



# Top Picks Títulos Incentivados de Crédito Privado

5 de fevereiro de 2025

## Credit Research – BTG Pactual

**Thomas Tenyi, CFA**  
[thomas.tenyi@btgpactual.com](mailto:thomas.tenyi@btgpactual.com)

**Renan Tiburcio, CFA**  
[renan.tiburcio@btgpactual.com](mailto:renan.tiburcio@btgpactual.com)

**Fernando Soares**  
[fernando-B.Souares@btgpactual.com](mailto:fernando-B.Souares@btgpactual.com)

## Credit Research Products – BTG Pactual

**Frederico Khouri**  
[frederico.khouri@btgpactual.com](mailto:frederico.khouri@btgpactual.com)

**Luís Fernando Gonçalves**  
[luis.goncalves@btgpactual.com](mailto: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

CRI Cogna (IPCA+)

DEB Comerc (IPCA+)

DEB Corsan (IPCA+)

CRI JHSF (IPCA+)

DEB Intervias (IPCA+)

DEB Equatorial Goiás (IPCA+)

DEB Iguá Rio de Janeiro (IPCA+)

## 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.
22E1321749	<b>Cogna</b>	Educação	AA+	3,5	15-Jul-29	IPCA+	B28
COMR14 / COMR15	<b>Comerc</b>	Geração de Energia	AAA	6,0 / 6,3	16-Nov-38/15-Abr-40	IPCA+	B32
RSAN16	<b>Corsan</b>	Saneamento	AA+/AA	6,4	15-Set-34	IPCA+	B33
24J2539865	<b>JHSF</b>	Real Estate – Shopping & Incorporação	N/A	6,6	16-Out-34	IPCA+	B30
IVIAA0	<b>Intervias</b>	Concessão Rodoviária	AA-	6,6	15-Ago-38	IPCA+	B33
CGOS34 / CGOS16	<b>Equatorial Goiás</b>	Energia – Distribuição	AAA	6,7 / 7,1	15-Nov-35/15-Mai-36	IPCA+	B35
IRJS14 / IRJS15	<b>Iguá Rio de Janeiro</b>	Saneamento	AA+ / AAA <sup>1</sup>	8,2 / 8,7	15-Mai-43/15-Fev-44	IPCA+	B35 / B40

Observação: Os papéis são para investidores qualificados e isentos de IR. 1: 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	Corsan	RSAN16	Prêmio de crédito atrativo considerando: (i) forte geração de caixa, (ii) projetos maduros e operacionais e (iii) liquidez confortável	Manter
Inclusão	Intervias	IVIAA0	Prêmio de crédito atrativo considerando: (i) volume de tráfego resiliente e (ii) rodovia madura com investimentos de baixa complexidade	Manter
Exclusão	Ecorodovias	ERDVC4	Elevada demanda pelo ativo reduziu o lastro dos debêntures	Manter
Exclusão	Rede D'Or	23L1737623	Elevada demanda pelo ativo reduziu o estoque dos CRIs	Manter
Exclusão	Grupo Cereal	CRA02400AHV	Elevada demanda pelo ativo reduziu o estoque dos CRAs	Manter

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

## Teses de investimento

### Títulos atrelados ao IPCA

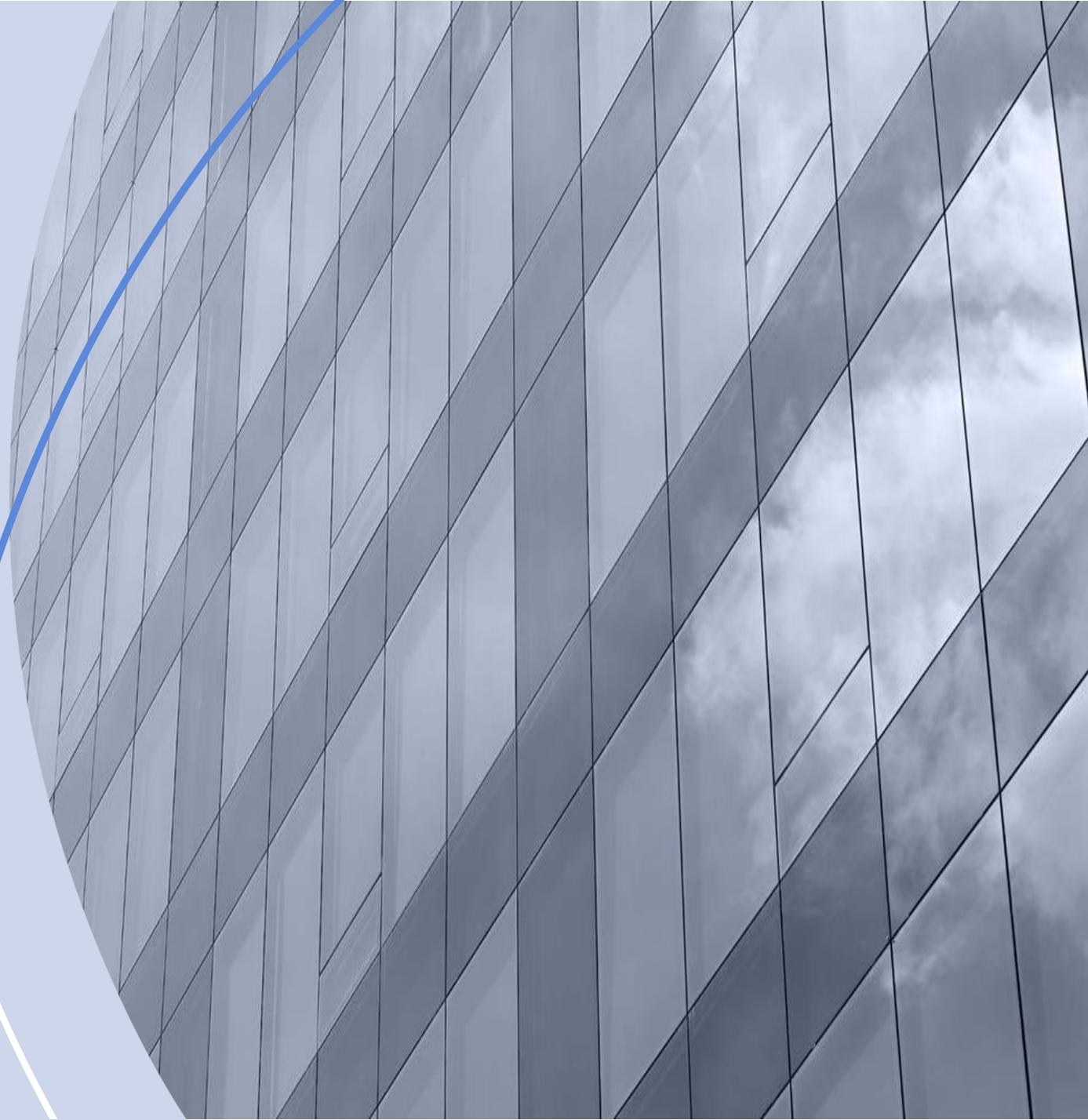
Emissor	Setor	Pontos positivos	Pontos de atenção	Tipo da estratégia
Cogna	Educação	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Empresa líder no setor de educação em base de alunos</li> <li>✓ Diversificação das linhas de negócio em diferentes segmentos de ensino</li> <li>✓ Estratégia de otimização de custos entre cursos presenciais e EAD</li> <li>✓ Alavancagem moderada</li> <li>✓ Diversificação geográfica</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>x Setor sujeito à oscilações de ciclos econômicos</li> <li>x Riscos regulatórios</li> <li>x Geração de caixa mais estreita</li> </ul>	Moderada
Comerc Energia	Energia – Geração Solar	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Setor defensivo e com boa previsibilidade de geração de caixa</li> <li>✓ Sólido <i>track record</i> no setor elétrico</li> <li>✓ Portfólio de projetos diversificado</li> <li>✓ Acionista de grande porte (Vibra) com sólida estrutura de capital</li> <li>✓ Todos os projetos de geração centralizada operacionais e maduros</li> <li>✓ Todos os parques possuem contratos no ACL e/ou contratos no ACR de forma a mitigar os riscos dos projetos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>x Capacidade de geração dependente de condições climáticas</li> <li>x Alavancagem ainda elevada (mas aumento na geração de caixa tem ajudado na queda)</li> </ul>	Moderada
JHSF	Real Estate – Shopping & Incorporação	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Diversificação das linhas de negócio com sólida execução</li> <li>✓ Sólida base de ativos atuais e pipeline de novos empreendimentos robusto</li> <li>✓ Atuação predominante no segmento de alta renda, resiliente à ciclos de taxa de juros e consumo</li> <li>✓ Localização privilegiada e com mix de lojistas variado e exclusivo</li> <li>✓ Portfólio de ativos maduros e com baixa vacância</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>x Setor de incorporação com capital intensivo e sujeito a riscos de sobrecustos</li> <li>x Sensibilidade do setor à ciclos adversos de taxa de juros</li> <li>x Estrutura de capital mais sensível ao ciclo de alta de juros</li> </ul>	Moderada
Equatorial Goiás	Energia – Distribuição	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Fiança da holding Equatorial Energia (AAA S&amp;P)</li> <li>✓ Acionista de grande porte financeiro</li> <li>✓ Portfólio da <i>holding</i> bastante diversificado e principais concessões maduras</li> <li>✓ Indicadores de qualidade melhorando com o processo de <i>turnaround</i></li> <li>✓ Liquidez confortável para pagamento das dívidas de curto prazo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>x Investimentos em novos projetos podem impactar a liquidez</li> <li>x Riscos regulatórios</li> </ul>	Conservadora

