialmente em São Paulo). Ainda assim, continuamos a enxergar um robusto pipeline brownfield de mais de R\$20 bilhões em potenciais aditivos contratuais, distribuídos entre importantes rodovias pedagiadas e ativos ferroviários, que examinamos neste relatório. Além disso, exploramos algumas oportunidades de reequilíbrio, apesar de sua complexidade inerente. No geral, estimamos que essas oportunidades brownfield poderiam adicionar ~R\$3,8 bilhões em VPL (e ~R\$1,9/ação), representando um upside de 10% ao nosso preço-alvo atual (não incorporamos nenhum aditivo que ainda não tenha sido formalmente assinado), ao mesmo tempo em que oferecem um perfil de risco-retorno atrativo do ponto de vista de capacidade de execução. Neste relatório, revisamos o contexto estratégico da Motiva, conduzimos análises de sensibilidade de suas oportunidades de aditivo e aprofundamos nossa análise de seus processos de reequilíbrio.

Valuation	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
RoIC (EBIT) %	14,4	11,4	12,9	12,1	11,3
EV/EBITDA	7,0	6,9	6,3	6,1	6,4
P/L	19,3	26,5	10,4	13,1	12,1
Dividend Yield Líquido %	1,3	2,5	3,0	2,8	2,1
Financeiro (R\$ milhões)	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
Receitas	19.749	22.736	19.254	21.110	20.272
EBITDA	8.804	8.170	9.651	10.740	10.575
Lucro Líquido	1.713	1.249	2.922	2.585	2.795
LPA (R\$)	0,85	0,62	1,45	1,28	1,38
DPA Líquido (R\$)	0,19	0,37	0,45	0,48	0,35
Dívida Líquida (Caixa)	(24.486)	(28.291)	(29.599)	(30.660)	(33.114)

Fonte: relatórios da empresa, estimativas da Bovespa, BTG Pactual S.A. / Avaliações: com base na última cotação da ação do ano; (E) com base na cotação de 10 de setembro de 2026.

Rating
COMPRA

Sumário

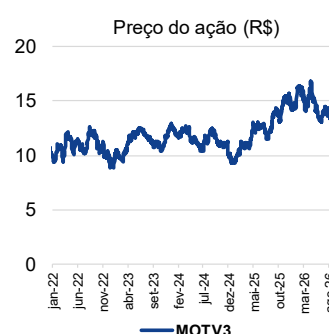
Ticker	MOTV3
Preço Alvo (R\$)	20,0
Preço (R\$)	16,4
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R\$ mn)	32.922,81
Vol. Méd. 12M (R\$ mn)	154,81
Atualização Preço-alvo	22/02/2026

Valuation:

	2026E	2027E
P/L	32,6x	23,5x
EV/EBITDA	9,1x	8,9x

Performance:

Setembro (%)	10,7%
LTM (%)	18,1%



Analistas

Lucas Marquiori

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Fernanda Recchia

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Samuel Alkmin

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcel Zambello

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Aditivos são a alavanca de valor mais relevante no momento atual

Em nossa visão, aditivos contratuais representam uma das formas mais atrativas de uma operadora de rodovias alocar capital, já que tipicamente envolvem um processo regulatório mais rápido e oferecem um equilíbrio risco-retorno atrativo para a concessionária. A companhia está alocando capital em um ativo conhecido e já estabelecido, com risco de capacidade de execução limitado e potencial para gerar retornos reais na casa de baixa dos dois dígitos. Dessa forma, mapeamos mais de R\$20 bilhões em potenciais investimentos decorrentes de aditivos contratuais. As oportunidades mais relevantes incluem (i) SPVias (R\$3,3 bilhões de capex estimado); (ii) AutoBAn (R\$3,0 bilhões de capex estimado); (iii) Via Costeira / Morro dos Cavalos (R\$3,0 bilhões de capex estimado); e (iv) Linhas 5 e 17 (R\$3,5 bilhões de capex estimado). Juntas, e ancorando nossa análise em premissas conservadoras (ou seja, sem assumir eficiências adicionais de capex ou opex decorrentes dos aditivos), estimamos que essas oportunidades de alocação de capital poderiam gerar ~R\$3,8 bilhões de VPL, ou ~R\$1,9/ação, representando um upside de 10% em relação à nossa avaliação. É importante destacar que acreditamos se tratar de uma oportunidade que o mercado ainda não precifica integralmente.

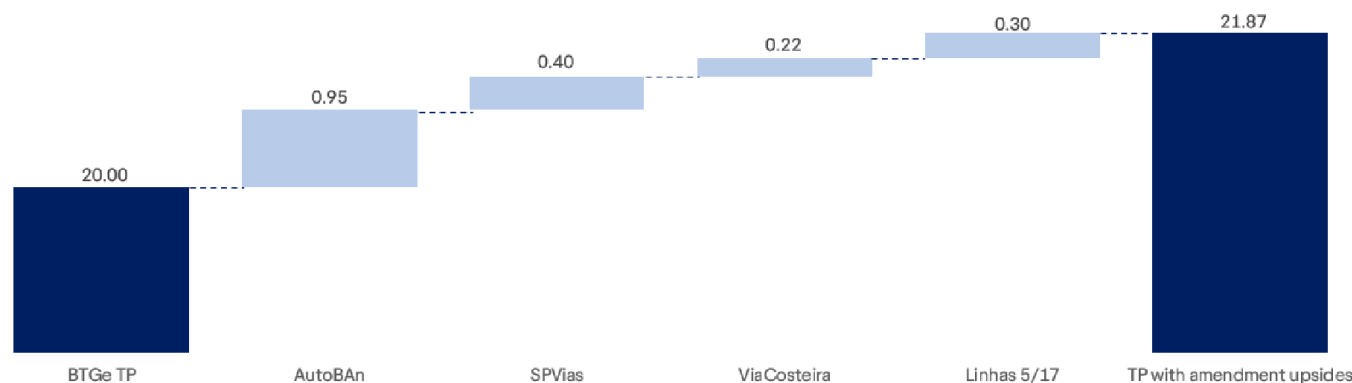
Reequilíbrios também podem gerar valor, mas de forma menos linear

Reequilíbrios contratuais são outro tema que abordamos ao longo deste relatório. Em nossa visão, esse é um processo bem menos linear do que os aditivos contratuais, especialmente do ponto de vista regulatório, pois o momento, o escopo e o mecanismo final de compensação dependem de negociações com o poder concedente e das circunstâncias específicas de cada concessão. Também observamos que os reequilíbrios não devem necessariamente ser vistos como uma alavanca incremental de criação de valor para a companhia, especialmente em comparação com os aditivos contratuais, mas sim como um mecanismo para restaurar o equilíbrio econômico-financeiro de um ativo que se tornou desequilibrado. Nesse sentido, o potencial upside é mais difícil de quantificar e deve ser visto como um componente adicional, e não central, de nossa avaliação. Por fim, entre as principais discussões de reequilíbrio, acreditamos que o Metrô Bahia e o Eixo Suspenso são os temas mais relevantes a serem monitorados daqui em diante.

Crescimento para uma tese de equity de bond proxy

A Motiva, em nossa visão, passou por uma transformação estrutural ao longo dos últimos três a quatro anos, período em que a companhia implementou e vem executando de forma consistente uma agenda focada em otimizar praticamente todos os aspectos sob seu controle, desde governança e margens operacionais até gestão de portfólio e alocação de capital. Paralelamente, a companhia simplificou seu portfólio de concessões ao sair de ativos não essenciais e não estratégicos, ao mesmo tempo em que aprimorou a qualidade e a rentabilidade de suas operações remanescentes. Ao longo desse processo, a Motiva aumentou significativamente sua geração de caixa, ao mesmo tempo em que captou capital taticamente e melhorou seu balanço. Como resultado, a companhia está hoje posicionada com uma estrutura de capital sólida e ampla flexibilidade financeira para continuar investindo em oportunidades brownfield e criando valor para os acionistas ao longo do tempo. No geral, acreditamos que, à medida que a MOTV continua a executar sua estratégia, uma reprecificação (re-rating) é inevitável. Dessa forma, reiteramos a MOTV como nossa preferência (top pick), negociando a uma TIR real de 11%.

Gráfico 1: Aditivos potenciais poderiam adicionar ~R\$1,9/ação ao nosso preço-alvo



Fonte: BTG Pactual

Tabela 1: Principais potenciais reivindicações de reequilíbrio e aditivo das concessões da Motiva

Opportunity	Potential value / capex	Discussion
Rebalancing	Estimated rebalancing value	
Suspended-axle - SP roads	R\$2-3bn	Realized suspended-axle traffic came below contractual assumptions.
Covid-19	~R\$1bn remaining	~R\$300mn already recovered through tariff increases.
ViaSul - 2024 rains	~R\$180mn	Claim related to the impact of the 2024 rains.
Russia-Ukraine war	~R\$160mn	Cost-related claims across Rio-SP, ViaCosteira and ViaSul.
RodoAnel - safety works	R\$160-200mn	Potential claim tied to additional safety investments.
Metrô Bahia	~R\$2-3bn	Successful claims plus additional disputes over delayed operations.
Barcas	~R\$1bn	Outstanding receivable from the State of Rio de Janeiro.
Amendments	Estimated capex budget	
SPVias	~R\$3.3bn	Highway duplications and capacity expansion; likely 6-7yr extension.
AutoBAN	~R\$3bn	Capacity and access upgrades; potential ~3yr extension.
ViaCosteira	~R\$3bn	Morro dos Cavalos tunnel, new toll plaza and incremental traffic revenues.
Linhas 5/17	~R\$3.5bn	~2.5-3.0km Line 5 extension; scope and rebalancing terms still under discussion.

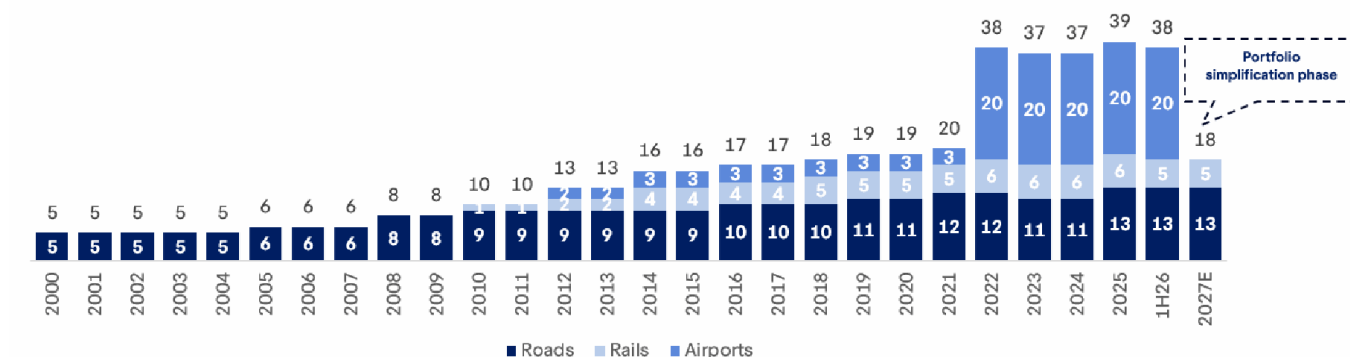
Fonte: BTG Pactual

Parte 1 - Contexto estratégico

Desde 2022, quando acionistas estratégicos como Itaúsa e Votorantim passaram a integrar o bloco de controle, a companhia vem passando por uma agenda de eficiência. Isso incluiu não apenas um foco contínuo em eficiência operacional, mas também uma abordagem mais disciplinada de gestão de portfólio. Dessa forma, a companhia desinvestiu de ativos com desempenho abaixo do esperado, como as concessões de Barcas e Aeroportos, ao mesmo tempo em que buscou iniciativas de criação de valor no restante de seu portfólio, notadamente a MSVia, e executou diversos aditivos contratuais.

Dito isso, acreditamos que a companhia já concluiu, em grande parte, a saída de seus ativos de pior desempenho, ao mesmo tempo em que melhorou o desempenho de suas concessões legadas. Daqui em diante, a companhia deve operar com um balanço bem mais enxuto, principalmente após os recursos provenientes da venda dos aeroportos, que, segundo a administração, devem levar a alavancagem pro forma para ~3,0x Dívida Líquida/EBITDA (ante 3,6x no 2T).

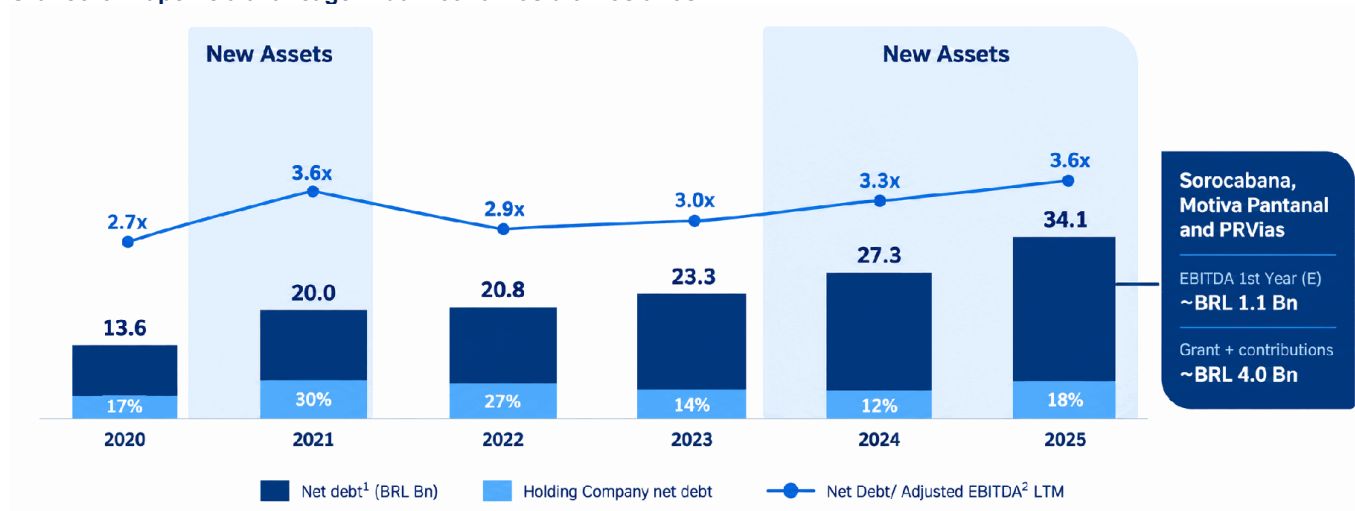
Gráfico 2: Número de ativos da Motiva ao longo dos anos



Fonte: Companhia e BTG Pactual

Além disso, acreditamos que, dado o papel estratégico de crescimento da Motiva no setor de infraestrutura, um aumento relevante em programas de recompra de ações (buyback) permanece pouco provável, apesar de sua avaliação atrativa. Dessa forma, não esperamos que a companhia se torne uma pagadora relevante de dividendos no curto prazo, ainda que possua uma política formal de dividendos com payout de até 50%. Em vez disso, entendemos que a alocação de capital segue focada principalmente em crescimento por meio de ativos reais. No geral, acreditamos que uma concessionária estratégica operando em um país com uma gama tão ampla de oportunidades deve manter o foco em estender a duração de seu portfólio, seja adquirindo ativos geradores de valor, seja aumentando o valor de suas concessões já existentes.

Gráfico 3: Capex e alavancagem da Motiva nos últimos anos

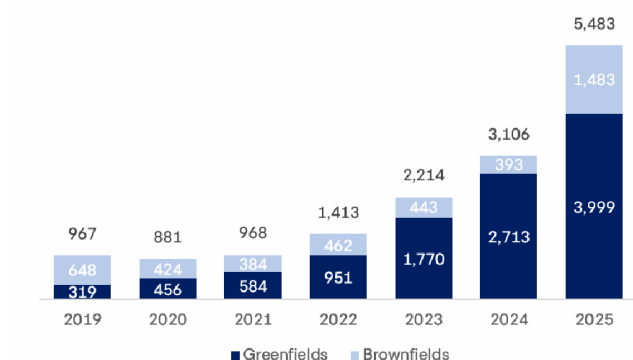


Fonte: Companhia e BTG Pactual

O capex também está migrando para brownfields

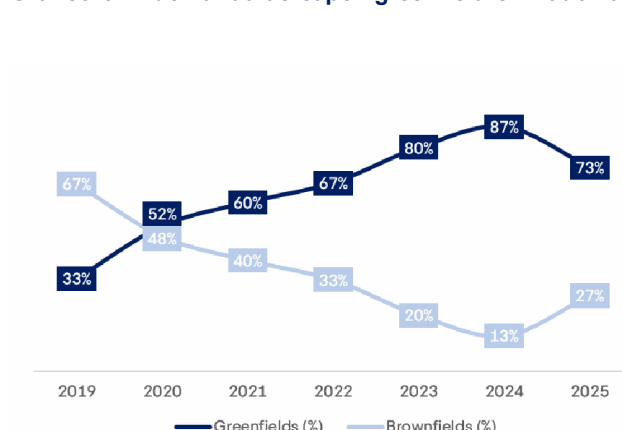
Atualmente, a companhia está passando por sua maior fase de investimentos de sua história, tendo sido contemplada com diversas concessões greenfield após a pandemia, além de assinar aditivos a concessões existentes e reequilibrar contratos. Dessa forma, observamos que a maior parte dos investimentos da Motiva atualmente, tanto em rodovias quanto em ferrovias, está relacionada a capex de expansão (ou seja, concessões outorgadas há menos de 10 anos), enquanto uma parcela menor está relacionada a aditivos contratuais e manutenção.