## Teses de investimento

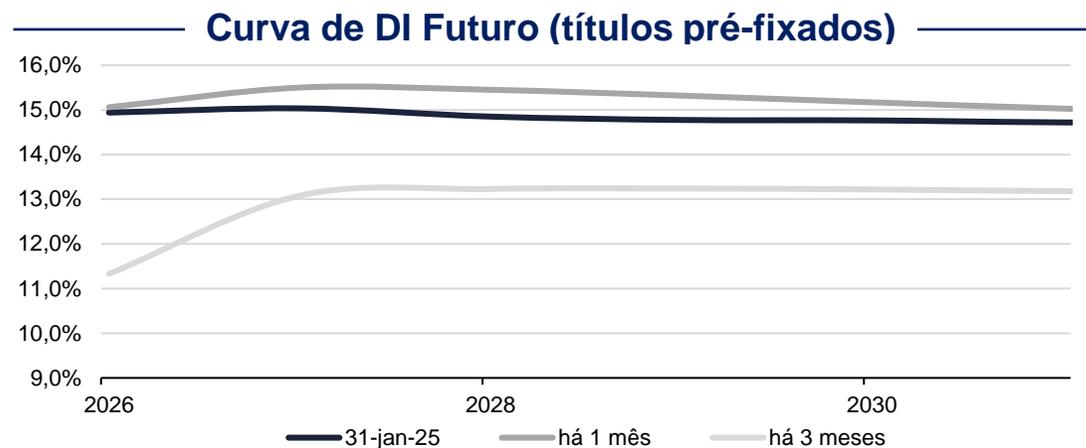
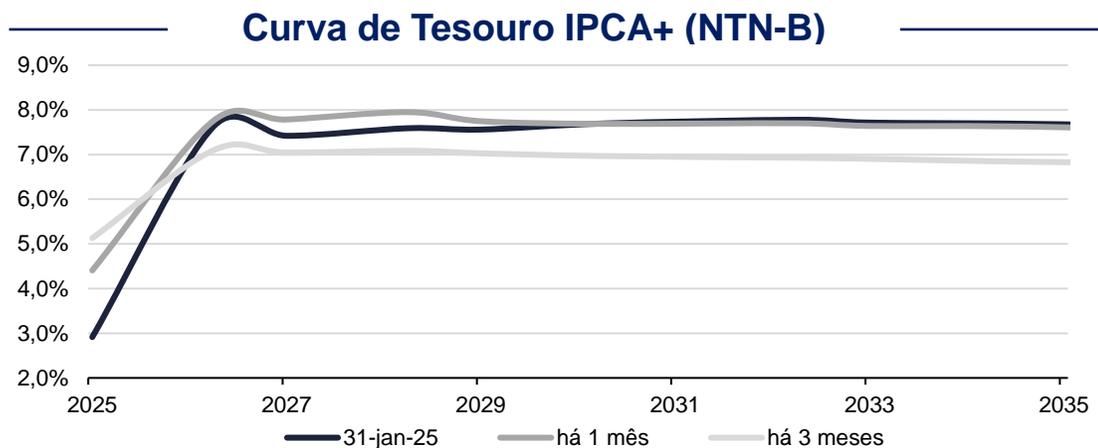
### Títulos atrelados ao IPCA

Emissor	Setor	Pontos positivos	Pontos de atenção	Tipo da estratégia
Corsan	Saneamento	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Portfólio de concessões com perfil maduro, com forte geração de caixa</li> <li>✓ Liquidez confortável para pagamento da dívida financeira até 2027</li> <li>✓ Baixa alavancagem</li> <li>✓ <i>Capex</i> de baixa complexidade e diluído ao longo da concessão</li> <li>✓ Setor com alta previsibilidade de geração de caixa</li> <li>✓ Acionistas relevantes e comprometidos com o crescimento da companhia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>x Possível aumento de alavancagem devido à distribuição de dividendos</li> <li>x Risco regulatório</li> </ul>	Moderada
Intervias	Concessão Rodoviária	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Rodovia madura com longo histórico operacional e baixa necessidade de <i>capex</i> para obras (basicamente manutenção)</li> <li>✓ Perfil da dívida alongado</li> <li>✓ Acionistas de grande porte financeiro</li> <li>✓ Prazo da concessão renovado por onze anos adicionais até dez/2039</li> <li>✓ Tarifas ajustadas pela inflação, garantindo geração de caixa previsível</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>x Inflação nos materiais utilizados nas obras</li> <li>x Setor sujeito à oscilações de ciclos econômicos</li> <li>x Risco regulatório</li> </ul>	Moderada
Iguá Rio de Janeiro	Saneamento	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Concessão com perfil maduro em região <i>premium</i> do Rio de Janeiro</li> <li>✓ Baixos investimentos em <i>capex</i> e com baixo risco de execução</li> <li>✓ Forte e previsível geração de caixa</li> <li>✓ Acionistas relevantes comprometidos com o crescimento da companhia</li> <li>✓ 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</li> <li>✓ <i>Funding gap</i> solucionado</li> <li>✓ A S&amp;P atribuiu o rating AAA para a nova emissão de debêntures, reiterando a alta qualidade de seu crédito.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>x Alavancagem elevada no curto e médio prazo</li> <li>x Risco regulatório</li> </ul>	Moderada