Gráfico 4: Capex da Motiva em concessões rodoviárias desde 2019, dividido entre greenfields e brownfields (R\$ milhões)



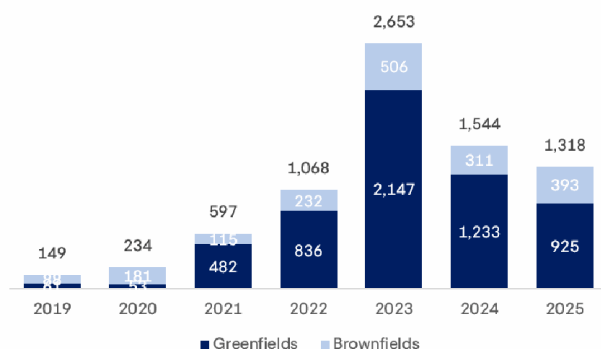
Fonte: Companhia e BTG Pactual. Nota: Greenfields incluem Motiva ViaSul, Motiva ViaCosteira, Motiva Rio-SP, Sorocabana, PR Vias e Minas_SP. Brownfields incluem as demais concessões rodoviárias.

Gráfico 5: A demanda de capex greenfield em rodovias



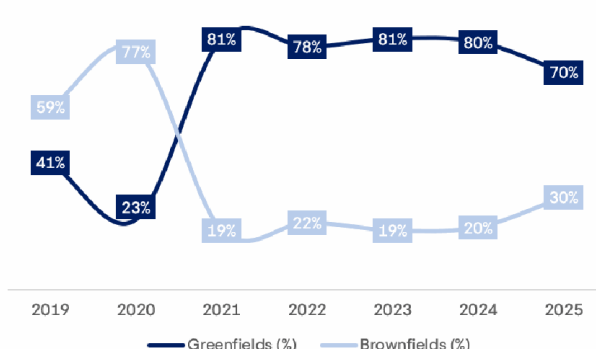
Fonte: Companhia e BTG Pactual. Nota: Greenfields incluem Motiva ViaSul, Motiva ViaCosteira, Motiva Rio-SP, Sorocabana, PR Vias e Minas_SP. Brownfields incluem as demais concessões rodoviárias.

Gráfico 6: Capex da Motiva em concessões ferroviárias desde 2019, dividido entre greenfields e brownfields (R\$ milhões)



Fonte: Companhia e BTG Pactual. Nota: Greenfields incluem apenas as Linhas 8 e 9 da ViaMobilidade. Brownfields incluem as demais concessões rodoviárias.

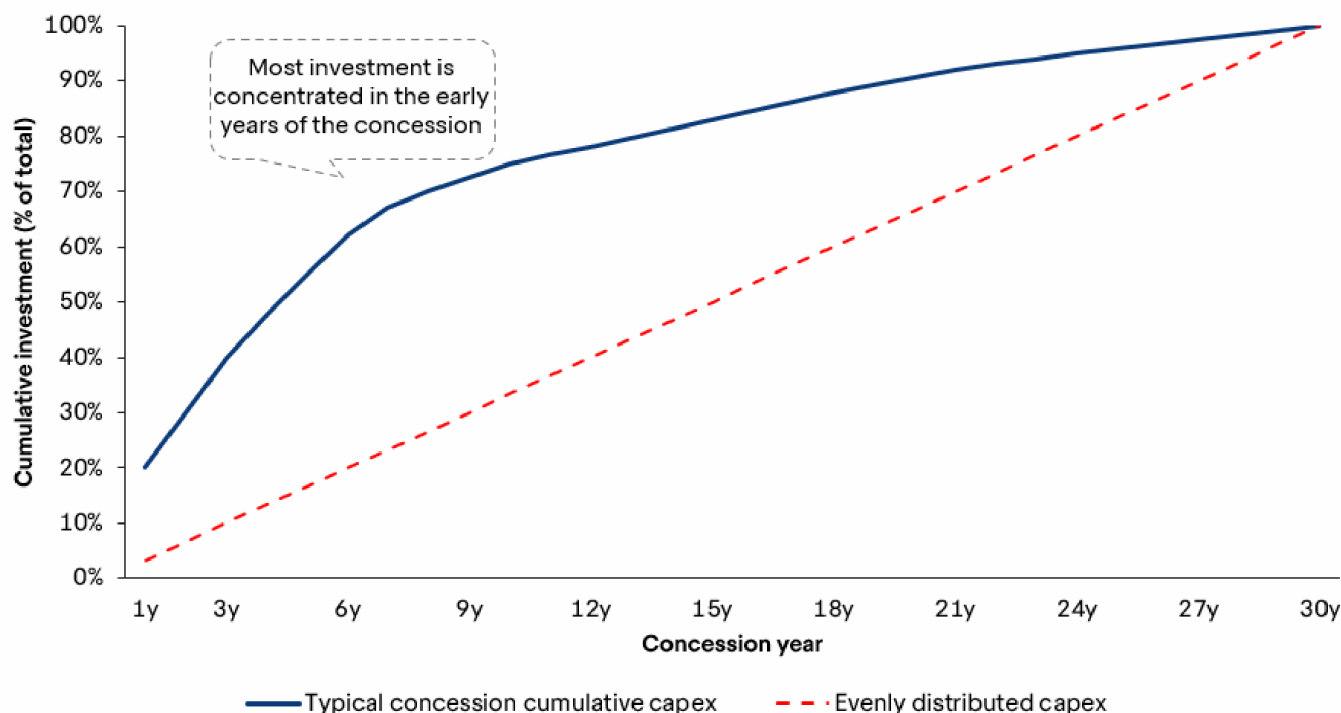
Gráfico 7: A demanda de capex greenfield ferroviário provavelmente atingiu um platô



Fonte: Companhia e BTG Pactual. Nota: Greenfields incluem apenas as Linhas 8 e 9 da ViaMobilidade. Brownfields incluem as demais concessões rodoviárias.

Dessa forma, destacamos que a Motiva conquistou diversas concessões rodoviárias e ferroviárias desde 2019. Como o capex tipicamente se concentra no início de uma concessão, esperamos que esses ativos (que geralmente têm prazos de concessão de 30 anos) entrem gradualmente em uma fase de menor investimento daqui em diante. Isso deve criar mais espaço para realocar capital para oportunidades brownfield, especialmente à medida que o pipeline de aditivos da Motiva avança.

Gráfico 8: Uma representação teórica do capex em um projeto de concessão



Fonte: BTG Pactual

Parte 2 - Aditivos contratuais

O que é um aditivo?

No segmento de rodovias, um aditivo contratual é uma modificação em um contrato de concessão já existente, tipicamente negociada entre a operadora e o poder concedente para incorporar novos investimentos, ajustar prazos de concessão ou responder a mudanças nas necessidades do ativo. Na prática, aditivos podem envolver a inclusão de novos trechos rodoviários, praças de pedágio, melhorias de capacidade ou outras infraestruturas, geralmente acompanhados de capex incremental e, em muitos casos, de uma extensão do prazo de concessão para compensar a operadora pelo investimento adicional.

Da perspectiva de um investidor, vemos os aditivos como uma via atrativa de crescimento, pois permitem que as operadoras aloquem capital incremental em um ativo com histórico operacional consolidado e demanda comprovada, oferecendo maior visibilidade sobre tráfego, capex e capacidade de execução do que uma nova concessão ofereceria. Isso torna os aditivos fundamentalmente diferentes dos projetos greenfield: embora ambos possam criar oportunidades relevantes de crescimento, os aditivos se apoiam em um ativo e uma plataforma operacional já existentes, resultando geralmente em menor risco de capacidade de execução e maior visibilidade sobre os retornos. Dito isso, o perfil de risco depende, em última instância, do escopo do aditivo, da magnitude do capex incremental e das premissas que sustentam o tráfego e a extensão adicional do prazo de concessão.

Por fim, acreditamos que o setor está passando por um momento único em sua evolução regulatória, com um arcabouço mais maduro e construtivo emergindo tanto na esfera federal quanto na estadual. Isso porque os poderes concedentes têm se engajado cada vez mais com as operadoras para revisar contratos de concessão e endereçar desequilíbrios econômicos por meio de uma abordagem mais construtiva e ganha-ganha. Em nossa visão, essa dinâmica permite que as operadoras restaurem retornos adequados, ao mesmo tempo em que possibilita que os poderes concedentes obtenham compromissos de investimento mais altos e uma melhor entrega de infraestrutura, apoiando, em última instância, uma maior alocação de capital, destravando oportunidades brownfield adicionais e fomentando um ambiente de investimento mais sustentável para rodovias no Brasil.

Figura 1: Um cronograma típico de aditivo



Fonte: BTG Pactual

E por que um aditivo?

No geral, gostamos de enxergar um aditivo como um projeto brownfield, já que ele se constrói sobre um ativo existente, com histórico operacional consolidado, perfil de demanda conhecido e maior visibilidade sobre o capex necessário e o cronograma de implantação. Isso geralmente se traduz em menor risco de capacidade de execução e maior previsibilidade

sobre os retornos, já que o ativo subjacente já está operacional e suas principais características são bem conhecidas.

Por outro lado, projetos greenfield envolvem o desenvolvimento de ativos inteiramente novos, sem um histórico operacional estabelecido que sirva de referência. Como resultado, eles tipicamente carregam maior risco de capacidade de execução, já que a demanda, as necessidades de capex, os cronogramas de construção e a maturação das operações são menos certos. Projetos greenfield podem, portanto, oferecer oportunidades atrativas de crescimento no longo prazo, mas geralmente exigem maior investimento inicial e envolvem uma gama mais ampla de variáveis que podem afetar os retornos finais.

Dito isso, gostaríamos de destacar que nem todos os aditivos devem ser tratados da mesma forma. O perfil de risco depende, em última instância, do escopo do aditivo, incluindo a magnitude do investimento necessário, o grau de visibilidade da demanda e o quanto de infraestrutura incremental precisa ser desenvolvida. Em nossa visão, quanto mais próximo um aditivo estiver de se apoiar em um ativo existente, com demanda comprovada e capex incremental limitado, mais atrativo tende a ser seu perfil de risco-retorno.

Figura 2: Brownfield e greenfield de alocação de capital

	BROWNFIELD AMENDMENTS			GREENFIELD
INVESTMENT PROFILE	01 TARGETED AMENDMENT Limited works on an operating concession	02 MAJOR AMENDMENT Material capacity expansion	03 BROWNFIELD REDEVELOPMENT Major upgrade or reconfiguration	04 GREENFIELD CONCESSION New-build road or concession
DEMAND VISIBILITY	High — proven demand	High — largely established	Moderate — existing base	Low — no operating track record
RETURN PREDICTABILITY	Highest	High	Moderate	Lowest
INCREMENTAL CAPEX	Limited	Moderate	High	Highest
Better risk-adjusted profile Increasing scope, capex and execution complexity Higher execution risk				

Fonte: BTG Pactual

Qual é a oportunidade, então?

No geral, neste relatório, mapeamos as quatro principais oportunidades de aditivo contratual, com o capex estimado dividido da seguinte forma: (i) SPVias, em R\$3,3 bilhões; (ii) AutoBAn, em R\$3,0 bilhões; (iii) Via Costeira / Morro dos Cavalos, em R\$3,0 bilhões; e (iv) Linhas 5/17, em R\$3,5 bilhões. Dessa forma, estimamos tanto as extensões de prazo de concessão quanto os aumentos de receita necessários para levar a TIR real dos fluxos de caixa marginais próxima à nossa estimativa de NTN-B + 400bps. No geral, também destacamos que isso representa apenas nosso cenário-base, sob o qual os retornos da companhia atendem aos padrões regulatórios. Ressaltamos ainda que não incorporamos nenhum potencial upside proveniente de eficiências de capex ou opex nesses empreendimentos. Ao todo, estimamos quase ~R\$1,9 por ação nesse cenário, implicando um upside de 10% ao nosso preço-lavo, o qual não inclui nenhum valor potencial proveniente dos aditivos contratuais.

Tabela 2: Resumo de cada uma das principais oportunidades de alocação de capital brownfield da Motiva e seus VPLs

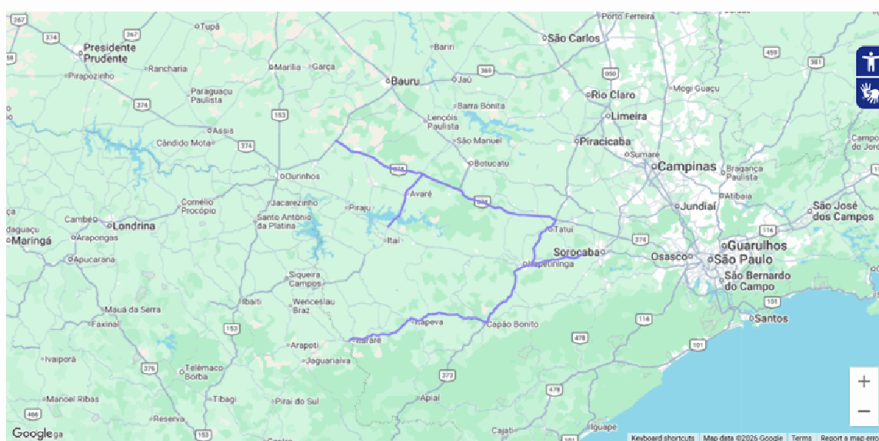
Extension required for regulatory equilibrium and subsequent value created					
	SPVias	AutoBAN	ViaCosteira	Linhas 5/17	TOTAL
Incremental capex (real 2026, R\$ mn)	3,250	3,000	3,000	3,500	12,750
Current concession contract expiration date	2030	2037	2050	2038	
New estimated expiration date	2035	2040	2070	2053	
NPV @ Motiva WACC (R\$ mn)	802	1,904	445	599	3,750
per share (R\$)	0.40	0.95	0.22	0.30	1.87

Fonte: BTG Pactual

No geral, decidimos rodar algumas sensibilidades e aprofundar nossa análise sobre as principais oportunidades de aditivo contratual da Motiva. Veja nossos cálculos e conclusões abaixo:

1) SPVias (R\$3 bilhões em capex; upside de R\$0,40/ação)

Descrição do ativo: A SPVias opera desde 2000 e administra ~516 km em cinco rodovias estaduais, conectando São Paulo à região sudoeste do estado e ao Paraná. A concessão já se beneficiou de sucessivos aditivos, incluindo o TAM 21 em 2022 e um novo aditivo assinado em novembro de 2025, que adicionou investimentos e estendeu o prazo de concessão em 322 dias. Em 2025, a SPVias registrou 75,6 milhões de veículos equivalentes, R\$1,1 bilhão em receitas e R\$887 milhões em EBITDA ajustado. Por fim, a concessão agora se estende até 2030.

Figura 3: SPVias em resumo


Fonte: Companhia e BTG Pactual

Detalhes do aditivo: O potencial aditivo da SPVias deve se concentrar principalmente na expansão de capacidade ao longo da concessão, com os principais projetos envolvendo a duplicação de trechos rodoviários nas regiões de Itararé, Capão Bonito e Avaré. Dessa forma, consideramos ~R\$3 bilhões em investimentos em nosso cenário-base. Junto a isso, esperamos que o aditivo seja estruturado por meio de uma extensão do prazo contratual, que deve totalizar ~6 anos adicionais. Por fim, esperamos que as obras sejam realizadas em fases ao longo do prazo de concessão atual, que termina em 2030.

Tabela 3: Criação de valor da SPVias a partir de seu potencial aditivo

SPVias — amendment exercise	
Traffic in extension (mn veh-eq/yr)	113
Avg. tariff (R\$/veh-eq)	17.58
Incremental capex (real 2026, R\$ mn)	3,250
Capex start year	2027
Current concession contract expiration date	2030
EBITDA margin in extension (final-yr, model)	72.3%
Required extension (yrs)	5.46
New estimated expiration date	2035
IRR of marginal flow (nominal)	16.93%
NPV @ WACC (R\$ mn)	802
Stake %	100%
NPV attributable (R\$ mn)	802
per share (R\$):	0.40