# Análise Macro

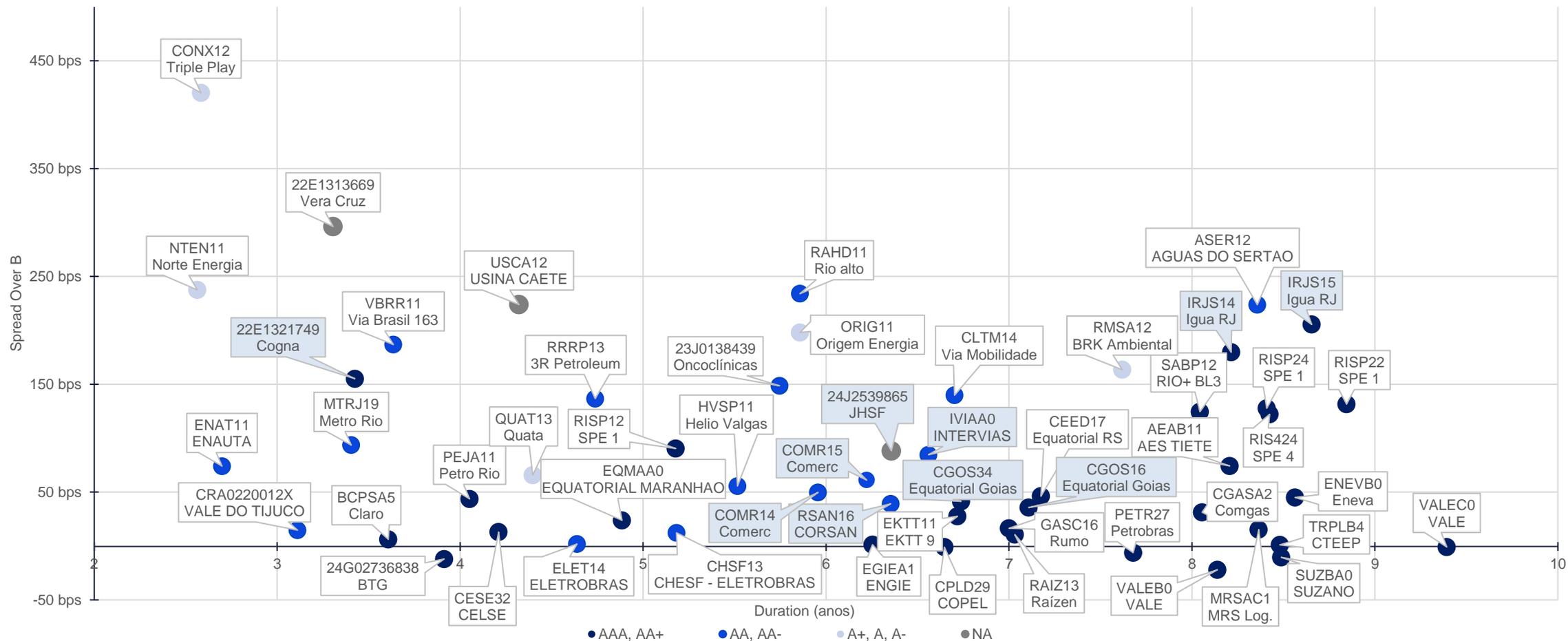


## Curvas de juros



## Prêmios de crédito indicativos

### Spread sobre a NTN-B

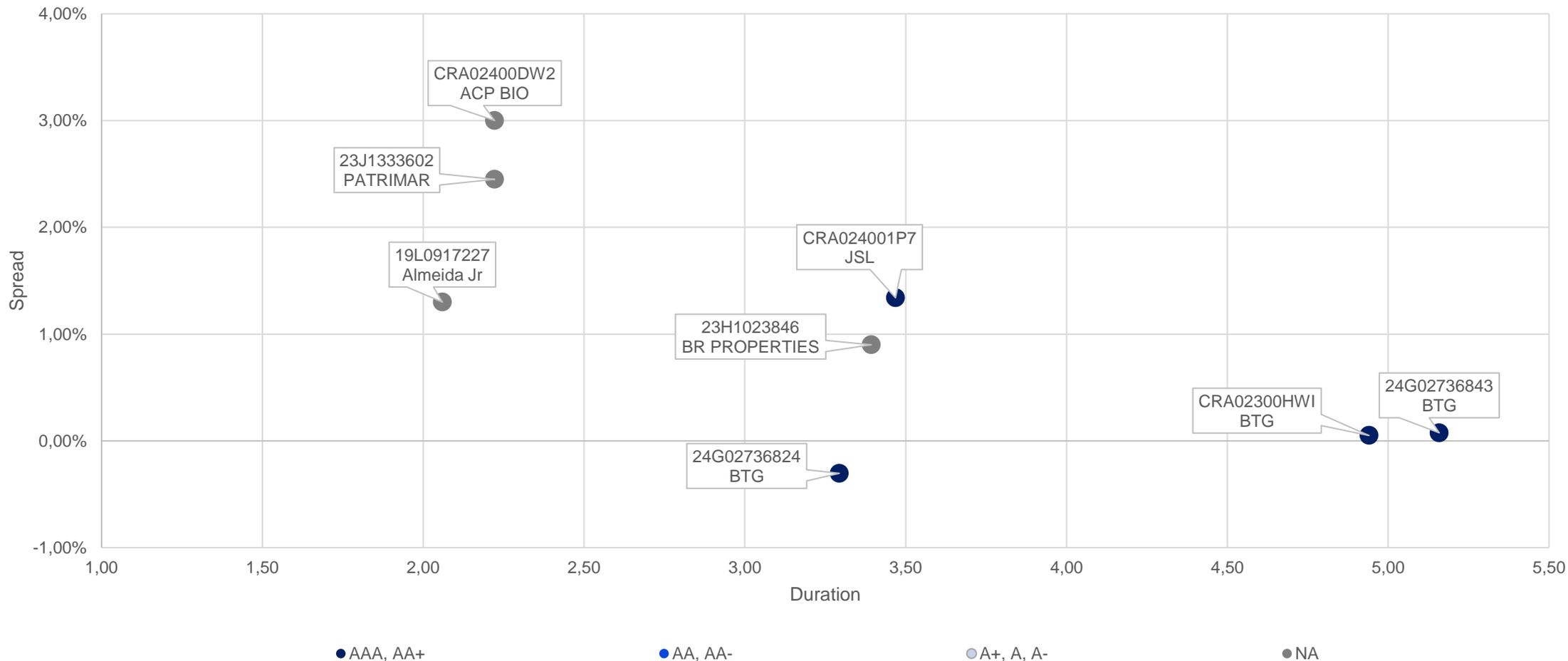


Fonte(s): Anbima, Corretoras Agências de *rating* e Economática.

Nota(s): Os títulos acima são meramente ilustrativos – e não recomendações específicas. As taxas indicativas não consistem em taxas efetivas de negociação, mas, sim, em uma referência divulgada pela Anbima.

## Prêmios de crédito indicativos

### Spread sobre CDI



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

Nota(s): Os títulos acima são meramente ilustrativos – e não recomendações específicas. As taxas indicativas não consistem em taxas efetivas de negociação, mas, sim, em uma referência divulgada pela Anbima.

## Resumo dos títulos recomendados

---



A Cogna 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 atendia a mais de 1 milhão de estudantes no ensino superior, 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

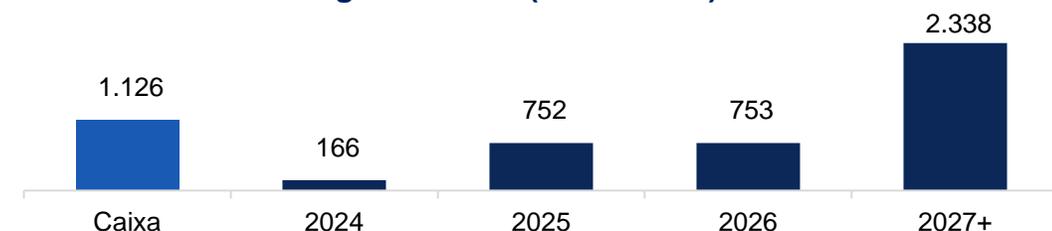
<b>Rating</b>	AA+ (Fitch)	<b>Amortização</b>	Anual (a partir de jul-28)
<b>Volume Emitido</b>	R\$ 331.000.000,00	<b>Juros</b>	Semestral (janeiro e julho)
<b>Venc. (Duration)</b>	16-jul-29 (3,5 anos)	<b>Covenant</b>	DL/EBITDA Ajust. ≤ 3,00x

**Garantia.** Não há

### Dados financeiros – Cogna (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	3T24 UDM
Receita Líquida	5.899	5.282	5.092	5.895	6.171
EBITDA recorrente	903	1.435	1.590	1.794	1.972
Margem EBITDA %	15,3%	27,2%	31,2%	30,4%	32,0%
CAPEX	(311)	(236)	(274)	(348)	(374)
Dívida Líquida	2.919	3.097	3.333	3.278	3.050
Dívida Líquida /EBITDA Covenant	3,2x	2,2x	2,1x	1,8x	1,5x
Caixa / Dívida CP	2,2x	1,9x	1,0x	1,2x	1,7x

### Perfil da dívida da Cogna – set-24 (R\$ milhões)

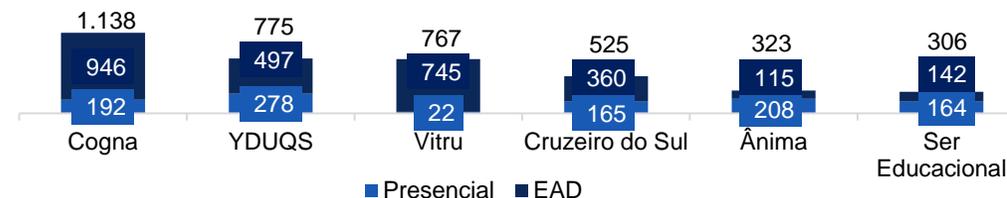


Fonte(s): Companhia(s).

### Principais destaques

- A Cogna 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 no 3T24 um crescimento de 5,8% contra o 3T23, 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 71,7% de margem Bruta (+9,5% 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) – 3T24



### Eventos Recentes

- No 3T24, o EBITDA recorrente da companhia atingiu R\$385 milhões (+26% a/a). A alavancagem da companhia caiu para 1,58x (comparada a 1,88x no 3T23), resultado das medidas de liability management, da melhora na geração de caixa e do crescimento do EBITDA recorrente. A melhora permitiu que a companhia amortizasse R\$ 301 milhões em dívidas.
- No 3T24, a companhia realizou a sua 13ª Emissão de Debêntures, no montante total de R\$ 200 milhões, a uma taxa de CDI + 1,35%. A Cogna utilizou o recurso para amortizar emissões com custo mais elevado. Agora o custo médio da companhia está em CDI + 1,82%, com duration de 28 meses.
- A companhia anunciou o encerramento de seu programa de recompra de ações divulgado em junho de 2024, adquirindo nesse período 44 milhões de ações. Na sequência a Cogna anunciou um novo plano de recompra de até 144 milhões de ações com vencimento em janeiro de 2026.

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 2,1 GW já operacionais no segmento de geração centralizada solar (70%), eólica (15%) e geração distribuída (15%), com cerca de 3 GW comercializados no 3T24 UDM. Em ago/24, a Vibra Energia adquiriu o restante dos 50% da Comerc Energia, mantendo-se como controlador majoritário.

### Características do ativo

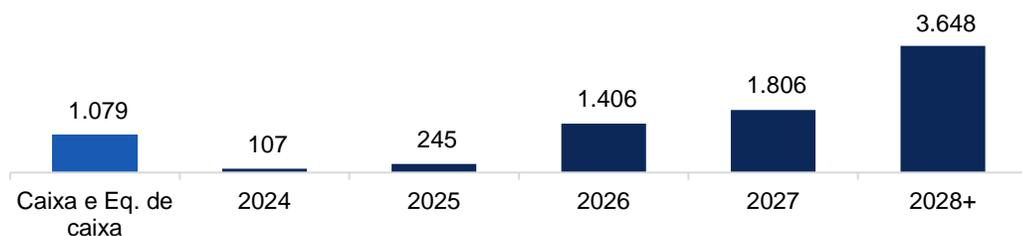
<b>Rating</b>	AAA (Moody's)	<b>Amortização</b>	Semestral (maio e novembro) / Semestral (abril e outubro)
<b>Volume Emitido</b>	R\$ 900 / 600 milhões	<b>Juros</b>	Semestral (maio e novembro) / Semestral (abril e outubro)
<b>Venc. (Duration)</b>	15-nov-38 (6,0 anos) / 15-abr-40 (6,3)	<b>Covenant</b>	DL/EBITDA ≤ 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	3T24 UDM
Receita Líquida	3.810	4.052	4.511	4.453
EBITDA Ajustado	39	247	543	847
Margem EBITDA %	1,0%	6,1%	12,0%	19,0%
CAPEX	(123)	(3.525)	(2.400)	(1.021)
Dívida Líquida	1.053	2.604	5.237	5.748
Dívida Líquida / EBITDA	27,0x	10,5x	9,6x	6,8x
Caixa / Dívida CP	4,9x	8,6x	0,3x	1,4x

### Perfil da dívida da Comerc – set-24 (R\$ milhões)

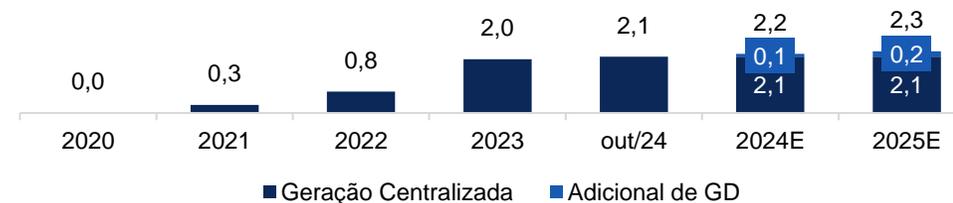


Fonte(s): Companhia(s).