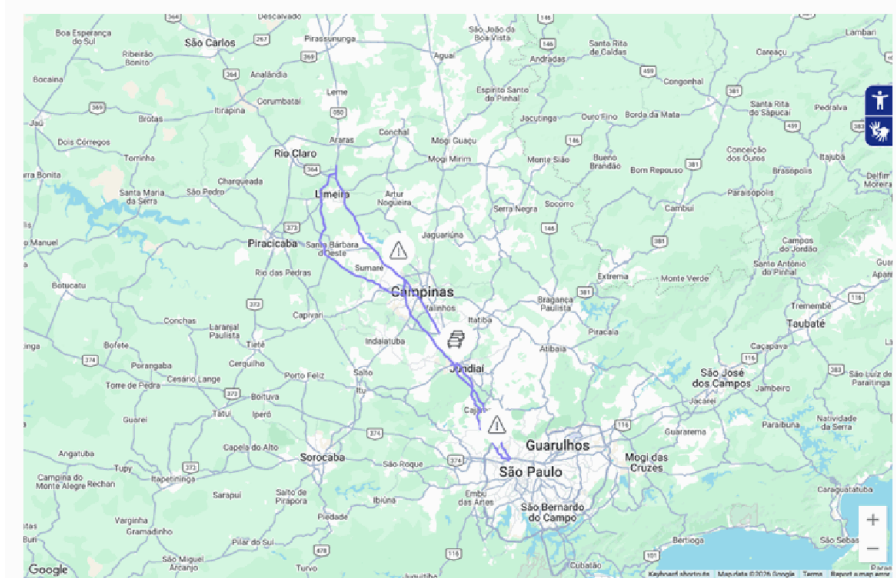
Fonte: BTG Pactual

Upsides do aditivo: Vemos a SPVias como mais uma oportunidade brownfield atrativa, com o potencial programa de investimentos focado em gargalos de capacidade bem definidos, em vez de um desenvolvimento greenfield complexo. A combinação de uma base de demanda já estabelecida, uma construção relativamente simples e um pipeline de investimentos definido deve proporcionar boa visibilidade sobre capacidade de execução e retornos. É importante destacar que, com a concessão já se aproximando da maturidade, o aditivo poderia estender a duração do ativo, ao mesmo tempo em que permite à Motiva reciclar capital em uma plataforma já existente e com desempenho operacional comprovado.

2) AutoBAN (R\$3 bilhões em capex; upside de R\$0,95/ação)

Descrição do ativo: A Motiva AutoBAN opera o sistema Anhanguera-Bandeirantes desde 1998, cobrindo ~320 km de corredores importantes que conectam São Paulo a Campinas e ao interior do estado. Após uma série de ajustes contratuais, o aditivo mais relevante dos últimos anos, assinado em 2022, encerrou disputas regulatórias históricas e estendeu a concessão até dezembro de 2037. O ativo se beneficia de uma infraestrutura de alta qualidade e de um mix de tráfego predominantemente comercial, com 324,5 milhões de veículos equivalentes em 2025, R\$3,7 bilhões em receita líquida e R\$3,2 bilhões em EBITDA ajustado.

Figura 4: AutoBAN em resumo



Fonte: Companhia e BTG Pactual

Detalhes do aditivo: O potencial aditivo deve envolver principalmente melhorias de capacidade e de acesso ao longo do sistema Anhangüera-Bandeirantes, incluindo duplicações de trechos, novos acessos e melhorias em interseções/trechos. Dessa forma, consideramos ~R\$3 bilhões em nosso cenário-base. É importante destacar que os projetos parecem relativamente simples do ponto de vista de engenharia, com exposição limitada a obras complexas, principalmente nos trechos de Campinas e Valinhos. Como a concessão atual está prevista para expirar em 2037, as obras adicionais precisariam ser acomodadas dentro do prazo contratual existente, implicando um cronograma relativamente apertado para a realização das obras adicionais. Por fim, estimamos uma extensão de 3 anos na vida do contrato.

Tabela 4: Criação de valor da AutoBAN a partir de seu potencial aditivo

AutoBAN — amendment exercise	
Traffic in extension (mn veh-eq/yr)	480
Avg. tariff (R\$/veh-eq)	17.98
Incremental capex (real 2026, R\$ mn)	3,000
Capex start year	2027
Current concession contract expiration date	2037
EBITDA margin in extension (final-yr, model)	83.5%
Required extension (yrs)	2.88
New estimated expiration date	2040
IRR of marginal flow (nominal)	16.93%
NPV @ WACC (R\$ mn)	1,904
Stake %	100%
NPV attributable (R\$ mn)	1,904
per share (R\$):	0.95

Fonte: BTG Pactual

Upsides do aditivo: Vemos a AutoBAN como uma das oportunidades brownfield mais diretas do portfólio da Motiva, dada sua base de ativos madura, demanda comprovada e complexidade de engenharia relativamente baixa. Além disso, à medida que a concessão se aproxima de sua maturidade atual, o potencial aditivo proporcionaria uma extensão relevante do perfil de fluxo de caixa do ativo, ao mesmo tempo em que permitiria à Motiva alocar capital incremental em um corredor de alta

qualidade. A partir de 2027, esperamos que a AutoBAn contribua cada vez mais para o fluxo de caixa livre (FCF) marginal, à medida que o programa de investimento adicional for implementado e reequilibrado.

3) Morro dos Cavalos / Via Costeira (R\$3 bilhões em capex; upside de R\$0,22/ação)

Descrição do ativo: A ViaCosteira foi outorgada à Motiva no leilão federal de 2020 e iniciou suas operações em maio de 2021, cobrindo 220 km da BR-101 entre Paulo Lopes (SC) e a divisa SC/RS. A concessão tem prazo de 30 anos a partir da transferência do ativo, implicando vencimento em 2050, e segue sendo uma das concessões rodoviárias mais novas da Motiva, com necessidades relevantes de investimento durante sua fase de maturação (ramp-up). Em 2025, a ViaCosteira registrou 87,8 milhões de veículos equivalentes, R\$194 milhões em receita líquida e R\$80 milhões em EBITDA ajustado.

Figura 5: Potencial aditivo da Via Costeira em resumo



Fonte: Estradas e BTG Pactual

Detalhes do aditivo: O potencial aditivo da ViaCosteira está centrado na construção de um túnel no Morro dos Cavalos, endereçando um gargalo importante ao longo do corredor da BR-101. O projeto também envolveria a transferência do trecho relevante para a ViaCosteira e a adição de uma nova praça de pedágio, criando uma fonte adicional de receita vinculada ao tráfego. No total, estimamos um capex de aproximadamente R\$3 bilhões, e destacamos ainda que este é o único aditivo do relatório sob um arcabouço regulatório federal.

Tabela 5: Criação de valor da ViaCosteira a partir de seu potencial aditivo

Motiva ViaCosteira — amendment exercise	
Traffic in extension (mn veh-eq/yr)	153
Avg. tariff (R\$/veh-eq)	5.56
Incremental capex (real 2026, R\$ mn)	3,000
Capex start year	2027
Current concession contract expiration date	2050
EBITDA margin in extension (final-yr, model)	75.5%
Required extension (yrs)	20.00
New estimated expiration date	2070
IRR of marginal flow (nominal)	16.93%
NPV @ WACC (R\$ mn)	445
Stake %	100%
NPV attributable (R\$ mn)	445
per share (R\$):	0.22

Fonte: BTG Pactual

Upsides do aditivo: Em nossa visão, o Morro dos Cavalos representa mais uma grande oportunidade estratégica brownfield em rodovias, dado que o projeto endereçaria um gargalo estrutural, ao mesmo tempo em que potencialmente adicionaria tanto infraestrutura quanto cobrança de pedágio à concessão. A combinação de tráfego incremental, uma praça de pedágio adicional e um retorno regulatório marginal relativamente alto deve sustentar uma economia atrativa para a Motiva, enquanto a concessão já existente da ViaCosteira oferece uma plataforma operacional comprovada para a alocação do investimento.

4) Linhas 5 e 17 (R\$3,5 bilhões em capex; upside de R\$0,30/ação)

Descrição do ativo: A concessão das Linhas 5 e 17 da Motiva foi outorgada em 2018 pelo governo do estado de São Paulo e cobre a operação, manutenção, conservação, modernização e expansão dos sistemas metroviários da Linha 5-Lilás e da Linha 17-Ouro. A concessão tem prazo de 20 anos, implicando vencimento em agosto de 2038, e inclui um programa de investimentos de aproximadamente R\$4 bilhões. A Linha 5-Lilás atualmente possui 20,1 km e 17 estações, conectando Capão Redondo a Chácara Klabin, enquanto a Linha 17-Ouro é um monotrilho de 7,7 km projetado para conectar o Morumbi ao Aeroporto de Congonhas (CGH). Em 2025, a concessão transportou aproximadamente 170,1 milhões de passageiros e gerou R\$587 milhões em receita líquida e R\$274 milhões em EBITDA ajustado.

Figura 6: Linhas 5 e 17 em resumo



Fonte: Companhia e BTG Pactual

Detalhes do aditivo: O potencial aditivo das Linhas 5 e 17 deve envolver um ciclo de desenvolvimento mais longo, com aproximadamente R\$3,5 bilhões em investimentos sob consideração. O principal projeto envolveria uma extensão de ~2,5-3,0 km da Linha 5-Lilás, com o reequilíbrio econômico potencialmente incorporando uma combinação de fluxos adicionais de passageiros, premissas tarifárias e uma extensão do prazo de concessão. É importante destacar que o escopo do aditivo poderia, em última instância, ficar limitado à Linha 5. Isso porque, embora a Motiva também opere a Linha 17-Ouro, entendemos que atualmente não há necessidade de investimento incremental associada ao monotrilho. Por fim, esperamos que um diferencial importante seja o fato de que uma parcela significativa do risco de construção associado às obras subterrâneas possa potencialmente ser transferida para o governo, reduzindo, assim, a exposição da Motiva ao risco de capacidade de execução.

Tabela 6: Criação de valor das Linhas 5 e 17 a partir de seu potencial aditivo

ViaMobilidade Linhas 5 e 17 — amendment exercise	
Incremental capex (real 2026, R\$ mn)	3,500
Capex start year	2027
Current concession contract expiration date	2038
EBITDA margin in extension (final-yr, model)	49.7%
New estimated expiration date	2053
IRR of marginal flow (nominal)	16.93%
NPV @ WACC (R\$ mn)	599
Stake %	100%
NPV attributable (R\$ mn)	599
per share (R\$):	0.30

Fonte: BTG Pactual

Upsides do aditivo: Vemos as Linhas 5 e 17 como potencialmente a oportunidade brownfield mais relevante no portfólio de mobilidade urbana da Motiva, especialmente dado o potencial de fluxos incrementais relevantes de passageiros a partir da extensão da Linha 5. Embora o programa de investimentos seja maior e mais complexo do que os aditivos rodoviários, apoiar-se em uma base de passageiros já existente e madura deve proporcionar maior visibilidade sobre a demanda do que um projeto greenfield. Além disso, a potencial transferência de parte do risco de construção das obras subterrâneas para o governo poderia melhorar materialmente o perfil de risco-retorno para a Motiva. Dito isso, vemos

essa oportunidade como mais preliminar, com o escopo potencial, a decisão sobre a inclusão da Linha 17 e a mecânica final do reequilíbrio ainda a serem definidos.

Mais detalhes sobre nossa metodologia de cálculo

Para avaliar os potenciais aportes de capital, aplicamos o arcabouço regulatório de reequilíbrio, ou seja, quando um poder concedente determina capex incremental, ele deve restaurar o equilíbrio econômico-financeiro da concessão, e reguladores brasileiros como a ARTESP (para a maior parte das concessões estudadas) e a ANTT (para a Via Costeira) historicamente têm favorecido extensões de prazo contratual em detrimento de reajustes tarifários politicamente sensíveis. Para cada ativo, mantemos as tarifas estáveis (reajustadas apenas pela inflação) e crescemos os volumes com base no PIB, ajustado pela elasticidade de demanda, e então resolvemos para a extensão de prazo na qual o fluxo de caixa incremental (capex, receita do período de extensão, custos, amortização rebase e impostos) rende exatamente o retorno-alvo regulado (NTN-B mais um spread de 400bps). Como esse equilíbrio é neutro em termos de valor à taxa regulada, redescontamos o mesmo fluxo à WACC da Motiva, e o VPL positivo resultante, impulsionado pela diferença entre o retorno regulado e o custo de capital mais baixo da companhia, é o valor criado para os acionistas. Por fim, quando o vencimento distante de uma concessão torna a extensão de prazo, por si só, insuficiente (por exemplo, em projetos ferroviários), mantemos um aumento tarifário/de “contraprestação” fixo ao longo do prazo remanescente como alavanca complementar, resolvido para a mesma condição de VPL zero.

Tabela 7: Premissas comuns subjacentes à nossa análise de sensibilidade

Parameters	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6
Nominal WACC	10.81%					
Tax rate	35.0%					
IPCA	4.4%					
NTN-B real yield	8.00%					
Spread over NTN-B	400					
Target regulated rate (Nominal)	16.93%					
Shares outstanding (mn)	2,010.5					
Capex start year (input)	2027					
Valuation base year	2026					
Capex distribution % (per year)	25.0%	25.0%	20.0%	15.0%	10.0%	5.0%
LT GDP growth	1.1%					
LT tariff growth	4.4%					

On capex, we assume a linear execution of incremental investments until the end of the concession (except for AutoBAn, for which the distribution is as follows).

Fonte: BTG Pactual

Parte 3 - Reequilíbrio contratual

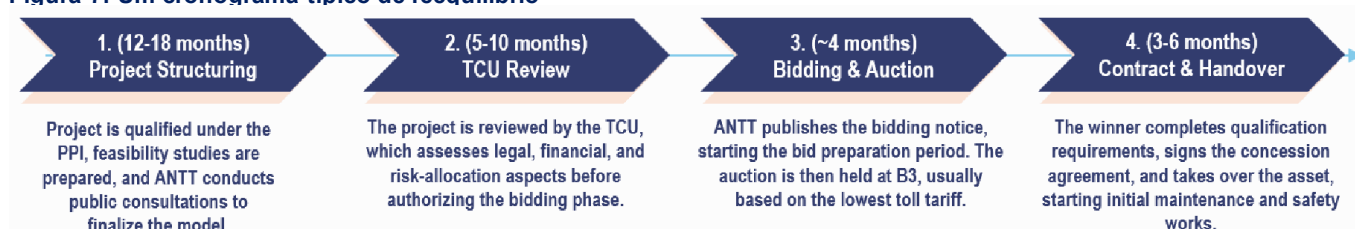
O que é reequilíbrio?

Paralelamente aos aditivos contratuais, as concessionárias também podem buscar um reequilíbrio econômico-financeiro quando mudanças na concessão alteram materialmente as premissas que sustentam o contrato original. Na prática, o reequilíbrio é o mecanismo por meio do qual o poder concedente restaura o retorno esperado da concessionária após a adição de novas obrigações, investimentos ou outros eventos que afetem o equilíbrio econômico do contrato. A compensação pode assumir diferentes formas, incluindo reajustes tarifários, extensões de prazo de concessão, alterações no programa de investimentos ou outros mecanismos contratuais, a depender da natureza do desequilíbrio e do arcabouço regulatório que rege cada concessão.

Da perspectiva de um investidor, vemos o reequilíbrio como um componente importante da estratégia de ativos 'brownfield', pois permite que as concessionárias realizem investimentos incrementais preservando um retorno adequado sobre o capital. É importante destacar que o mecanismo não implica necessariamente tarifas mais altas: em muitos casos, especialmente em grandes projetos de infraestrutura, o equilíbrio econômico pode ser restaurado por meio de uma extensão do prazo de concessão, permitindo que a operadora monetize o investimento adicional ao longo de um período mais longo. Isso proporciona maior flexibilidade para ambas as partes, ao mesmo tempo em que permite que os poderes concedentes garantam infraestrutura adicional sem exigir um aumento imediato nas tarifas.

Acreditamos que esse arcabouço tem se tornado cada vez mais relevante no Brasil, à medida que os reguladores adotam uma abordagem mais construtiva em relação aos contratos de concessão. Em vez de tratar o reequilíbrio como um processo litigioso, os poderes concedentes vêm utilizando-o cada vez mais como uma ferramenta para endereçar desequilíbrios econômico-financeiros e facilitar investimentos adicionais. Em nossa visão, isso cria um ambiente mais previsível para que as concessionárias aloquem capital em ativos já existentes, ao mesmo tempo em que permite que os reguladores alinhem compromissos de investimento adicionais a um retorno adequado para a operadora.

Figura 7: Um cronograma típico de reequilíbrio



Fonte: BTGPactual

Eventos e oportunidades recentes de reequilíbrio

Além dos potenciais aditivos discutidos acima, a Motiva também possui um pipeline relevante de reivindicações pendentes de reequilíbrio econômico-financeiro em seu portfólio. O item mais relevante está relacionado à questão do eixo suspenso em São Paulo, originada no período de 2013-18, quando o governo não repassou o reajuste tarifário programado das passagens de ônibus. Como parte do mecanismo de compensação, o governo inicialmente isentou a cobrança de pedágio sobre eixos suspensos para manter as tarifas baixas. Para compensar as

concessionárias por isso e pelo congelamento das tarifas de ônibus, o governo reduziu os valores de outorga e, posteriormente, restabeleceu o direito das concessionárias de cobrar pedágio sobre eixos suspensos. A premissa original era de que os eixos suspensos representavam ~15% do tráfego de veículos pesados, mas a implementação subsequente do sistema MDF-e indicou uma participação efetivamente realizada mais baixa, de ~7-8%. Como resultado, a Motiva tem direito a recuperar a diferença entre a participação originalmente assumida e a efetivamente realizada do tráfego de eixos suspensos.