### Principais destaques

- A companhia é controlada pela Vibra Energia, maior distribuidora de combustíveis do Brasil (antiga BR Distribuidora), classificada como AAA pela Moody's.
- 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 ago/23, 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 11 projetos operacionais.
- 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 set/24, o Cade aprovou a aquisição da Comerc pela Vibra Energia, consolidando seu controle acionário. A Vibra já possuía 48,7% da Comerc e adquiriu os 50% restantes por R\$ 3,52 bilhões
- Em set/24, a Comerc e a Copersucar formaram uma joint venture, dividindo igualmente o capital da Newcom, comercializadora de energia do Grupo Comerc. A Newcom atuará de forma independente no mercado livre, enquanto a Comerc seguirá operando separadamente no setor.
- Em jun/24, a Comerc anunciou o início da operação comercial da usina solar UFV Várzea, em Várzea da Palma (MG), adicionando 118MWp ao seu portfólio.
- Em jan-25, a Vibra aprovou um aumento de capital de R\$ 1,5 bilhão na Comerc, que passará a controlar 99,1% do capital votante da companhia. Com o aporte, o processo de desalavancagem que já vinha melhorando a cada trimestre, deverá acomodar de forma bem mais significativa a estrutura de capital da empresa.

A Companhia Riograndense de Saneamento (Corsan) é a principal empresa responsável pelo serviço de tratamento de água e coleta de esgoto do Rio Grande do Sul, atendendo mais de 7,3 milhões de habitantes em 317 municípios. O prazo médio ponderado pela receita de suas concessões consolidadas é de 35 anos (até meados de 2062) e determina que a companhia alcance um nível de cobertura 99% de água (97% no 3T24) e 90% de esgoto (24% no 3T24) até 2033. A Aegea, controladora da Corsan desde o início de 2023, é a maior operadora privada de saneamento do Brasil, atuando como administradora de concessões de saneamento e operando em todos os processos que abrangem o ciclo integral de água.

### Características do ativo

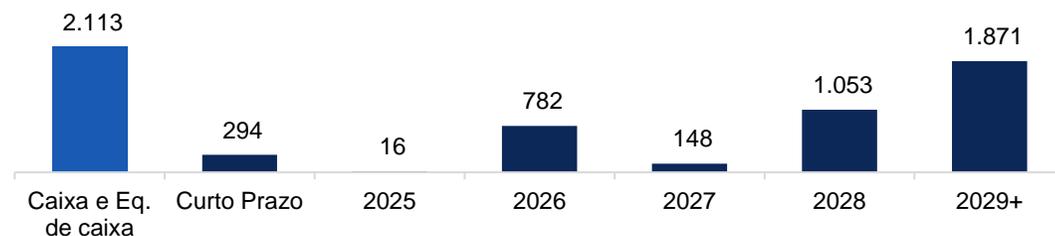
<b>Rating</b>	AA+ (S&P); AA (Fitch)	<b>Amortização</b>	Anual (a partir de set-32)
<b>Volume Emitido</b>	R\$ 709.174.000,00	<b>Juros</b>	Semestral (março e setembro)
<b>Venc. (Duration)</b>	15-set-34 (6,3 anos)	<b>Covenant</b>	DL/EBITDA ≤ 4,00x

**Garantia.** Não há

### Dados financeiros – Corsan (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	3T24 UDM
Receita Líquida (ex. construção)	2.837	3.100	3.544	3.981	4.104
EBITDA	1.606	677	1.107	793	1.294
Margem EBITDA %	56,6%	21,8%	31,4	20,0%	31,5%
CAPEX + Outorga	(414)	(476)	(619)	(818)	(1.368)
Dívida Líquida	276	419	383	1.183	1.904
Dívida Líquida /EBITDA	0,2x	0,6x	0,4x	1,5x	1,5x
Caixa / Dívida CP	2,1x	5,3x	4,4x	10,8x	8,5x

### Perfil da dívida Corsan – set-24 (R\$ milhões)

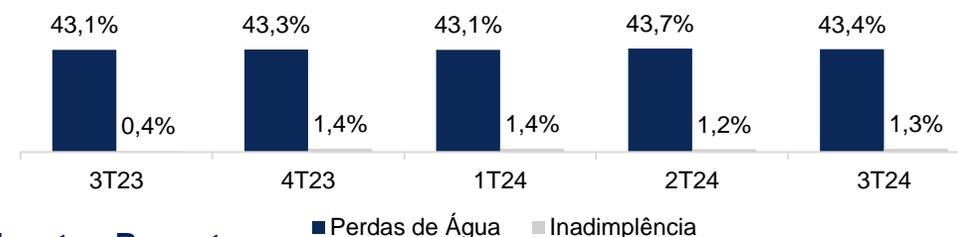


Fonte(s): Companhia(s). Nota(s): Caixa líquido dos passivos de provisões técnicas.

### Principais destaques

- Desde o início de 2023, a Aegea passou a ser a principal detentora das ações da Corsan (75%). Além de ser um acionista de grande porte financeiro e bem capitalizado – vide os seus principais controladores que são a Equipav, Itaúsa e GIC - a Aegea conta com um elevado *know-how* dentro do setor e forte histórico de *turnaround* nas companhias que adquiriu. A Aegea conta com um portfólio robusto com mais de 350 concessões, atendendo mais de 30 milhões de habitantes em 15 estados brasileiros. No 3T24 UDM, o EBITDA consolidado da Aegea foi de aproximadamente R\$ 7,1 bilhões.
- As concessões dentro do portfólio da Corsan possuem um prazo médio bastante alongado (aprox. 35 anos), além de uma parcela relevante da receita (aprox. 90%) proveniente de tarifas fixas e anualmente reajustadas pela inflação. Esse formato de contrato, bem como a maior previsibilidade de demanda e receita inerente ao setor de saneamento, permitem uma maior resiliência de fluxo de caixa da companhia.

### Índices de Perdas de Água e Inadimplência (%)



### Eventos Recentes

- No 2T24, as chuvas intensas no RS causaram desabastecimento de água, alagamentos e paralisação temporária de diversas de empresas. No entanto, a Corsan conseguiu ser menos impactada, adotando medidas como a contratação de geradores extras, a instalação de mais reservatórios e o aumento da mão de obra na região para minimizar os efeitos do evento.
- Os índices de inadimplência continuam baixos (aprox. 1,3%) e a companhia permaneceu reportando um volume crescente de economias ativas (+2% vs. 2023), bem como um maior volume de água faturado (+2% vs. 2023) e as perdas relativamente estáveis (43%).
- Gastos emergenciais das enchentes de abril e maio somaram R\$ 194 milhões. A Corsan acionou apólices de seguro com cobertura de R\$ 231 milhões para danos materiais e lucros cessantes, e R\$ 75 milhões para responsabilidade civil, já em processo de regulação.

A JHSF é uma incorporadora fundada em 1972, líder em empreendimentos voltados ao público de alta renda no Brasil. A empresa se destaca tanto no desenvolvimento quanto na administração de projetos exclusivos e inovadores, proporcionando aos clientes experiências únicas e gerando uma alta percepção de valor. O grupo possui atuação nos segmentos de Incorporação, Shoppings Centers (9 shoppings), Hospitalidade e Gastronomia - H&G (10 hotéis, 36 restaurantes e 9 bares), Aeroporto, Locação Residencial e Clubes e Varejos. A companhia é conhecida por marcas e empreendimentos como Shopping Cidade Jardim, Fasano, Fazenda Boa Vista e Catarina Fashion Outlet, referências no mercado de luxo. O principal *business* do grupo é o de Shoppings (aprox. 34% do EBITDA), que atualmente conta com um portfólio de marcas de luxo exclusivas, ABL total de 190 mil m<sup>2</sup> e taxa de ocupação média de 96%. A segunda linha de negócio mais relevante é a de incorporação, com aproximadamente 30% do EBITDA.

## Características do ativo

<b>Rating</b>	Não há	<b>Amortização</b>	Anual (a partir de out-32)
<b>Volume Emitido</b>	R\$ 560.851.000,00	<b>Juros</b>	Semestral (abril e outubro)
<b>Venc. (Duration)</b>	16-out-34 (6,6 anos)	<b>Covenant</b>	DL / PL ≤ 0,6

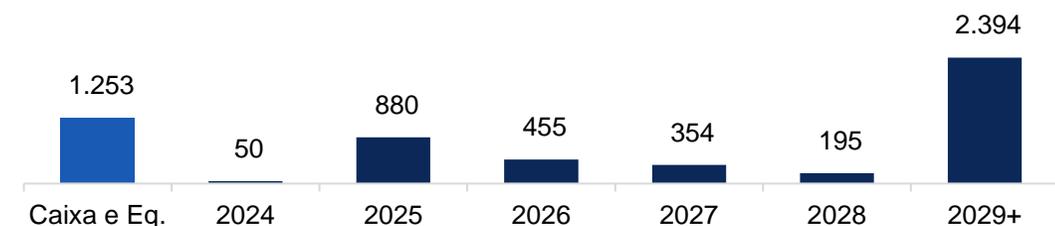
**Garantia.** (i) AF de 95% de imóveis que compõem o complexo São Paulo Catarina Aeroporto Executivo Internacional. (ii) AF de todas as ações de emissão da SPE.

## Dados financeiros – JHSF (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	3T24 UDM
Receita Líquida	1.158	2.007	1.936	1.593	1.545
EBITDA Ajustado	687	1.215	932	689	716
Margem EBITDA %	59,3%	60,5%	48,1%	43,2%	46,3%
CAPEX	(303)	(566)	(569)	(1.027)	(1.245)
Dívida Líquida <sup>1</sup> (covenant)	(13)	284	1.229	1.593	1.686
Dívida Líquida <sup>1</sup> / PL (covenant)	-0,3%	6,3%	23,8%	30,5%	29,6%
Dívida Líquida <sup>2</sup> / EBITDA (reportado)	0,3x	-0,1x	0,7x	1,3x	1,7x
Caixa / Dívida CP	2,7x	4,1x	6,8x	2,4x	1,4x

Nota(s): 1: Para o cálculo da dívida líquida (covenant), a companhia considera empréstimos e financiamentos, descontado o caixa, disponibilidades, aplicações financeiras, TVM, dívida conversível e contas a receber (circulante); 2: Para a alavancagem reportada pela companhia, considera-se, adicionalmente, o contas a receber não circulante.

## Perfil da dívida da JHSF – set-24 (R\$ milhões)

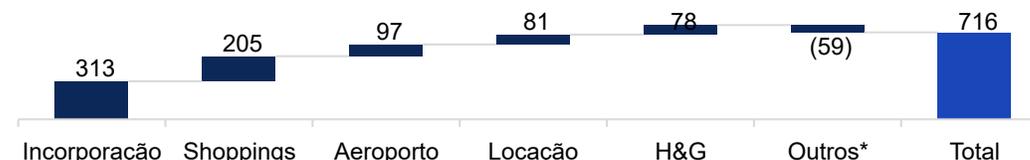


Fonte(s): Companhia(s)

## Principais destaques

- O modelo de negócio da JHSF é dividido em dois segmentos principais: renda recorrente e incorporação. No segmento de renda recorrente, destaca-se a consistência de fluxo de caixa proveniente das operações de shopping centers, hospitalidade e aeroportos. Já no segmento de incorporação, a companhia atua em todas etapas de incorporação imobiliária desde a avaliação de oportunidades de negócios, aquisição de terrenos, desenvolvimento de projetos, licenciamento e vendas.
- O grupo possui um forte histórico em incorporações, de forma que além do portfólio atual de shoppings que estão todos operacionais, o grupo está investindo para criação de outros 4 shoppings e expansão do Catarina Outlet já em funcionamento. Em Incorporação, a companhia tem como foco lançar de forma seletiva projetos residenciais de alto padrão, em terrenos que já fazem parte do landbank. Desde 2006 a companhia lançou R\$ 19,7 bi de VGV e possui um landbank com área potencial total de R\$ 35 bi.
- Com localização premium e foco no público de alta renda, a JHSF concentra seu portfólio nas principais regiões comerciais do Brasil, especialmente em São Paulo. Essa estratégia reduz a sensibilidade do grupo a ciclos econômicos negativos, dado o maior poder de consumo de seu público-alvo.

## Composição do EBITDA Ajustado – 3T24 UDM



Nota(s): Em \*Outros consideramos o EBITDA dos segmentos de Varejo, Capital e Holding

## Eventos Recentes

- A companhia divulgou a prévia operacional de seus resultados do 4T24 e apresentou um crescimento de vendas totais em seus shoppings de 19,7% t/t e 20% a/a, com taxa de ocupação de 99,2%, SSS +13,2% t/t e SSR +15,3% t/t. Seu aeroporto executivo reportou +35% t/t na quantidade de movimentos e +41% t/t na quantidade de litros abastecidos. Considerando aeroportos que atendem a aviação executiva, o aeroporto da companhia é o segundo maior em movimentos domésticos.
- A companhia concluiu a venda de 32,5% do Shops Faria Lima à XP Malls por cerca de R\$ 299 milhões, sendo R\$ 179 milhões ao longo do desenvolvimento do projeto e conversão de R\$ 120 milhões de CRI em participação. Com área bruta locável de 8.500 m<sup>2</sup>, dos quais 6.343 m<sup>2</sup> permanecerão sob controle da JHSF, o empreendimento reforça sua posição no mercado de luxo e inovação.

A Concessionária de Rodovias do Interior Paulista S.A. (Intervias) é responsável pela operação de 380,3 km que abrangem 19 municípios da região centro-norte do Estado de São Paulo, incluindo Itapira, Mogi-Mirim, Limeira, Piracicaba, Araras, Rio Claro, Casa Branca, Porto Ferreira e São Carlos. A região abrange uma população de 1,7 milhões de habitantes, importantes universidades públicas e indiretamente interligando rotas para o Aeroporto de Viracopos e o Porto de Santos. A economia regional contempla commodities agrícolas (cana-de-açúcar, café, laranja, etanol), complexos industriais (empresas automotivas, usinas de cana-de-açúcar, Nestlé, Whirpool e Tigre) e setores de serviços e turismo. A companhia pertence ao Grupo Arteris (100%), uma das maiores operadoras de concessões rodoviárias do país, que por sua vez tem como acionistas a Brookfield e a Abertis. Mediante um reequilíbrio em jan/24, a Intervias teve seu prazo de concessão estendido em 11 anos adicionais até Dez/2039.

### Características do ativo

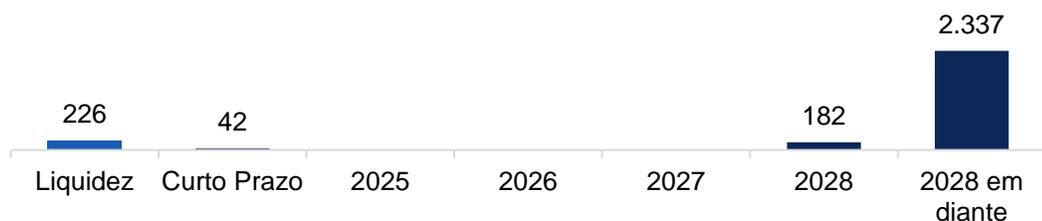
<b>Rating</b>	AAA (S&P)	<b>Amortização</b>	Semestral (a partir de mai-28)
<b>Volume Emitido</b>	R\$ 2.500.000.000,00	<b>Juros</b>	Semestral (maio e novembro)
<b>Venc. (Duration)</b>	15-mai-38 (6,9 anos)	<b>Covenant</b>	DL/EBITDA Ajust. ≤ 4,50x (2024 - 2027)

**Garantia.** Não há

### Dados financeiros – Intervias (R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023	3T24 UDM
Receita Líquida (ex construção)	417	471	547	626	694
EBITDA ajustado	348	377	441	496	566
Margem EBITDA %	83%	80%	81%	79%	81%
CAPEX	(61)	(66)	(69)	(87)	(78)
Dívida Líquida	1.072	1.057	1.230	1.062	2.269
Dívida Líquida / EBITDA Ajustado	3,1	2,8	2,8	2,1	4,0
Caixa / Dívida CP	1,0	2,1	0,5	0,2	4,9

### Perfil da dívida da Intervias – set-24 (R\$ milhões)

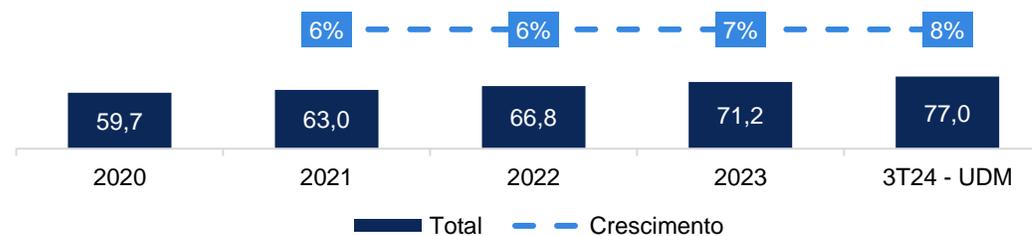


Fonte(s): Companhia(s)

### Principais destaques

- Em jan/24 foi celebrado Termo Aditivo e Modificativo (TAM 01/24) prorrogando o prazo da concessão em 11 anos até dez/39, encerrando ações judiciais referentes ao TAM 2006, e equacionando desequilíbrios entre créditos e débitos das concessionárias Autovias, Centrovias e Vianorte (Intervias). O reequilíbrio não prevê outorga adicional nem reajuste tarifário extraordinário, enquanto que os investimentos adicionais previstos de R\$3bi contemplam primariamente manutenção.
- O crescimento de receita e EBITDA foi impulsionado pelo aumento do tráfego de veículos, com alta de 8,1% no ano até set/24, e pela elevação da tarifa média, que atingiu R\$10,04 no 3T24, alta de 4,3% a/a refletindo inflação do período. A Intervias mantém margem EBITDA próxima de 81%, refletindo seu alto grau de maturidade.

### Performance do tráfego (milhões de veículos equivalentes – VEQ)



### Eventos Recentes

- Em mai/24, a Intervias reperfilou integralmente seu endividamento com a emissão de R\$2,5bi da debênture incentivada IVIAA0, permitindo a subida de recursos para a holding Arteris e recalibrando sua estrutura de capital. Fluxos adicionais de recursos para a holding são limitados pelos covenants ICSD e de alavancagem da debênture.
- Em set/22, a companhia firmou com o Estado de SP o Acordo Preliminar, conforme TAM 03/2022, estabelecendo as bases para o TAM Definitivo, visando encerrar as disputas judiciais referentes à anulação dos TAMs de 2006 e resolver os passivos e ativos regulatórios das concessionárias Vianorte, Autovias e Centrovias (Intervias).
- O TAM Definitivo foi assinado em jan/24, prevendo a extensão do prazo da concessão em 11 anos até dez/39 e encerrando a maioria das disputas (novos reequilíbrios ainda são possíveis).

A Equatorial Energia é um dos principais players privados do setor elétrico. Seus principais nichos de atuação são os segmentos de distribuição (~85%) e transmissão de energia, mas com atuação também nos setores de geração eólica e saneamento. A estratégia de negócios da companhia é calcada na consolidação de empresas do setor e na otimização das operações existentes. Na frente de distribuição, a companhia possui 7 distribuidoras que operam com exclusividade nos estados do Maranhão, Pará, Alagoas, Piauí e Goiás atendendo quase 14 milhões de clientes. A frente de transmissão de energia é composta por 9 linhas de transmissão (8 SPEs) com cerca de 3,2 mil km de extensão. A Equatorial Goiás (antiga CELG-D), foi adquirida pelo grupo em dez-22 e é responsável pela distribuição de energia elétrica para 237 municípios do estado do Goiás e mais de 7 milhões de habitantes.

### Características do ativo

<b>Rating</b>	AAA (S&P)	<b>Amortização</b>	Semestral (a partir de abril-2032) Semestral (a partir de maio-2033)
<b>Volume Emitido</b>	R\$ 720 / 950 milhões	<b>Juros</b>	Semestral (abril e outubro) Semestral (maio e novembro)
<b>Venc. (Duration)</b>	15-nov-35 (6,7 anos) / 15-mai-36 (7,4 anos)	<b>Covenant</b>	DL/EBITDA Ajust. ≤ 4,50x (Equatorial Energia)

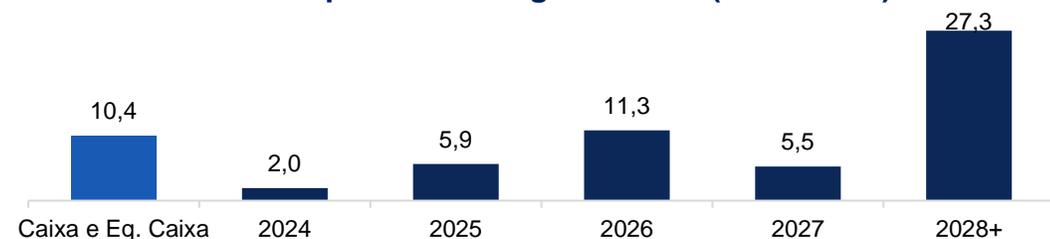
**Obs.** Fiança Corporativa da Equatorial Energia até o vencimento

### Dados financeiros – Equatorial Energia (R\$ milhões)

	2019	2020	2021	2022	2023	3T24 UDM
Receita Líquida	18.796	17.890	24.241	27.133	40.985	43.994
EBITDA Ajustado	4.056	4.764	5.428	7.077	9.801	11.515
Margem EBITDA %	21,6%	26,6%	22,4%	26,1%	23,9%	24,1%
CAPEX	(4.800)	(2.908)	(2.884)	(5.318)	(10.893)	(8.838)
Dívida Líquida	10.595	10.196	13.642	32.779	35.338	41.636
Dívida Líquida / EBITDA Ajustado	2,6x	2,1x	3,1x	4,1x	3,3x	3,6x <sup>1</sup>
Caixa / Dívida CP	3,1x	2,9x	0,8x	2,9x	2,4x	2,0x

Nota(s): 1: A alavancagem desconsidera os resultados de equivalência patrimonial proveniente da aquisição da Sabesp

### Perfil da dívida da Equatorial Energia – set-24 (R\$ bilhões)

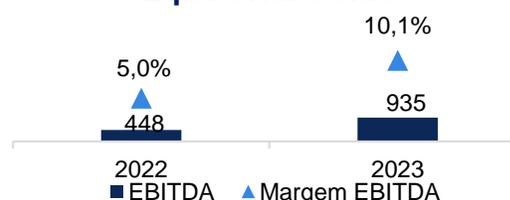


Fonte(s): Companhia(s)

### Principais destaques

- Grupo com portfólio de empresas bastante diversificado, com atuação nos segmentos de geração, transmissão e distribuição de energia e mais recentemente saneamento, o que promove também uma diversificação de sua receita. Até 2030 a Equatorial espera ser um grupo não somente de energia, mas de infraestrutura geral. Os principais contratos de distribuição possuem prazo de 30 anos em vencimentos próximos de 2030.
- Embora o grupo costume adotar uma postura agressiva de investimentos e M&A, as principais concessões do grupo já se encontram maduras e operacionais. Além disso, o forte crescimento da companhia nos últimos é justamente proveniente dos turnarounds bem-sucedidos das empresas adquiridas. A emissão conta com fiança corporativa da Equatorial Energia até o vencimento.
- A Equatorial Goiás tem focado seus investimentos para reforço e reconstrução de redes, melhoria de indicadores de qualidade (DEC e FEC), além de uma melhor gestão de contingências. Desde o início da gestão da Equatorial, a concessão obteve uma melhora de 10% no DEC, redução do gap regulatório para 0,6 p.p e aumento de R\$ 271 milhões no EBITDA.

### Dados financeiros (R\$ MM) – Equatorial Goiás



### Dados operacionais (horas) Equatorial Goiás



### Eventos Recentes

- Melhora na qualidade da operação com redução do DEC (12M) em Goiás (-1,9h) atingindo 18,5 (regulatório 11,4) e perdas (12M) em 11% (regulatório 12,3%). Em renováveis entrada em operação dos complexos solares Ribeiro Gonçalves e Barreiras com geração de 100,2 e 126 GWh respectivamente. No 3T24 EBITDA ajustado por efeitos não recorrentes e VNR da Equatorial Goiás atingiu R\$ 622,2 milhões.
- A Equatorial Energia adquiriu 15% de participação na Sabesp e se tornou a investidora estratégica na companhia de saneamento de São Paulo. O valor de aquisição foi de R\$ 6,87 bilhões (integralmente pago), que foi financiado por meio de uma nota comercial emitida jul-24 (R\$ 5,6 bilhões) e por meio de um follow on de subscrição privada (R\$ 2,5 bilhões). Considerando a participação na Sabesp, a Equatorial obterá um acréscimo no EBITDA (12 meses) de R\$ 1,4 bilhões, o que levaria a alavancagem para 3,2x.

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

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

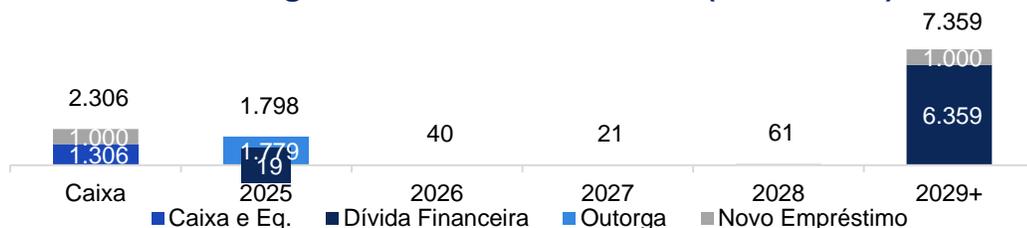
**Garantia.** Fiança; AF de 100% das ações da Emissora; CF de direitos creditórios e CF das CVs

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	1.561	1.844	2.090	2.084
EBITDA	493	604	920	1.106	1.258
Margem EBITDA %	44,2%	48,4%	59,8%	63,0%	64,8%
CAPEX	(243)	(314)	(305)	(335)	(141)
Dívida Líquida	5.111	6.034	8.396	8.815	8.827
ICSD	6,3x	5,8x	1,6x	1,2x	1,3x
Fluxo de Caixa Livre	(1.004)	(51)	344	263	387

### Perfil da dívida da Iguá Rio de Janeiro – set-24 (R\$ milhões)

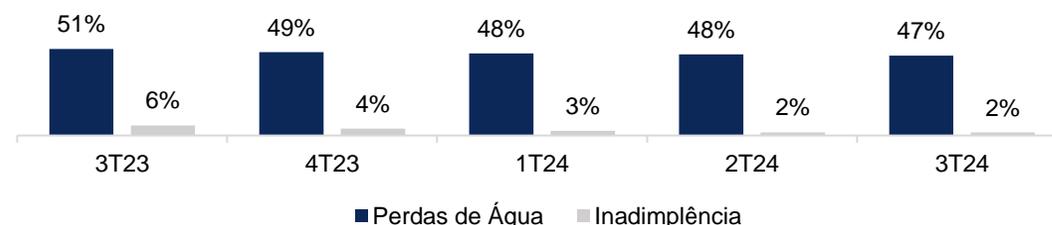


Fonte(s): Companhia(s). Consideramos o novo empréstimo realizado em jun/24 no valor de R\$ 1,02 bilhão obtido junto ao BTG e Caixa Econômica Federal.

### 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.

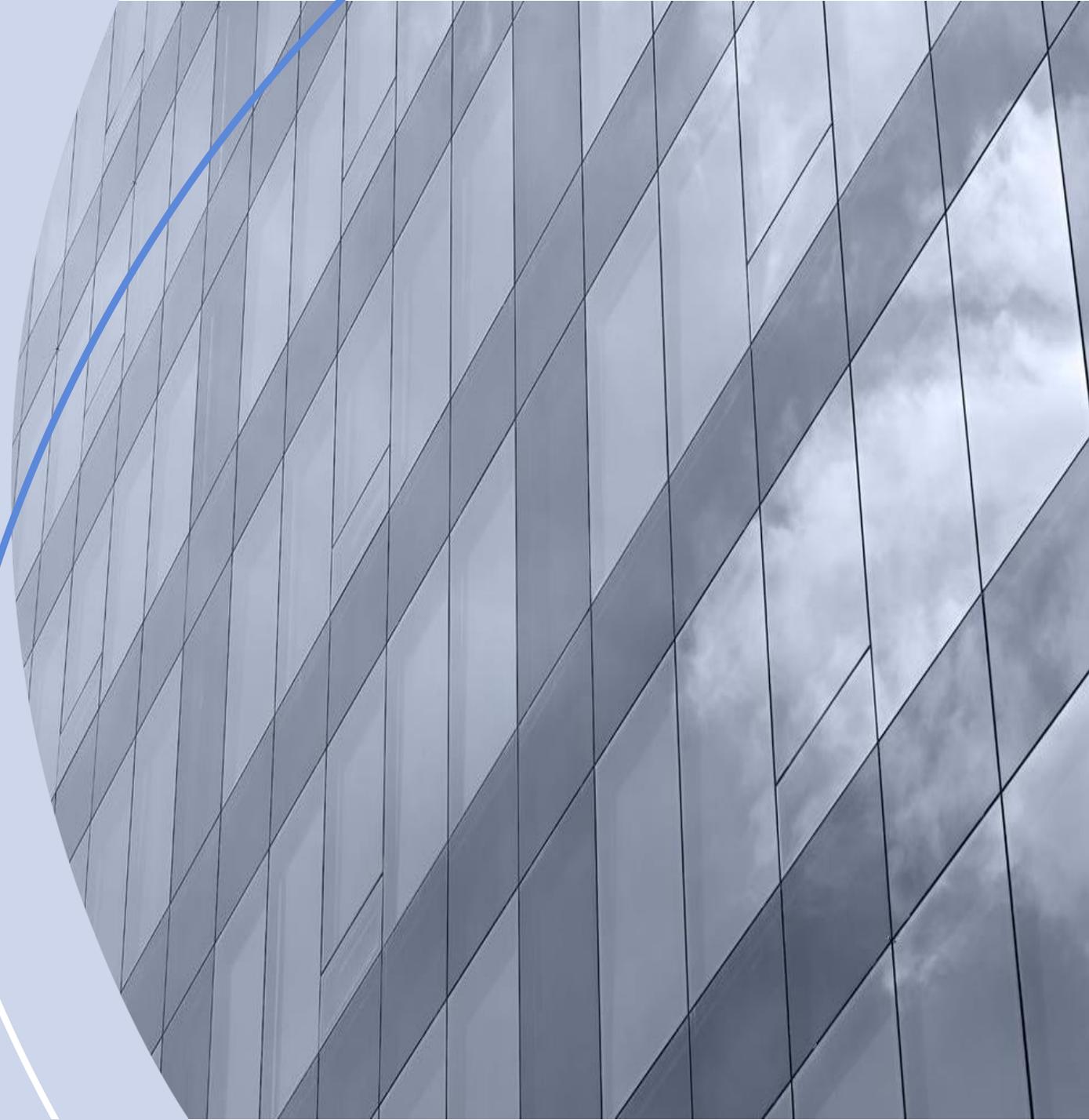
### Índices de Perdas de Água e Inadimplência (%)



### Eventos Recentes – Iguá Rio de Janeiro

- Em dez/24, a Iguá Rio de Janeiro reajustou a tarifa de fornecimento de água, coleta e tratamento de esgoto em 11,49% com base no IPCA acumulado.
- No dia 20 de agosto a Iguá anunciou a contratação de financiamento de R\$ 1,02 bilhão no âmbito do programa Saneamento Para Todos para um prazo de 24 anos a um custo de TR+8.20%, marcando assim a conclusão do plano de financiamento de longo prazo da concessão. A Iguá recebeu um primeiro desembolso de R\$510,1mi no dia 28 de outubro, englobando reembolso de investimentos já realizados e antecipação de investimentos para os próximos 6 meses. O restante dos recursos serão desembolsados conforme o avanço das obras.
- Na Iguá Rio de Janeiro o EBITDA totalizou R\$ 454,5 milhões nos 9M24, um aumento de 21% em relação aos 9M23. A companhia atribui à melhora a: i) a expansão da rede de atendimento e dos volumes faturados, ii) a maior eficiência operacional e gestão comercial mais eficaz, e iii) ao reajuste tarifário ocorrido em novembro de 2023, de 10,7%.

# Metodologia e anexos



## Critérios de seleção dos ativos

O Top Picks – Títulos Incentivados de Crédito Privado considera debêntures incentivadas, certificados de recebíveis do agronegócio (CRA) e certificados de recebíveis imobiliários (CRI) que, na nossa visão, possuem pontos de entrada atrativos e boa relação risco-retorno-liquidez para investidores qualificados pessoa física. Na medida do possível, manteremos 5 ativos atrelados ao IPCA e 3 ativos atrelados ao CDI. Dada a ausência de títulos corporativos prefixados, entendemos que essa parcela da carteira possa ser preenchida com títulos públicos e/ou bancários.

Embora muitos dos emissores no *Top Picks* já estejam em nosso universo de cobertura recorrente, disponibilizamos um resumo do processo de seleção (Teses de Investimento) e um material descritivo dos ativos e emissores recomendados. Nosso time também filtra para qual tipo de estratégia um determinado título pode ser mais adequado com base em nosso mapeamento dos riscos de mercado, crédito e liquidez (ex. conservador, moderado e/ou sofisticado). Por isso, recomendamos a leitura de todo o material antes de selecionar um determinado ativo para a composição de uma carteira de crédito privado.

- **Risco de mercado.** Os ativos são selecionados com base nos *calls* do nosso time de macroeconomia e estratégia (ex. relatórios Asset Strategy e Curva de Juros). No entanto, podem haver situações nas quais julgamos que o prêmio de crédito de um determinado emissor permitam alocações táticas (ex. títulos com *duration* superior ou inferior à indicada por nosso time de macroeconomia, mas que possuem um prêmio de crédito que justifique um desvio da alocação estratégica).
- **Risco de crédito.** O processo de análise do risco de crédito dos emissores leva em consideração a visão do nosso time sobre (i) a situação atual e perspectivas de evolução das métricas de crédito de um determinado emissor, (ii) prêmio de crédito ofertado no mercado secundário e comparação com outros emissores do mesmo setor e/ou faixa de *rating*. Além do *rating* do emissor,
- **Risco de liquidez.** Nosso time utiliza alguns filtros adicionais para selecionar títulos que possuem boa negociabilidade no mercado secundário. Os principais critérios adotados são: (i) tamanho da emissão, (ii) número de dias de negociação nos últimos 30 dias e/ou (iii) existência de outros títulos do mesmo emissor no mercado secundário.

## Como utilizar esse conteúdo para alocação

- **Leitura completa:** Reiteramos a importância da **leitura completa deste relatório** antes de qualquer alocação, afim de obter maior compreensão acerca dos ativos selecionados e da **metodologia** aplicada. Este relatório foi confeccionado para servir de **guia** aos investidores que buscam alocações em ativos de crédito privado, mas estão com dúvidas sobre qual ativo está mais interessante para alocação no momento, ou para aqueles que buscam mais informações sobre o risco de crédito de algum emissor.
- **Seleção dos Ativos:** Embora seja feita uma seleção de 7-8 ativos por carteira, **não** necessariamente é preciso distribuir o investimento em **todos os ativos** escolhidos para aquele mês. Todos os ativos escolhidos são opções **independentes** entre si. No entanto, frisamos a importância da **diversificação** do portfólio, procurando **evitar concentrações elevadas** do patrimônio em um único emissor ou setor da economia.
- **Alteração dos Ativos:** A **mudança** de um ativo por outro em relação ao mês anterior, não necessariamente significa a necessidade de **venda/saída** do ativo que foi **trocado**, vide a coluna **"Recomendação para quem já possui o ativo"** na seção **Sugestão de alocação** (página 4).
- **Liquidez:** É importante ressaltar, que apesar da seleção de ativos considerar os *calls* do nosso time de macroeconomia ou eventuais oportunidades táticas por nosso time de *research*, recomendamos que as escolhas de **prazo** dos investimentos também estejam em linha com as **necessidades de tempo e liquidez** de cada investidor.

## Glossário

- **Anbima:** Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. A associação atua como entidade auto reguladora voluntária e representa as instituições do mercado de capitais brasileiro.
- **Curva de DI Futuro:** principal referência para mostrar a expectativa do mercado em relação aos próximos movimentos do Banco Central e ao futuro das taxas SELIC e CDI. Para cada prazo, a curva indica a taxa média esperada entre a data atual e a data de vencimento (retorno ao ano).
- **Curva de Tesouro IPCA+ (NTN-B):** reflete a expectativa do mercado em relação as taxas de DI Futuro já descontadas as expectativas de inflação (IPCA). Para cada prazo, essa curva indica a taxa real média esperada entre a data atual e a data de vencimento (retorno real ao ano). As taxas dessa curva vêm dos títulos Tesouro IPCA+.
- **Duration:** prazo médio de recebimento dos fluxos de caixa de um título de renda fixa. A *duration* é bastante utilizada como indicador de risco, pois mensura a sensibilidade do preço de um determinado título frente a uma variação na sua taxa de juros. Quanto maior a *duration*, mais sensível o será preço do papel.
- **Inflação implícita:** diferença entre as taxas das curvas de DI Futuro e de Tesouro IPCA+ (NTN-B). A inflação implícita mede a inflação média projetada pelo mercado para um determinado prazo.
- **Taxas indicativas Anbima:** taxas resultantes do processo de coleta realizado pela Anbima junto aos participantes do mercado. Essas taxas não consistem em taxas efetivas de negociação, mas, sim, em uma referência divulgada pela Anbima. Todos os dados sobre títulos privados nesse relatório consideram as taxas divulgadas pela associação.
- **Tesouro IPCA+ (NTN-B) de referência:** título público utilizado como referência para um papel privado de prazo (*duration*) similar. Uma medida muito utilizada pelo mercado para mensurar o risco de crédito é o *spread* – diferença de taxas entre um título privado atrelado à inflação e sua NTN-B de referência.

## Disclaimer

### Analyst Certification

Cada analista responsável integralmente ou parcialmente pelo conteúdo desse relatório de pesquisa e certifica que:

(i) todas as opiniões expressas refletem precisamente sua visão pessoal sobre os ativos ou títulos citados no relatório, sendo qualquer recomendação preparada de maneira independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas;

(ii) Nenhuma parcela de sua remuneração foi, é ou será relacionada a recomendações específicas ou opiniões expressas neste relatório de análise.

Analistas de valores mobiliários que contribuíram para esse relatório não estão registrados / qualificados como analistas de valores mobiliários junto a NASD e NYSE e portanto não estão sujeitos às restrições contidas nas regras da NASD e da NYSE relacionadas a comunicação com companhias cobertas, aparições em público e negociação de ativos mantidos em suas contas.

Parte da compensação do analista advém do lucro do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou suas afiliadas, conseqüentemente, receitas advém de transações realizados pelo Banco BTG Pactual e/ou suas afiliadas.

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

### Disclosures das Companhias

Cogna  
Comerc  
Corsan  
JHSF  
Intervias  
Equatorial Goiás  
Iguá Rio de Janeiro

1. Nos últimos 12 meses, Banco BTG Pactual S.A., suas afiliadas ou subsidiárias receberam compensação por serviços de banco de investimentos desta companhia.
2. Banco BTG Pactual S.A, suas afiliadas ou subsidiárias, esperam receber ou buscam compensação por serviços de banco de investimento e/ou de outras áreas de negócios desta companhia nos próximos três meses.
3. Nos últimos 12 meses, Banco BTG Pactual S.A, suas afiliadas ou subsidiárias, receberam compensação por produtos e serviços prestados a esta companhia.
4. Esta companhia é ou foi, nos últimos 12 meses, cliente do Banco BTG Pactual S.A., e serviços de banco de investimento estão sendo ou foram providos.
6. Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas recebem compensação por serviços prestados ou apresentam relações comerciais com a companhia objeto, entidade ou pessoa, entidade ou fundos que representem os mesmos interesses da companhia/entidade.
9. Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão desta companhia nos últimos 12 meses.
17. Cada analista responsável pelo conteúdo integral ou parcial desse relatório de pesquisa certifica que:  
- suas recomendações refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais, e que foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A.;
18. Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas não possuem participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% (um por cento) em uma ou mais classe de ações de emissão desta companhia.
19. Banco BTG Pactual S.A.suas afiliadas ou subsidiárias não coordenaram oferta pública de ativos da companhia.
20. Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas não atuam como formador de Mercado de ativo de emissão desta companhia.
21. Nos últimos 12 meses, Banco BTG Pactual S.A., suas afiliadas ou subsidiárias não receberam compensação por serviços de banco de investimentos desta companhia.
22. Banco BTG Pactual S.A, suas afiliadas ou subsidiárias, não esperam receber compensação por serviços de banco de investimento e/ou de outras áreas de negócios desta companhia nos próximos três meses.

## Disclaimer

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição somente no Brasil, sob circunstâncias permitidas pela regulamentação vigente. BTG Pactual S.A. é o responsável pela distribuição desse relatório no Brasil. Nada nesse relatório constitui indicação de que a estratégia de investimento ou recomendações aqui citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Este relatório possui caráter informativo, não constitui material promocional e não foi produzido como uma solicitação de compra ou venda de qualquer ativo ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição. Os dados que aparecem nos gráficos referem-se ao passado, a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Os preços e demais informações contidas neste relatório são críveis e dignas de confiança na data de publicação do mesmo e foram obtidas de uma ou mais das fontes que seguem: (i) fontes expressas ao lado da informação; (ii) preço de cotação no principal mercado regulado do valor mobiliário em questão; (iii) fontes públicas confiáveis; ou (iv) base de dados do BTG Pactual S.A.

Nenhuma garantia ou declaração, tanto expressa quanto implícita, é provida em relação à exatidão, abrangência ou confiabilidade das informações aqui contidas, com exceção das informações referentes ao BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas. Também não tem o intuito de ser uma declaração completa ou um resumo sobre os ativos, mercados ou estratégias abordados no documento. Em todos os casos, investidores devem conduzir suas próprias investigações e análises antes de proceder ou deixar de proceder qualquer ação relacionada aos valores mobiliários analisados neste relatório.

BTG Pactual S.A. não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. BTG Pactual S.A. tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. BTG Pactual S.A. não tem obrigações fiduciárias com os destinatários deste relatório e, ao divulgá-lo, não apresenta capacidade fiduciária.

O presente relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício do seu próprio julgamento. Opiniões, estimativas e projeções expressas aqui constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data na qual foi preparada e por isso, está sujeito a mudanças sem aviso e pode diferir ou ser contrário a opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual, BTG Pactual S.A. e suas afiliadas ou subsidiárias como resultado do uso de diferentes hipóteses e critérios.

Preços e disponibilidade de instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a mudanças sem aviso.

A análise contida aqui é baseada em diversas hipóteses. Diferentes hipóteses podem ter resultados substancialmente diferentes.

Os analistas responsáveis pela preparação deste relatório podem interagir com a mesa de operações, mesa de vendas e outros departamentos, com o intuito de reunir, sintetizar e interpretar informações de mercado. BTG Pactual S.A. não está sob a obrigação de atualizar ou manter atualizada a informação contida neste relatório.

BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

Os ativos mencionados neste relatório podem não estar disponíveis para venda em todas as jurisdições ou para certas categorias de investidores. Opções, derivativos e futuros não são adequados a todos os investidores e a negociação desses tipos de instrumentos é considerada arriscada. Hipotecas e ativos lastreados em títulos de crédito podem envolver alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta às taxas de juros ou outras variáveis de mercado. Performance passada não é indicação de resultado futuro. Se um instrumento financeiro é cotado em uma moeda que não a do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar de forma adversa o valor, o preço ou o retorno proveniente de qualquer ativo mencionado nesse documento e o leitor deve considerar o risco relacionado ao descasamento de moedas.

Este relatório não leva em consideração objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades especiais de nenhum investidor em particular. Investidores devem buscar orientação financeira baseada em suas particularidades antes de tomar qualquer decisão de investimento baseadas nas informações aqui contidas. Para recomendações de investimento, execução de ordens de negociação ou outras funções correlacionadas, os clientes devem contatar seus representantes de vendas locais. O BTG Pactual S.A., suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do presente relatório.

Qualquer preço apresentado neste relatório possui caráter informativo e não representa avaliação individual do valor de mercado do ativo ou outro instrumento. Não há garantias de que qualquer transação pode ou pôde ter sido efetuada nos preços apresentados neste relatório. Os preços eventualmente apresentados não necessariamente representam os preços contábeis internos ou os preços teóricos provenientes de avaliação por modelos do BTG Pactual S.A. e podem estar baseados em premissas específicas. Premissas específicas assumidas pelo BTG Pactual S.A. ou por terceiros podem ter resultados substancialmente diferentes.

Este relatório não pode ser reproduzido ou distribuído por qualquer outra pessoa, parcialmente ou em sua totalidade, sem o prévio consentimento por escrito do BTG Pactual S.A.. Informações adicionais acerca dos instrumentos financeiros mencionados nesta apresentação estão disponíveis sob consulta, as dúvidas devem ser encaminhadas para BTG Pactual CTVM S.A. (+55 11 3383-2222), Avenida Brigadeiro Faria Lima, 3477, 14º andar, São Paulo, SP, Brasil, 04538-133.



**btg** pactual