Estimamos o valor a receber remanescente em aproximadamente R\$2 bilhões a R\$3 bilhões, provavelmente com ~70% relacionado à AutoBAN e ~30% à SPVias. Além disso, a Motiva continua com reivindicações relacionadas à Covid-19, com ~R\$1,3 bilhão de VPL, dos quais aproximadamente R\$1 bilhão ainda resta a receber, após ~R\$300 milhões já terem sido recuperados por meio de reajustes tarifários. Outras reivindicações incluem ~R\$180 milhões relacionados às chuvas de 2024 na ViaSul, ~R\$160 milhões relacionados à guerra entre Rússia e Ucrânia, distribuídos entre Rio-SP, ViaCosteira e ViaSul, e um potencial aditivo de

R\$160-200 milhões relacionado a melhorias de segurança no RodoAnel. A companhia também possui um pipeline relevante de reivindicações em seus ativos ferroviários. No Metrô Bahia, a Motiva tem aproximadamente R\$1,0-1,1 bilhão relacionado a reivindicações já bem-sucedidas, com potencial de reconhecimento já em 2026, enquanto uma reivindicação adicional de ~R\$1,5 bilhão ainda está em discussão e deve levar mais tempo para ser resolvida, dada sua maior complexidade. As principais questões estão relacionadas ao atraso no início das operações comerciais, o que resultou na geração de receita mais tarde do que o inicialmente esperado, ao passo que o capex já havia sido incorrido. Por fim, a Barcas (uma concessão da qual a companhia já saiu em 2025) ainda tem aproximadamente R\$1 bilhão a receber do Estado do Rio de Janeiro. No geral, embora o momento e a recuperação final dessas reivindicações permaneçam incertos, vemos o pipeline de reequilíbrio existente como uma fonte adicional de potencial geração de caixa e criação de valor que não está incorporada em nossas estimativas atuais.

Tabela 8: Principais leilões de otimização dos últimos anos

Optimization	Capex (R\$bn)	Winner	Previous operator
Autopista Fluminense	6	Arteris	Arteris
Fernão Dias	9	Motiva	Arteris
Régis Bittencourt	7	EPR	Arteris
Via Brasil	10	-	Conasa
MSVia	9	Motiva	CCR
BR-101	7	Ecorodovias	Ecorodovias

Fonte: Governo brasileiro e BTG Pactual

Parte 4 - Estudos de caso recentes

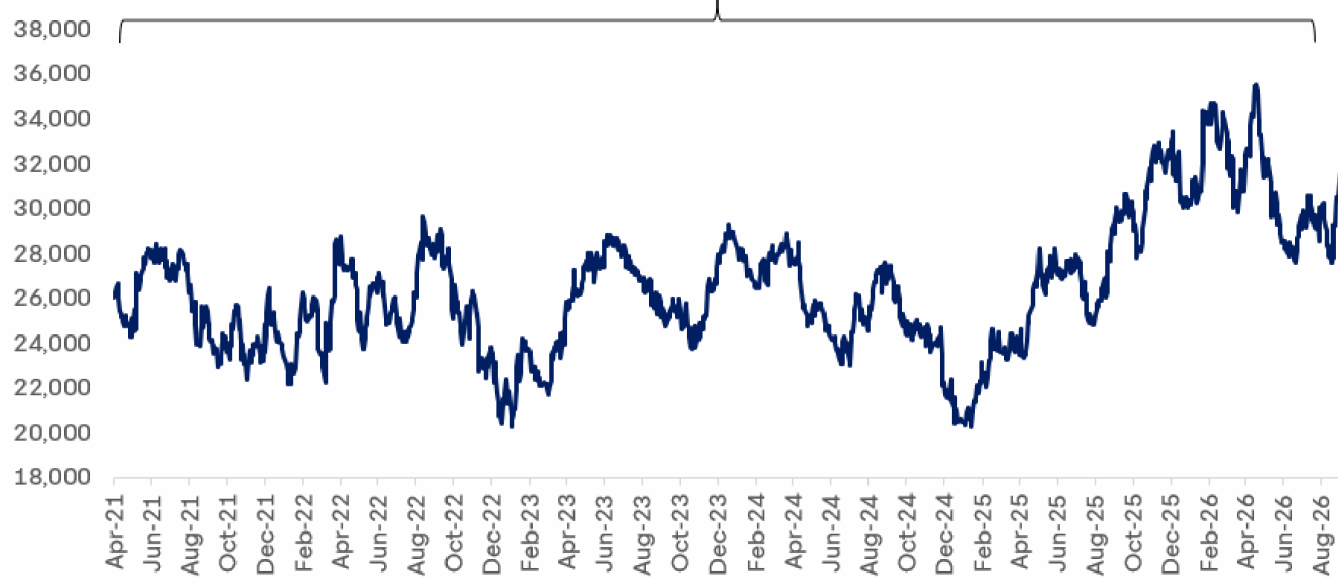
Três bons estudos de caso sobre reequilíbrio e aditivos

A Motiva (ou CCR, anteriormente) é uma companhia que, ao longo dos anos, assinou diversos aditivos contratuais e acordos de reequilíbrio. Mais recentemente, no entanto, destacamos três eventos principais: (i) o aditivo da AutoBAN assinado em 2022; (ii) o aditivo da ViaQuatro; e (iii) o reequilíbrio relacionado à Covid em São Paulo. Dito isso, decidimos aprofundar nossa análise sobre esses ativos e como eles geraram valor ao longo do tempo.

Juntos, acreditamos que a combinação desses três casos soma mais de R\$10 bilhões em VPL, algo que acreditamos ter se refletido em cada resultado como evidência das oportunidades brownfield disponíveis para a companhia. No entanto, também destacamos que, nesse meio-tempo, a companhia gerou valor relevante por meio de outras alavancas, incluindo a aquisição de novos ativos, o reciclo de ativos não essenciais a preços atrativos, entre outras. Ainda assim, isso não parece estar refletido na avaliação da Motiva (ver gráfico abaixo), o que, em nossa visão, reforça ainda mais como o mercado continua deixando passar despercebido o verdadeiro potencial de upside da Motiva.

Gráfico 9: Evolução do valor de mercado da Motiva (R\$ milhões)

Motiva's market cap has increased by R\$6.8bn since the first amendment, still below the over R\$10bn in NPV from our case study, suggesting some brownfield value remains unpriced.



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

A seguir, conduzimos um estudo de caso pontual para cada um dos três processos mencionados acima:

1) Extensão da AutoBAN

Contexto: Em 1º de abril de 2022, a Motiva anunciou a assinatura de um acordo definitivo de reequilíbrio com o governo do estado de São Paulo, introduzindo modificações favoráveis à CCR em relação ao acordo preliminar anunciado em junho de 2021. Os termos definitivos cobriram a AutoBAN e a ViaOeste; nenhuma mudança foi anunciada para a SPVias, enquanto o acordo definitivo para a Renovias permanecia em negociação.

Detalhes do reequilíbrio: Para a AutoBAN, o vencimento da concessão foi adiado para dezembro de 2037, ante janeiro de 2027 anteriormente, sem capex adicional. Na época, esperava-se que a Motiva pagasse ~R\$352 milhões ao poder concedente e incorresse em ~R\$500 milhões de despesas de manutenção ao longo do período de extensão, ambos inalterados em relação ao acordo preliminar. Para a ViaOeste, a concessão foi estendida em 380 dias adicionais, para fevereiro de 2024 (ante janeiro de 2023), em troca de ~R\$650 milhões em novos investimentos, somados aos R\$585 milhões previamente anunciados, elevando o capex total relacionado a ~R\$1,1 bilhão.

Upside do reequilíbrio: Em uma base comparável de 2021, agora estimamos o VPL da extensão contratual da AutoBAn em ~R\$10,0 bilhões, ante os ~R\$8,3 bilhões que estimávamos por ocasião do acordo definitivo de 2022. Um tráfego e tarifas realizados mais fortes mais do que compensaram uma taxa de desconto mais alta (WACC atual de ~10,8% versus o Ke de 7,8% utilizado à época). A valores atualizados para hoje (final de 2026), e excluindo o investimento inicial já desembolsado nos primeiros anos, os fluxos de caixa remanescentes de 2026-2037 valem mais de R\$20 bilhões (quase o dobro da cifra baseada em 2021), refletindo cinco anos a menos de desconto e a saída do desembolso inicial de capex.

Tabela 9: Criação de valor da AutoBAn a partir de seu aditivo

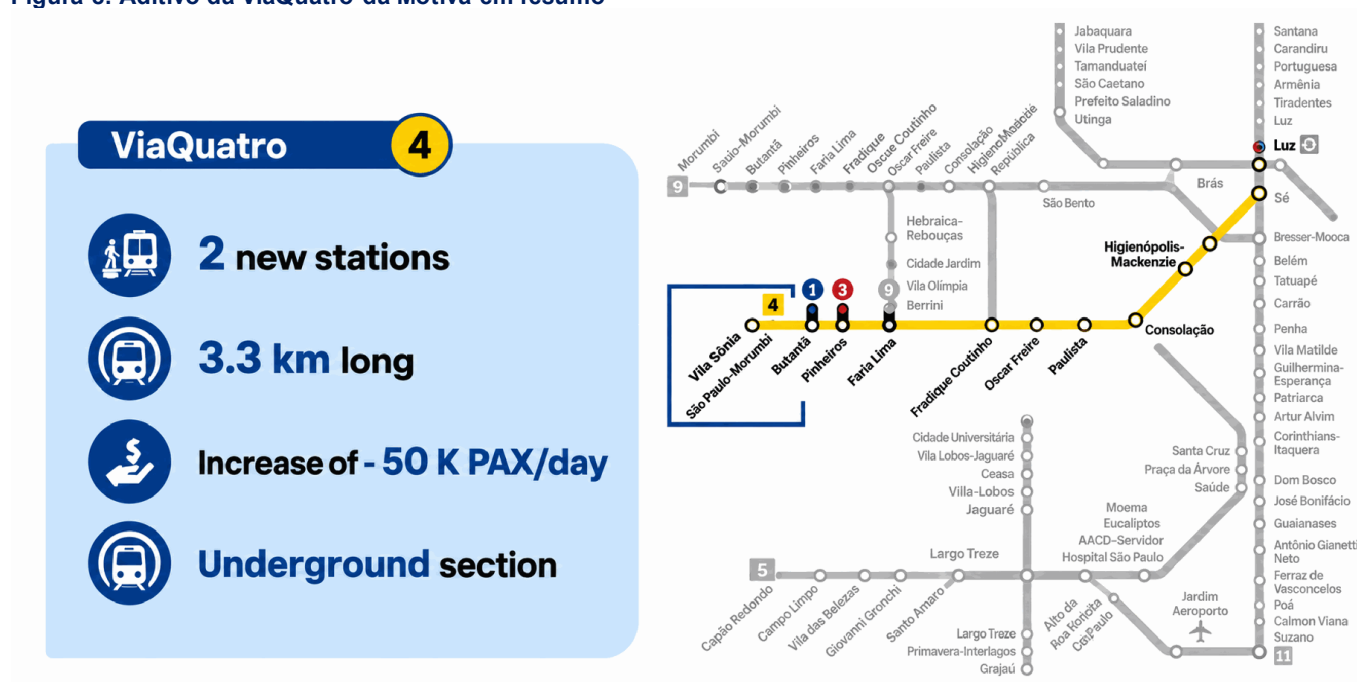
Autoban rebalancing — summary	
Discount rate	11%
Original concession end year (pre-2021 deal)	2026
Current concession contract expiration date	2037
Additional capex (2021; R\$mn)	1,200
NPV @ WACC 2021 (R\$ mn)	10,028
NPV 2026 terms (R\$ mn)	20,800

Fonte: BTG Pactual

2) Aditivo da ViaQuatro

Contexto: A ViaQuatro opera a Linha 4-Amarela de São Paulo sob uma concessão de mobilidade de longo prazo. Em setembro de 2025, a Motiva assinou um aditivo com o governo do estado de São Paulo que combinou o reequilíbrio econômico-financeiro da concessão existente com um novo programa de investimentos. O aditivo reconhece R\$532 milhões de desequilíbrio relacionado a atrasos na implantação da Fase II, ao mesmo tempo em que adiciona 3,3 km de trecho totalmente subterrâneo e duas novas estações, estendendo a Linha 4 em direção a Taboão da Serra, com expectativa de adicionar ~50.000 passageiros por dia.

Figura 8: Aditivo da ViaQuatro da Motiva em resumo



Fonte: BTG Pactual

Detalhes do aditivo: O pacote envolve aproximadamente R\$3,9 bilhões em capex total, dos quais o governo financiará R\$2,9 bilhões e a Motiva, R\$1,0 bilhão. Em contrapartida, a concessão é estendida em aproximadamente 20 anos, além de tarifas mais altas e receitas adicionais vinculadas a passageiros.

Upside do aditivo: Estimamos aproximadamente R\$1 bilhão de VPL atribuível à Motiva, equivalente a ~3% de seu valor de mercado à época da assinatura. É importante destacar que a transação ilustra a atratividade dos aditivos, já que a Motiva consegue alocar capital incremental em um ativo já estabelecido e com demanda comprovada, ao mesmo tempo em que garante um período de fluxo de caixa materialmente mais longo e uma compensação regulatória pelo desequilíbrio histórico. Por fim, vemos a participação do governo no financiamento do capex como um evento relevante de redução de risco, tanto do ponto de vista de estrutura de capital quanto de construção.

Gráfico 10: Criação de valor da ViaQuatro a partir de seu aditivo

ViaQuatro — amendment exercise	
Total Capex	3,900
Net Capex	1,000
Incremental tariff	0.42
Adm taxes - Opex	4.62%
Adm taxes - Capex	2.89%
Discount rate	11%
Incremental tariff	0.42
Tariff	6.58
PAX increase	0.05
NPV @ WACC 2025 (R\$m)	1,474
Stake %	75%
NPV attributable (R\$m)	1,106
NPV @ WACC 2026 (R\$ mn)	1,687
Stake %	75%
NPV attributable (R\$ mn)	1,266

Fonte: BTG Pactual

3) Reequilíbrio anunciado em SP

Contexto: Em dezembro de 2025, a ARTESP aprovou o reequilíbrio econômico-financeiro de diversas concessões de São Paulo, em decorrência das quedas de tráfego causadas pela Covid-19 entre março de 2020 e dezembro de 2022. Para a Motiva, o regulador reconheceu um desequilíbrio bruto de R\$1,5 bilhão em cinco concessões, destacando o papel do arcabouço regulatório de São Paulo na restauração da economia das concessões quando eventos materiais e imprevistos afetam tráfego e receitas.

Detalhes do reequilíbrio: O valor reconhecido compreende R\$786 milhões para a AutoBAN, R\$228 milhões para a ViaOeste, R\$203 milhões para a SPVias, R\$209 milhões para a Renovias e R\$54 milhões para a Rodoanel. Espera-se que a ARTESP determine o mecanismo final de compensação, que pode incluir extensões de prazo de concessão e/ou reajustes tarifários, a serem formalizados por meio de aditivos contratuais.

Tabela 10: Reequilíbrios de Covid-19 já reconhecidos pela ARTESP

Concession	Gross rebalancing amount (R\$m)	Reference date
AutoBAn	786	Jul-25
ViaOeste	228	Jul-24
SPVias	203	Jul-25
Renovias	209	Jul-25
Rodoanel Oeste	54	Jul-25
Total	1,481	-

Fonte: Companhia e BTG Pactual

Upside do reequilíbrio: Embora a Motiva já tenha recebido R\$0,30 em reajustes tarifários incrementais ao longo de 2023-25 relacionados aos impactos da Covid, estimamos que isso representou ~R\$500 milhões de VPL, deixando uma oportunidade líquida de reequilíbrio de ~R\$900 milhões. Além do benefício financeiro direto, o caso oferece um precedente importante para o pipeline mais amplo de aditivos da Motiva, reforçando nossa visão de que os reguladores de São Paulo têm sido cada vez mais proativos em recuperar a economia das concessões por meio de reequilíbrios contratuais.

Tabela 11: Criação de valor do reequilíbrio de SP

SP rebalancing — summary	
Discount rate	11%
Total Rebalancing claim (R\$ mn)	1,480
NPV @ WACC 2023 (R\$ mn)	587
Net amount 2023 (R\$ mn)	893
NPV 2026 terms (R\$ mn)	756

Fonte: BTG Pactual

Nossa visão geral

No geral, acreditamos que essas sensibilidades reforçam ainda mais nossa visão construtiva sobre a capacidade da Motiva de utilizar a alavanca regulatória para criar valor relevante aos acionistas, já que aditivos em apenas quatro ativos poderiam gerar um total de ~R\$3,8 bilhões em VPL, ou ~R\$1,9/ação. É importante destacar que nossas estimativas permanecem conservadoras, já que não assumimos nenhuma eficiência potencial de capex ou opex, que tipicamente são incorporadas em premissas de projetos greenfield. Em relação aos reequilíbrios, embora reconheçamos que esses processos são geralmente mais complexos e menos previsíveis do que os aditivos, acreditamos que seu potencial upside não está totalmente capturado em nossas estimativas, dada a dificuldade de modelar tanto o momento quanto o desfecho final das negociações regulatórias. Em outras palavras, vemos os reequilíbrios como uma fonte adicional de upside às nossas estimativas, e não como um componente central de nosso cenário-base. No geral, aliado a um sólido pipeline de investimentos que deve continuar avançando nos próximos meses, seguimos favorecendo a MOTV como nossa preferência (top pick), sustentada por seu perfil defensivo, long duration (~15 anos) e valuation atrativa a uma TIR real de 11%.

Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes: (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes; (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual. Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse: www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx