

Top Picks

Debêntures Incentivadas, CRIs e CRAs – Abril 2024

22 de abril, 2024

Credit Research Team

Ciro Matuo, CNPI
+55-11-3073-3049
Ciro.matuo@itaubba.com

Barbara Rocha, CNPI
+55-11-3073-3349
Barbara.rocha@itaubba.com

Akinori Hieda, CNPI
+55-11-3073-3319
Akinori.hieda@itaubba.com

Arthur Almeida Neto, CNPI
+55-11-3073-3042
Arthur.almeida@itaubba.com

Paula Toute, CNPI
+55-11-3073-3027
Paula.toute@itaubba.com



Títulos Seleccionados

Top Picks Incentivadas IPCA e CDI (Debêntures, CRIs e CRAs) – Abril 2024

IPCA

Curto (NTN-B 2025 a 2028)

Investidor em Geral:

- RUMOA2 / Rumo / Logística / AAA
- CRA02300W3P / Atacadão / Varejo / AAA

Investidor Qualificado:

- CRA020002GZ / BRF / Proteínas / AA+
- ETBA12 / ETB / Transm. Energia / AAA

Intermediário (NTN-B 2028 a 2032)

Investidor em Geral:

- CBAN12 / Rota das Bandeiras/ Rodovias/ AAA
- CBAN72 / Rota das Bandeiras/ Rodovias/ AAA
- RISP12 / Águas do Rio 1 / Saneamento / AA+

Investidor Qualificado:

- 22C1362141 / Mateus / Varejo/ AAA
- CRA0220079D / BRF / Proteínas / AA+
- RISP14 / Águas do Rio 1 / Saneamento / AA+
- HARG11 / Holding Araguaia / Rodovias / AAA

Longo (NTN-B 2032 a 2045)

Investidor em Geral:

- RUMOB5 / Rumo/ Logística / AAA
- CMIN22 / CSN Mineração / Mineração / AAA

Investidor Qualificado:

- 21K0001807 / Rede D'Or / Saúde / AAA
- CRA022008ND / Raízen / Sucroenergético/ AAA

CDI

Investidor em Geral:

- 22J0344557 / Smartfit/ Consumo / AA
- 23C0247702 / Localiza/ Rent-a-Car / AAA

Investidor Qualificado:

- CRA0220079B / BRF / Proteínas / AA+
- 23H1191899 / Raia Drogasil / Varejo / AAA

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

Metodologia de Seleção da Carteira

Os *Top Picks* de incentivadas reúnem títulos isentos de imposto de renda que negociam a taxas que, em nossa visão, constituem bons pontos de entrada e montagem de posições de mais longo prazo. Partindo de uma base contendo os papéis oferecidos ao mercado pelas principais corretoras (com ou sem precificação pela ANBIMA), visamos selecionar opções de títulos com diferentes prazos, cujas devedoras apresentem um forte perfil de crédito e uma boa relação de risco-retorno.

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

Critérios adicionais. Adotamos critérios adicionais, como: i) reporte trimestral de resultados pela devedora ou garantidora dos papéis; ii) para projetos, preferimos títulos com a garantia de uma holding de baixo risco de crédito por todo o prazo do papel ou então emissores que possuam histórico relevante de operação ou alavancagem controlada; iii) saldo em circulação acima de R\$ 150 milhões.

IPCA ou CDI ?

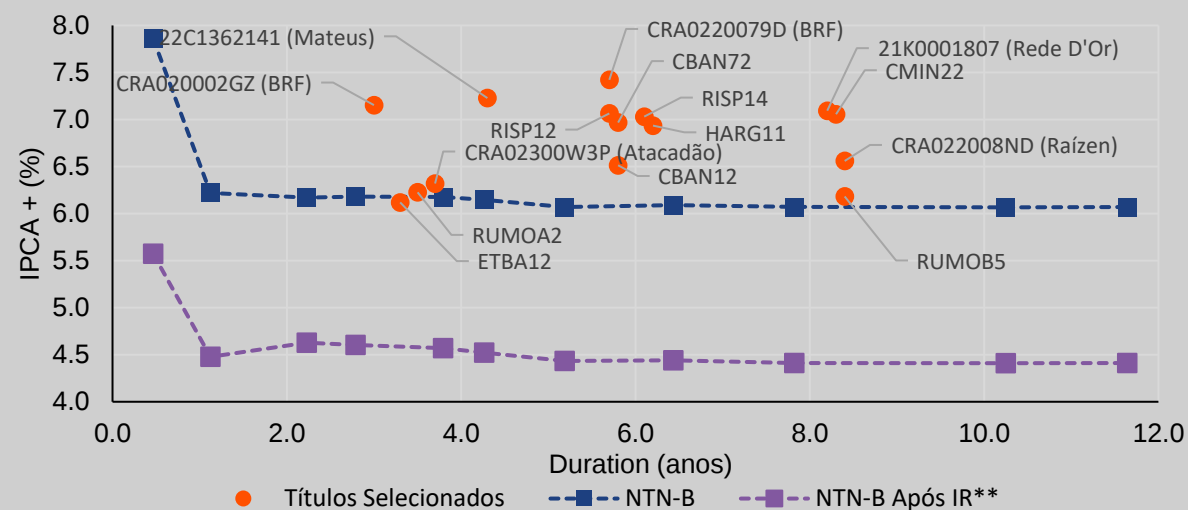
Todos os títulos selecionados no relatório possuem o benefício de isenção de imposto de renda para a pessoa física, porém podem servir a propósitos diferentes dentro da carteira de cada investidor:

- Títulos em IPCA são interessantes para o investidor que deseja investir com ganho real (acima da inflação), mas sabendo que seu título poderá sofrer com a marcação a mercado até o vencimento.
- Títulos em CDI fazem sentido para o investidor que quer ter parte do seu portfólio em títulos pós-fixados, com menos exposição à marcação a mercado, porém com uma rentabilidade ainda acima dos títulos públicos.

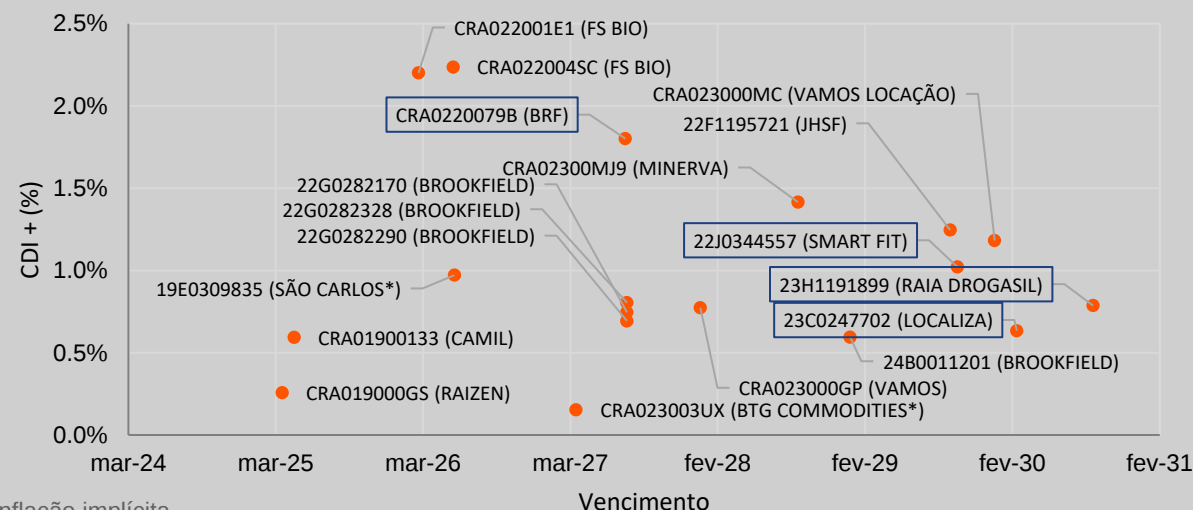
Ainda que o universo de papéis incentivados atrelados ao CDI seja menor do que o IPCA, neste relatório buscamos trazer alternativas para os dois tipos de indexadores, com diferentes prazos de modo que o investidor possa montar sua carteira da forma que melhor atenda às suas necessidades.

(*) Fonte: B3, Anbima. Data base: 22/04/2024. (**) rentabilidade líquida de imposto estimada com base na curva de inflação implícita.

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



Incentivados CDI – Retorno vs. Prazo



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

Como mostram as tabelas abaixo, na edição de abril selecionamos 15 títulos que oferecem taxas reais (ou seja, ganhos acima da inflação) de 6,1% a 7,4% em prazos totais entre 3,2 a 13,3 anos. Os prêmios (ou spread) acima das NTN-Bs equivalentes destes títulos chegam a atingir 125 bps (ou 1,25 p.p.). Se considerarmos a rentabilidade após a incidência de imposto de renda* (IR) sobre os títulos públicos os spreads dos títulos selecionados variam de 148 bps a 286 bps (ou 1,5 a 2,9 p.p.).

Investidor em Geral

Código B3	Devedor	Investidor	Liberado para Inv. Geral em	NTN-B de Referência	Data de Vencimento	Periodic. Juros	Prazo total (anos)	Saldo Remanesc. (R\$ MM)	Taxa Negociação (IPCA + %)	Spread vs. NTN-B Ref. (antes IR, bps.)	Spread vs. NTN-B Ref. (após IR, bps.)*	Rating Devedor (Moody's/S&P/Fitch)
CRA02300W3P	ATACADÃO (CARREFOUR BRASIL)	Geral	-	2028	15/01/2029	Semestral	4,7	205	6,3	13	167	-- / brAAA / --
RUMOA2	RUMO	Geral	-	2028	15/02/2029	Semestral	4,8	762	6,2	5	158	--/ brAAA / AAA(bra)
RISP12	AGUAS DO RIO 1	Geral	-	2032	15/01/2034	Semestral	9,7	1.759	7,1	92	251	-- / brAA+ / --
CBAN72	CONCESS. ROTA DAS BANDEIRAS	Geral	-	2032	15/07/2034	Semestral	10,2	221	7,0	83	242	--/ -- / AAA(bra)
CBAN12	CONCESS. ROTA DAS BANDEIRAS	Geral	-	2032	15/07/2034	Semestral	10,2	1.156	6,5	40	198	--/ -- / AAA(bra)
RUMOB5	RUMO	Geral	-	2035	15/12/2035	Semestral	11,7	847	6,2	11	170	--/ brAAA / AAA(bra)
CMIN22	CSN MINERAÇÃO	Geral	-	2035	15/07/2037	Semestral	13,2	727	7,1	93	253	--/ brAAA / AAA(bra)

Investidor Qualificado

Código B3	Devedor	Investidor	Liberado para Inv. Geral em	NTN-B de Referência	Data de Vencimento	Periodic. Juros	Prazo total (anos)	Saldo Remanesc. (R\$ MM)	Taxa Negociação (IPCA + %)	Spread vs. NTN-B Ref. (antes IR, bps.)	Spread vs. NTN-B Ref. (após IR, bps.)*	Rating Devedor (Moody's/S&P/Fitch)
CRA020002GZ	BRF S.A.	Qualificado	-	2027	15/07/2027	Semestral	3,2	877	7,2	92	244	--/ brAA+ / AA+(bra)
ETBA12	ETB - EMPR.DE TRANSM. BAIANA	Qualificado	-	2028	15/02/2029	Semestral	4,8	914	6,1	-5	148	--/ -- / AAA(bra)
22C1362141	MATEUS SUPERMERCADOS S.A.	Qualificado	-	2029	17/07/2034	Mensal	10,2	843	7,2	102	259	-- / -- / AAA(bra)
CRA0220079D	BRF S.A.	Qualificado	-	2032	15/07/2032	Semestral	8,2	1.078	7,4	126	286	--/ brAA+ / AA+(bra)
RISP14	AGUAS DO RIO 1	Qualificado	jul/24	2032	15/09/2034	Semestral	10,4	626	7,0	89	248	--/ brAAA / AAA(bra)
HARG11	HOLDING DO ARAGUAIA S.A. (*)	Qualificado	-	2032	15/10/2036	Semestral	12,5	1.624	6,9	80	239	-- / brAAA / --
21K0001807	REDE D'OR SÃO LUIZ S.A.	Qualificado	-	2035	15/12/2036	Semestral	12,7	657	7,1	96	257	--/ brAAA / AAA(bra)
CRA022008ND	RAÍZEN ENERGIA S.A.	Qualificado	-	2035	17/08/2037	Anual	13,3	1.095	6,6	46	206	AAA.br / brAAA / AAA(bra)

Fonte: B3/Cetip, Companhias, Agências de Rating, Itaú BBA. (*) rentabilidade líquida de imposto estimada com base na curva de inflação implícita.

Top Picks Incentivadas CDI (CRIs e CRAs) – Abril 2024

Como mostra a tabela abaixo, selecionamos quatro títulos atrelados ao CDI como Top Picks na edição de abril. Os CRIs negociam a taxas que variam de CDI + 0,6% a CDI + 1,8% (sem incidência de imposto), que seriam equivalentes a CDI + 2,6% a CDI + 3,9% em títulos tributados de prazos equivalentes.

Detalhes – Papéis em CDI

Código B3	Devedor	Investidor	Liberado para Inv. Geral em	Data de Vencimento	Periodicidade juros	Prazo total (anos)	Saldo Remanesc. (R\$ MM)	Taxa Negociação B3 (CDI + %)	Taxa com Gross-up IR (CDI + %)	Rating Devedor (Moody's/S&P/Fitch)
CRA0220079B	BRF	Qualificado	-	15/07/2027	Semestral	~3,2	~1750	1,8%	3,9%	-- / brAA+ / AA+(bra)
22J0344557	SMART FIT	Qualificado	-	15/10/2029	Semestral	~5,5	~360	1,0%	2,9%	-- / -- / AA(bra)
23C0247702	LOCALIZA	Geral	-	11/03/2030	Semestral	~5,9	~510	0,6%	2,6%	AAA.br / brAAA / AAA(bra)
23H1191899	RAIA DROGASIL	Geral	-	16/09/2030	Semestral	~6,4	~210	0,8%	2,7%	-- / -- / AAA(bra)

Fonte: B3/Cetip, Companhias, Agências de Rating, Itaú BBA.

Sobre os devedores

Top Pick: Alupar (ETBA12)

Descrição das Empresas

- A ETB é a SPE que detém a concessão de transmissão de energia da Linha de Transmissão Juazeiro III – Ourolândia II, em 500 kV, com extensão aproximada de 186 km; e a Linha de Transmissão Bom Jesus da Lapa II – Gentio do Ouro II, em 500 kV, com extensão aproximada de 260 km. A debênture ETBA12 é garantida até seu vencimento pela sua acionista, a Alupar.
- A Alupar possui participação em concessões de 35 sistemas de transmissão de energia elétrica, que representam ~80% do EBITDA consolidado, totalizando 8.805 km de linhas de transmissão, por meio de concessões com prazo de 30 anos localizadas no Brasil e Peru e 3 perpétuos localizados na Colômbia e no Chile. Do total de ativos, 27 estão operacionais e 8 em fase de implantação, que possuem cronograma de entrada em operação comercial entre 2024 - 2029.
- O segmento de transmissão é considerado o menos arriscado dentro do setor elétrico, pois suas receitas são baseadas no pagamento pela disponibilidade das LTs, independente de preços ou volume da energia transmitida. O maior risco das LTs ocorre durante a fase de construção, que depende de diversas autorizações e licenças de diferentes órgãos reguladores. Quando operacionais, as LTs tendem a gerar receitas e fluxos de caixa estáveis e previsíveis ao longo da concessão.
- A companhia ingressou no segmento de geração em 2005 e atualmente possui uma capacidade instalada de 798,5 MW, através de 4 UHEs, 4 PCHs, 7 parques eólicos e 1 usina fotovoltaica.
- A Alupar possui uma forte liquidez, com a posição de caixa cobrindo a dívida de curto prazo em 1,3x, além de uma estrutura de capital adequada (alavancagem líquida de 3,4x no 4T23). A companhia é uma forte geradora de caixa, o que combinado à redução gradual dos investimento, devem contribuir para uma redução da sua alavancagem nos próximos trimestres.

Ratings

Alupar	Rating / Outlook
Moody's	-
S&P	-
Fitch	AAA(bra) / Estável

Métricas de Crédito

Alupar - R\$ milhões	2022	2023	4T22	3T23	4T23	Evolução (Últimos 5 trimestres)
Dívida Líquida	8.811	8.943	8.811	8.862	8.943	
EBITDA	2.464	2.636	617	662	617	
EBITDA UDM*	-	-	2.464	2.633	2.633	
Alavancagem Líquida	3,6x	3,4x	3,6x	3,4x	3,4x	
Receita Líquida	2.932	3.189	760	797	788	
Margem EBITDA	84%	83%	81%	83%	78%	
Índice de Liquidez **	2,5x	1,3x	2,5x	1,5x	1,3x	

Resultados do 4T23

- O EBITDA ajustado (excluindo resultado de equivalência patrimonial) foi de R\$ 617 milhões, estável em relação ao 4T22. O EBITDA do segmento de transmissão se manteve estável na comparação anual, devido a revisão tarifária da RAP ser compensada pela queda de 50% da RAP prevista no contrato de algumas LTs (STC, Lumitrans e ETES). O segmento de geração apresentou um EBITDA 8% acima do 4T22 devido ao aumento de receita com venda de energia.
- A dívida líquida permaneceu relativamente estável em 1T24, em R\$ 8,9 bilhões, uma vez que a queima de caixa (após pagamento de investimentos) de aproximadamente R\$ 400 milhões foi parcialmente compensada pela variação cambial da dívida em moeda estrangeira. Com a estabilidade do EBITDA e dívida líquida, a alavancagem permaneceu em 3,4x no 4T23.

Fonte: Demonstrações Financeiras e Press Release de Resultados da Alupar.
(*) EBITDA UDM se refere ao EBITDA acumulado dos últimos doze meses. (**) Razão entre disponibilidades e dívida de curto prazo.

Descrição da Empresa

- A Rumo é a maior operadora ferroviária do Brasil, com concessões em malhas ferroviárias, em terminais portuários e de contêineres. Possui aproximadamente 13,5 mil km de linhas ferroviárias, 1.200 locomotivas e 33.000 vagões. Os negócios da empresa estão divididos em:
 - Operação Norte (76% da Receita Líquida e 84% do EBITDA em 2023):** composto pelas malhas Norte (735 km de ferrovias com vencimento em 2079), Paulista (2.055 km e vencimento em 2058) e Central (1.537 km e vencimento em 2049), além de operação portuária em Santos;
 - Operação Sul (19% da Receita Líquida e 14% do EBITDA em 2023):** Malha Oeste (1.973 km de ferrovias e vencimento em 2026) e Malha Sul (7.223 km e vencimento em 2027). As concessões de ambas as malhas podem ser renovadas por mais 30 anos.
 - Operação Contêiner (5% da Receita Líquida e 2% do EBITDA em 2023):** composto pelas operações da Brado Logística.
- A companhia atingiu resultados recordes em 2023, com 77 bilhões de TKU e um EBITDA de R\$ 5,6 bilhões. O *guidance* da companhia estima EBITDA entre R\$7,2 - 7,7 bilhões em 2024. A companhia tem mantido métricas de crédito conservadoras, apesar dos altos investimentos realizados, dado a sua forte capacidade de geração de caixa.
- Em novembro de 2023, a Rumo e o Ministério dos Transportes celebraram um termo aditivo ao contrato de concessão da Malha Paulista, que levou a pagamento adicional de R\$ 1,17 bilhão, dos quais R\$ 500 milhões serão convertidos em investimentos na própria ferrovia. A concessão foi renovada antecipadamente em 2020 e o acordo permitiu a atualização de 22 itens (de 122 no total) do Caderno de Obrigações da concessão.
- Apesar dos impactos provocados pelo El Niño sobre as safras de 2023/2024, a Rumo deve mostrar maior resiliência em relação aos pares do setor, segundo estimativas do nosso time de Equity Research, em função: i) da proteção via contratos de *take-or-pay*; ii) excesso de demanda por serviços logísticos; e iii) mesmo num eventual cenário de quebra de 15% da safrinha de milho no Mato Grosso, os volumes para exportação reduziriam em menor proporção.

Ratings

Rumo	Rating / Outlook
Moody's	-
S&P	brAAA / Estável
Fitch	AAA(bra) / Estável

Fonte: Demonstrações Financeiras e Press Release de Resultados da Rumo.
(*) EBITDA UDM se refere ao EBITDA acumulado dos últimos doze meses. (**) Razão entre disponibilidades e dívida de curto prazo.

Métricas de Crédito

Rumo - R\$ milhões	2022	2023	4T22	3T23	4T23	Evolução (Últimos 5 trimestres)
Dívida Líquida	9.106	10.207	9.106	9.437	10.207	
EBITDA	4.534	5.650	905	1.815	1.207	
EBITDA UDM* (Reportado)	-	-	4.534	5.294	5.650	
Alavancagem Líquida	2,0x	1,8x	2,0x	1,8x	1,8x	
Receita Líquida	9.842	10.938	2.220	3.175	2.616	
Margem EBITDA	46,1%	51,7%	40,8%	57,2%	46,1%	
Índice de Liquidez **	6,1x	6,4x	6,1x	5,7x	6,4x	

Resultados do 4T23

- A Rumo reportou um EBITDA consolidado de R\$ 1,2 bilhão no 4T23, 33% acima do 4T22, impulsionado principalmente pelo crescimento de volumes transportados (+9% a/a), especialmente na operação norte, bem como pelo aumento nas tarifas médias (+14% a/a) e pela redução nos preços dos combustíveis (- 6% a/a).
- A dívida líquida encerrou o 4T23 em R\$ 10,2 bilhões, acima dos R\$ 9,4 bilhões registrados no 3T23 devido principalmente à queima de caixa (após pagamento de juros, investimentos e recompra de ações) de R\$ 529 milhões, bem como outros efeitos não caixa (como acúmulo de juros e marcação a mercado de instrumentos derivativos). Apesar da maior dívida líquida, a alavancagem se manteve estável na comparação trimestral, em 1,8x, devido ao maior EBITDA 12 meses

Top Pick: Grupo Mateus (22C1362141)

Descrição da Empresa

- O Grupo Mateus é a terceira maior rede varejista alimentar do Brasil, atuando nos segmentos de Varejo (Mateus Supermercados e El Camiño), Atacarejo (Mix Mateus), Eletroeletrônicos, eletrodomésticos e móveis (Eletro Mateus), Atacado (Armazém Mateus) e Panificação (Bumba Alimentos). O grupo ainda oferece aos seus clientes os cartões MateusCard e Crednosso.
- A companhia possui liderança nas Regiões Norte e Nordeste do país, com 258 lojas físicas em mais de 90 cidades e 9 estados (em dezembro/23), além de uma plataforma de *e-commerce* que atende outros estados brasileiros. A liderança regional lhe confere maior vantagem competitiva contra concorrentes, bem como maior poder de barganha junto a fornecedores. Vale ressaltar também que outros grandes *players* do setor estão em fase de consolidação de aquisições recentes (como por exemplo a aquisição do Extra pelo Assaí e do Grupo Big pelo Carrefour), o que atualmente reduz a capacidade de expansão destas companhias para o mercado dominado pelo Grupo Mateus.
- O Grupo Mateus possui um forte plano de expansão, focado sobretudo na abertura de lojas de Atacarejo na Região Nordeste, diversificando a presença geográfica hoje mais concentrada no Maranhão. Em 2023, foram abertas 28 lojas e 4 CDs. As lojas em processo de maturação (abertas há menos de 4 anos) geraram 60% da receita de vendas no 4T23.
- Apesar da forte expansão, o grupo possui baixa alavancagem (0,3x no 4T23) e uma posição de caixa robusta, que cobre a dívida financeira de curto prazo em 2,8x e dá à companhia uma maior resiliência frente à atual conjuntura de juros ainda elevados e compressão de poder aquisitivo. Além disso, atua na venda de alimentos e produtos de primeira necessidade, o que gera uma demanda relativamente estável, mesmo em cenários macroeconômicos desafiadores.
- Os anos de 2021 e 2022 foram desafiadores para o setor, com perda de poder aquisitivo pela população devido à inflação e juros em patamares elevados (comprometendo a renda das famílias, que se encontram mais endividadas), combinado recentemente a uma deflação dos preços de alimentos. Entretanto, espera-se uma reversão parcial deste quadro para 2024, favorecendo as varejistas.
- O Grupo Mateus iniciou ao final de setembro de 2023 seu projeto-piloto no mercado pet, com a abertura de 3 lojas em São Luís (MA). As unidades têm cerca de 100 m² e custaram R\$ 1,5 milhão cada. Os grandes *players* nacionais do mercado pet têm baixa presença no estado do Maranhão.

Ratings

Grupo Mateus	Rating / Outlook
Moody's	-
S&P	-
Fitch	AAA(bra) / Estável

Fonte: Demonstrações Financeiras e Press Release de Resultados do Grupo Mateus.

(*) EBITDA UDM se refere ao EBITDA acumulado dos últimos doze meses. (**) Razão entre disponibilidades e dívida de curto prazo.

Métricas de Crédito

Grupo Mateus - R\$ milhões	2022	2023	4T22	3T23	4T23	Evolução (Últimos 5 trimestres)
Dívida Líquida	34	489	34	662	489	
EBITDA (ex-IFRS16)	1.405	1.659	317	428	470	
EBITDA UDM*	-	-	1.356	1.501	1.659	
Alavancagem Líquida	0,0x	0,3x	0,0x	0,4x	0,3x	
Receita Líquida	21.768	26.774	6.065	6.935	7.541	
Margem EBITDA	6,5%	6,2%	5,2%	6,2%	6,2%	
Índice de Liquidez **	9,3x	2,8x	9,3x	4,8x	2,8x	

Resultados do 4T23

- O Grupo Mateus reportou EBITDA (ex-IFRS) de R\$ 470 milhões no 4T23, 48% acima do 4T22, beneficiado principalmente pelo crescimento da receita, que por sua vez foi impulsionada pelo: (i) aumento de vendas mesmas lojas (SSS) em 9% vs. 4T22, e (ii) abertura de 26 lojas nos últimos 12 meses. Além do aumento da receita, a margem bruta da companhia também cresceu (+1,4 p.p. vs. 4T22), devido à maturação de novas lojas localizadas na nova rota logística da companhia.
- A dívida líquida encerrou o quarto trimestre em R\$ 489 milhões, uma redução de R\$ 170 milhões em relação ao 3T23, devido principalmente à geração de caixa (após pagamento de investimentos e arrendamentos operacionais) de R\$ 200 milhões no trimestre. A alavancagem líquida diminuiu ligeiramente, de 0,4x no 3T23 para 0,3x no 4T23.

Top Pick: Carrefour Brasil – Atacadão (CRA02300W3P)

Descrição da Empresa

- O Grupo Carrefour Brasil (Atacadão) é o maior varejista de alimentos do país, com 1.188 lojas distribuídas por todo o território nacional. O grupo possui diversos modelos de lojas, sendo as principais: i) 361 lojas no segmento de Cash & Carry (sob a marca Atacadão); ii) 143 lojas de hipermercados (cuja marca principal é a Carrefour); iii) 51 lojas Sam's Club; além de lojas de conveniência, drogarias e postos de combustível. Além das operações físicas, o Carrefour possui e-commerce com cobertura em todas as regiões do Brasil.
- O Carrefour também possui 51% de participação no Banco CSF, que oferece financiamento ao consumidor através de cartões de crédito das marcas Carrefour, Atacadão e Sam's Club. Ao final do 4T23 a carteira de crédito atingiu R\$ 24,2 bilhões (+24% vs. 4T22), com uma redução da inadimplência (NPL 90 dias de 12,2%, -0,8 p.p. t/t) abaixo da média do mercado.
- Em 2022 o Carrefour concluiu a aquisição do Grupo BIG, que apesar de ter aumentado sua alavancagem, consolidou sua posição de liderança no setor de varejo alimentício. Além do investimento na aquisição, o Carrefour tem investido na conversão de lojas BIG para outras marcas do grupo, o que também tem contribuído para a manutenção da alavancagem em patamares acima da média histórica (dívida líquida / EBITDA de ~3x, incluindo arrendamentos, em comparação com uma média abaixo de 1x nos últimos anos), além de pressionar as margens do grupo. Outro fator que tem pressionado os resultados das varejistas é a desinflação de alimentos observada ao longo de 2023.
- Entretanto, o Carrefour é um forte gerador de caixa, o que combinado com a conclusão das conversões de lojas BIG no 2T23, deve contribuir para uma gradual redução da sua alavancagem. Vale mencionar que o Carrefour Brasil é um ativo estratégico para sua controladora Carrefour S.A. (sediada na França e que possui grau de investimento em escala global), de quem vem recebendo suporte por meio de linhas de crédito rotativas. Recentemente, a companhia anunciou que tais linhas de crédito tiveram seus contratos aditados, com uma redução média das taxas de juros de ~15% para ~11%.

Ratings

Carrefour Brasil	Rating / Outlook
Moody's	-
S&P	brAAA / Estável
Fitch	-

Fonte: Demonstrações Financeiras e Press Release de Resultados do Carrefour Brasil.
(*) EBITDA UDM se refere ao EBITDA acumulado dos últimos doze meses. (**) Razão entre disponibilidades e dívida de curto prazo.

Métricas de Crédito

Carrefour Brasil - R\$ milhões	2022	2023	4T22	3T23	4T23	Evolução (Últimos 5 trimestres)
Dívida Líquida (inclui arrendamentos)	12.740	13.256	12.740	18.053	13.256	
EBITDA	6.623	5.717	1.974	1.465	1.875	
EBITDA UDM*	-	0	6.623	5.816	5.717	
Alavancagem Líquida	1,9x	2,3x	1,9x	3,1x	2,3x	
Receita Líquida	97.389	103.912	28.158	25.511	28.062	
Margem EBITDA	6,8%	5,5%	7,0%	5,7%	6,7%	
Índice de Liquidez **	1,1x	1,1x	1,1x	0,4x	1,1x	

Resultados do 4T23

- O Carrefour Brasil reportou um EBITDA consolidado de R\$ 1,9 bilhão no 4T23, 5% abaixo do 4T22, impactado principalmente pela queda da receita devido à deflação de alimentos ao longo de 2023. Na comparação anual, o LfL (vendas brutas de lojas comparáveis em operação por um período de pelo menos doze meses) caiu -1,8% no Atacadão e -5,5% ex-gasolina no Carrefour Varejo. A margem EBITDA consolidada apresentou uma redução de 0,3 p.p. em relação ao 4T22, impactada principalmente pelo segmento de Varejo (-1,7 p.p. vs. 4T22), que apresentou maiores atividades promocionais no período além do fechamento de seis lojas para conversão, seguindo a estratégia de otimização de portfólio da companhia. No segmento de Cash&Carry, houve uma expansão de 0,9 p.p. na margem EBITDA, devido a melhores negociações com fornecedores e a maturação das lojas BIG convertidas.
- A dívida líquida caiu de R\$ 18,1 bilhões no 3T23 para R\$ 13,3 bilhões no 4T23, impulsionada principalmente pela geração de caixa (após pagamento de investimentos, juros e dividendos) de R\$ 8,6 bilhões no trimestre. A menor dívida levou a uma queda da alavancagem líquida, de 3,1x no 3T23 para 2,3x no 4T23.

Top Pick: Rota das Bandeiras (CBAN12 | CBAN72)

Descrição da Empresa

- A Rota das Bandeiras é a concessionária responsável pela administração do Corredor Dom Pedro que liga o Vale do Paraíba a Região Metropolitana de Campinas (RMC) e o Circuito das Frutas. A malha viária é constituída por 5 rodovias e 3 vias de ligação, totalizando ~297 km de extensão e 8 praças de pedágio. A concessão foi firmada com o Estado de São Paulo em abril/2009, com validade de 30 anos;
- A empresa conecta 17 cidades do interior paulista, com ~2,5 milhões de habitantes e renda per capita 2,2x acima da média do Brasil. A rota garante um escoamento dos produtos agrícolas e industrializados do interior paulista e do Vale do Paraíba, sendo 59% do tráfego (2023) composto por veículos pesados. A tarifa média foi de R\$ 10,44 em 2023 vs. R\$ 9,48 em 2022.
- A receita da companhia está fortemente ligada ao ciclo econômico, devido a sua presença no corredor industrial Vale do Paraíba – RMC e o elevado fluxo de veículos pesados, porém os reajustes tarifários atrelados à inflação e sua localização numa região com PIB per capita elevado, lhe conferem forte resiliência às oscilações econômicas. Mesmo em 2020, com as medidas de isolamento social impostas para o combate à pandemia, a redução do tráfego foi de 9,6%, abaixo da média nacional que apresentou queda de 16,9%, segundo a Associação Brasileiras de Rodovias e Concessões.
- O plano de investimentos previa finalização das principais obras – obrigações previstas no contrato de concessão – até 2015, mas sofreu atrasos, majoritariamente, por forças externas (licenças ambientais, expropriação de imóveis, aprovação de projetos pela Artesp etc.). Até 2023, a companhia investiu um montante total de R\$ 4 bilhões desde o início da concessão.
- A companhia espera concluir a maior parte do seu *capex* até 2024, o que deve contribuir para uma gradual redução da sua alavancagem líquida nos próximos anos.
- Em junho de 2023 a ARTESP (agência reguladora) autorizou o reajuste das tarifas de pedágio em 3,94% para as rodovias administradas pela companhia, que passaram a vigorar em 1º de julho de 2023.

Ratings

Rota das Bandeiras	Rating / Outlook
Moody's	AAA.br / Estável
S&P	-
Fitch	AAA(bra) / Estável

Fonte: Demonstrações Financeiras e Press Release de Resultados da Rota das Bandeiras.

(*) EBITDA UDM se refere ao EBITDA acumulado dos últimos doze meses. (**) Razão entre disponibilidades e dívida de curto prazo.

Métricas de Crédito

Rota das Bandeiras R\$ milhões	2022	2023	4T22	3T23	4T23	Evolução (Últimos 5 trimestres)
Dívida Líquida	2.528	2.505	2.528	2.516	2.505	
EBITDA Ajustado	710	837	194	216	232	
EBITDA UDM*	-	-	710	799	837	
Alavancagem Líquida	3,6x	3,0x	3,6x	3,1x	3,0x	
Receita Líquida	1.131	1.262	313	321	328	
Margem EBITDA	62,7%	66,3%	61,9%	67,4%	70,7%	
Índice de Liquidez **	1,3x	1,6x	1,3x	1,4x	1,6x	

Resultados do 4T23

- A Rota das Bandeiras reportou EBITDA ajustado de R\$ 232 milhões no 4T23, um aumento de 20% vs. 4T22, impulsionado pelo aumento do tráfego pedagiado (+14% de veículos pesados e +7% de veículos leves, vs. 4T22) e pelo aumento da tarifa média (+7% vs. 4T22). A margem EBITDA atingiu 71% no 4T23 (+8,8 p.p.), favorecida pela redução dos custos e despesas (-4,5% vs. 4T22).
- A dívida líquida foi de R\$ 2,5 bilhões, estável na comparação trimestral, uma vez que a geração de caixa, após investimentos e pagamento de juros sobre capital próprio, de R\$ 95 milhões, foram compensadas pelos efeitos de juros acumulados e variação monetária sobre a dívida bruta. A alavancagem líquida caiu ligeiramente, de 3,1x no 3T23 para 3x no 4T23.

Top Pick: Águas do Rio (RISP12 | RISP14)

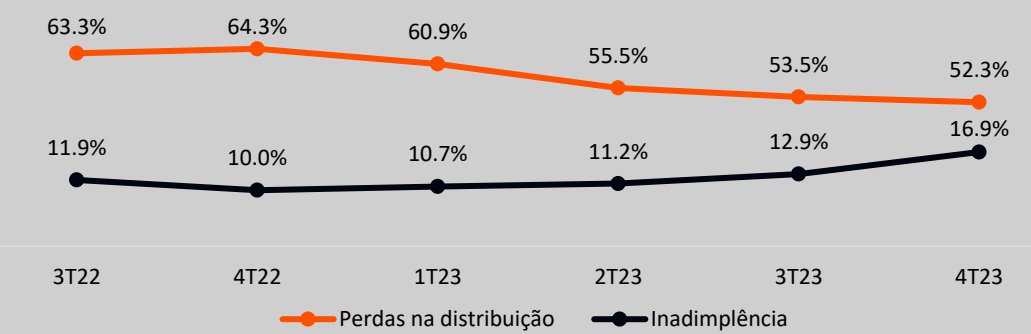
Descrição das Empresas

- A Águas do Rio 1 e Águas do Rio 4 são SPEs que operam as concessões responsáveis pelo abastecimento de água e esgotamento sanitário em 27 municípios do estado do Rio de Janeiro, incluindo 124 bairros da capital, atendendo 10 milhões de pessoas. Os contratos de concessão foram assinados em novembro de 2021, com vigência de 35 anos. A Águas do Rio é controlada pela Aegea, que detém cerca de 52% do capital total, porém apenas 39% do capital votante, motivo pelo qual as controladas não são consolidadas pela companhia.
- A Águas do Rio opera as duas SPEs de forma conjunta, de modo a capturar sinergias e ganhos de eficiência de ambas as empresas. Desta forma, os números apresentados ao lado são consolidados das duas empresas. Em base proforma, a Águas do Rio representou ~31% do EBITDA da Aegea em 2023.
- O setor de saneamento no Brasil possui um risco relativamente baixo, uma vez que as receitas são pulverizadas e bastante previsíveis, com baixa elasticidade de demanda em relação à renda familiar e ao PIB. Além disso, as receitas são reajustadas anualmente pela inflação.
- Os principais desafios da Águas do Rio se referem aos ainda elevados índices de perda e inadimplência nas suas áreas de concessão. Além disso a companhia deve investir também para expandir seus índices de cobertura, para atender à demanda regulatória de universalização dos serviços de saneamento até 2033.
- Vale destacar que em 2023 o índice de perdas atingiu 52,3%, uma redução de 12 p.p. em relação a 2022, impulsionada por iniciativas como a regularização de conexões fora da base, modelagem hidráulica, troca e substituição de ramais, operação “caça de vazamentos” (incluindo uso de imagens de satélite), entre outras.
- A companhia espera investir cerca de R\$ 39 bilhões ao longo da concessão, sendo R\$ 15,4 bilhões em outorga (para serem aplicados em projetos prioritários) e R\$ 24,4 bilhões para a universalização dos serviços de saneamento (sendo R\$ 12,3 bilhões aplicados em serviços de esgoto e R\$ 9 bilhões nos sistemas de distribuição de água).
- Apesar dos elevados investimentos, a companhia tem reduzido a sua alavancagem (que encerrou o 4T23 em 4,3x), impulsionada pela melhora dos resultados operacionais, que por sua vez levaram a um maior EBITDA 12 meses. Em 2023, o EBITDA consolidado da Águas do Rio cresceu 38% em relação ao ano anterior, beneficiado principalmente pelo maior volume faturado, decorrente do aumento da base de clientes e ações comerciais, como fiscalizações e trocas de hidrômetros.
- As emissões de dívida contam com covenant financeiro de dívida líquida/EBITDA de até 4,5x, calculado a partir das demonstrações financeiras da Aegea, que em 4T23 estava em 2,5x. Além disso, a Águas do Rio (consolidada) deverá manter um Índice de Cobertura do Serviço da Dívida acima de 1,05x, a partir de dezembro de 2025.

Métricas de Crédito

Águas do Rio - R\$ Milhões	2022	2023	4T22	3T23	4T23	Evolução (Últimos 5 trimestres)
Dívida Líquida	7.663	8.351	7.663	7.678	8.351	
EBITDA	1.416	1.955	344	445	652	
EBITDA UDM*	-	-	1.416	1.647	1.955	
Alavancagem Líquida	5,4x	4,3x	5,4x	4,7x	4,3x	
Margem EBITDA	28,7%	31,3%	31,3%	28,9%	37,4%	
Índice de Liquidez**	0,0x	7,3x	0,0x	0,6x	7,3x	

Métricas Operacionais



Ratings

Águas do Rio	Rating / Outlook
Moody's	-
S&P	brAA+/ Estável
Fitch	-

Fonte: Demonstrações Financeiras e Press Release de Resultados da Águas do Rio 1 e 4.

(*) EBITDA UDM se refere ao EBITDA acumulado dos últimos doze meses. (**) Razão entre disponibilidades e dívida de curto prazo.

Descrição da Empresa

- A BRF é a terceira maior produtora e a maior exportadora de aves do mundo. Atua nos segmentos de avicultura e suinocultura, na produção de ração animal, no abate e processamento de aves e suínos e na produção de alimentos para o varejo (congelados, processados e outros). Atua também no mercado de comida para Pets e na indústria de saúde e nutrição, por meio da BRF Ingredients.
- A companhia possui relevante diversificação geográfica (Brasil, América Latina e Oriente Médio), com o segmento internacional representando 46% da receita líquida e 23% do EBITDA de 2023. Isso permite uma mitigação de riscos operacionais, como restrições regionais à exportação, e confere maior exposição à moedas fortes.
- A companhia adotou um programa de aumento da eficiência operacional, o BRF+, que já no 4T23 trouxe melhoria nos indicadores de eclosão de frango e de mortalidade para aves e suínos. Ainda, suas operações têm se favorecido da queda do preço dos grãos (que representa cerca de 20% dos custos operacionais da BRF) e pela recuperação do preço da proteína de frango *in natura* (maior receita), o que tem trazido a recuperação das margens da BRF.
- A BRF tem atuado fortemente na redução de sua alavancagem líquida, que atingiu 2x no 4T23 (vs. pico de 3,75x no 2T23), o menor patamar dos últimos 7 anos. A redução se deu após a oferta subsequente de ações (*follow-on*), realizada em julho de 2023, que levantou R\$ 5,4 bilhões e permitiu a recompra antecipada de dívidas (*bonds* e CRAs).
- Em dezembro de 2023, a Marfrig se tornou acionista controlador da BRF, detendo 50,06% de participação. A controladora, junto ao acionista Salic (fundo soberano da Arábia Saudita), têm realizado aportes significativos de capital na BRF, o que sinaliza um forte comprometimento dos controladores junto à companhia.
- De acordo com as projeções do time de Research de Alimentos e Bebidas do Itaú BBA, a BRF deve encerrar o 4T24 com alavancagem líquida (excluindo arrendamentos) de 1,1x (vs. 2x no 4T23).

Métricas de Crédito

BRF - R\$ milhões	2022	2023	4T22	3T23	4T23	Evolução (Últimos 5 trimestres)
Dívida Líquida	14.598	9.474	14.598	10.352	9.474	
EBITDA Ajustado	4.111	4.721	1.079	1.205	1.903	
EBITDA UDM*	-	-	4.111	3.897	4.721	
Alavancagem Líquida	3,6x	2,0x	3,6x	2,7x	2,0x	
Alavancagem Líquida (c/ arrendamentos)	4,3x	2,8x	4,3x	3,6x	2,8x	
Receita Líquida	53.805	53.615	14.769	13.806	14.426	
Margem EBITDA	7,6%	8,8%	7,3%	8,7%	13,2%	
Índice de Liquidez **	2,4x	1,1x	2,4x	2,5x	1,1x	

Resultados do 4T23

- A BRF reportou EBITDA ajustado de R\$ 1,9 bilhão no 4T23, 76% acima do 4T22. No segmento Brasil, o EBITDA de R\$ 1,2 bilhão (+50,6% vs. 4T22) foi impulsionado pelo melhor mix de produtos comemorativos em 2023, bem como pela recuperação do preço doméstico do frango, menores custos de consumo de grãos e a evolução do programa de eficiência BRF+. No segmento Internacional, o EBITDA de R\$ 687 milhões (+317,8% vs. 4T22) também se beneficiou de melhores preços da proteína de frango, menores custos de grãos e ganhos de rentabilidade com o programa BRF+. A margem EBITDA consolidada apresentou uma expansão de 5,9 p.p. vs. 4T22, encerrando o 4T23 em 13,2%.
- A dívida líquida da BRF (excluindo arrendamentos) encerrou o 4T23 em R\$ 9,5 bilhões, abaixo dos R\$ 10,4 bilhões registrados no 3T22. A queda se deve, principalmente, à geração de caixa (após pagamento de juros, derivativos e arrendamentos) de R\$ 567 milhões, bem como aos impactos não caixa de derivativos e variação cambial sobre a dívida bruta. Incluindo os arrendamentos, a dívida líquida ajustada seria de R\$ 13,2 bilhões (vs. R\$ 13,9 bilhões no 3T22) e a alavancagem líquida seria de 2,8x (vs. 3,6x no 3T22).

Ratings

BRF	Rating / Outlook
Moody's	-
S&P	brAA+ / Estável
Fitch	AA+(bra) / Estável

Fonte: Demonstrações Financeiras e Press Release de Resultados da BRF.
(*) EBITDA UDM se refere ao EBITDA acumulado dos últimos doze meses. (**) Razão entre disponibilidades e dívida de curto prazo.

Top Pick: Rede D'Or (21K0001807)

Descrição da Empresa

- A Rede D'Or é a maior rede integrada de cuidados em saúde no Brasil, fundada em 1977 no Rio de Janeiro e atualmente presente em 12 estados e Distrito Federal. Tem 70 hospitais próprios em operação, 3 hospitais administrados, 54 clínicas oncológicas, além de atuar em outros serviços complementares (banco de sangue, diálise, ambulatorios e outros).
- O grupo possui uma elevada escala operacional dentro do setor hospitalar brasileiro, com custos fixos mais baixos e elevado poder de barganha com fornecedores. Ainda, o seu segmento de atuação possui perspectiva de crescimento, dado que o setor de saúde no Brasil apresenta desequilíbrios de oferta e demanda por serviços hospitalares e uma escassez de boa infraestrutura do setor público.
- A Rede D'Or anunciou, em fevereiro de 2022, a aquisição da SulAmérica (4ª maior seguradora do Brasil), por meio da troca de ações transferidas aos acionistas da adquirida. Concluída em dezembro daquele mesmo ano, a transação ampliou os negócios de atuação do grupo, uma vez que passou a atuar no segmento de seguros de saúde e odontológico, vida e acidentes pessoais, gestão de ativos e previdência privada, com uma base com mais de 7 milhões de clientes atendidos no país. As operações seguem de forma independente, devido a questões regulatórias.
- Após a pandemia, o setor de saúde enfrentou diversos desafios, como o crescimento de sinistralidade, aumento de custos devido a gargalos logísticos nas cadeias de suprimentos, redução dos níveis de ocupação de leitos, entre outros. Entretanto, a companhia vem constantemente melhorando seus indicadores operacionais e financeiros, impulsionada, entre outros fatores, pela diluição de custos fixos e aumento de escala.
- A Rede D'Or revisou seu plano de expansão (orgânico e inorgânico) e reduziu os investimentos esperados para 2024 de R\$ 4,7 bilhões para R\$ 2,4 bilhões. Vemos a desaceleração dos investimentos como positiva para o crédito, uma vez que dá maior flexibilidade à geração de fluxo de caixa e à posição de caixa para fazer frente a nova dinâmica do setor, e exerce menor pressão sobre a alavancagem.
- A Unimed Nacional anunciou em fev/24 que descredenciou 37 hospitais, sendo 14 da Rede D'Or. O time de *Equity Research* do Itaú BBA estima que a ação pode levar a uma redução de 101 leitos operacionais da Rede D'Or, com um efeito pequeno sobre a receita bruta da companhia, dado que os hospitais descredenciados estão em regiões em que a Unimed possui um *market-share* relativamente baixo.

Ratings

Rede D'Or	Rating / Outlook
Moody's	-
S&P	brAAA / Estável
Fitch	AAA(bra) / Estável

Métricas de Crédito

Rede D'Or - R\$ milhões	2022	2023	4T22	3T23	4T23	Evolução (últimos 5 Trimestres)
Dívida Líquida*	14.672	16.855	14.672	15.899	16.855	
EBITDA	5.303	6.359	1.216	1.841	1.425	
EBITDA UDM**	-	-	5.303	6.138	6.359	
Alavancagem Líquida (sem ajustes)	2,8	2,7	2,8	2,6	2,7	
Alavancagem Líquida (com ajustes)***	2,8	2,3	2,8	2,3	2,3	
Receita Líquida	22.987	46.946	5.752	6.505	6.289	
Margem EBITDA	23,1%	13,5%	21,1%	28,3%	22,7%	
Índice de Liquidez ****	3,1	4,5	3,1	5,1	4,5	

Resultados do 4T23

- A Rede D'Or reportou EBITDA de R\$ 1,4 bilhões no 4T23, um aumento de 17% em relação ao 4T22, beneficiado principalmente pelo aumento do ticket médio (+8,5% vs. 4T22) e maior diluição de custos de materiais e medicamentos. A SulAmérica reportou EBITDA de R\$ 60,5 milhões, acompanhando a melhora no índice de sinistralidade (85,1% em 4T23, vs. 92,5% em 4T22) e aumento da base de beneficiários de saúde e odontologia para 5 milhões no 4T23 (+0,8% vs. 4T22). O EBITDA consolidado foi de R\$ 1.485 milhões no 4T23.
- A dívida líquida alcançou R\$ 16,8 bilhões no 4T23, um aumento de 6% em comparação com o 3T23, impactada pela queima de caixa (após investimentos) de BRL 1,6 bilhões, parcialmente compensada por efeitos não caixa (como variação cambial, juros acumulados e variação de derivativos). Apesar da maior dívida líquida, a alavancagem líquida se manteve estável, em 2,3x

Fonte: Demonstrações Financeiras e Press Release de Resultados da Rede D'Or.

(*) Dívida líquida considera o saldo de caixa sem provisões técnicas; (**) EBITDA acumulado nos últimos 12 meses, considera EBITDA Ajustado da Sul América a partir do 1T23;

(***) Alavancagem líquida ajustada considera o EBITDA com inclusão da receita financeira do caixa da Sul América e exclusão das despesas de integração;

(****) Quociente entre o Saldo de Caixa e Equivalentes e a Dívida de Curto Prazo.

Top Pick: Holding do Araguaia (HARG11)

Descrição da Empresa

- A Holding do Araguaia é uma subsidiária da Ecorodovias. Como a holding garante parte da dívida de suas subsidiárias, além de gerir as rodovias do seu portfólio de forma integrada, iremos analisar o perfil de crédito da Ecorodovias abaixo.
- Uma das maiores operadoras de rodovias no Brasil, a Ecorodovias possui +4,7 mil km sob administração, através de 11 concessões rodoviárias (maduras e novas), e um ativo portuário. Os ativos da companhia estão localizados estrategicamente nos principais corredores econômicos da região centro-sul, sendo importantes vias para o fluxo de mercadorias e pessoas. As tarifas das concessionárias são reajustadas anualmente de acordo com a inflação.
- A companhia tem compensado o vencimento das concessões maduras com extensões do prazo de vencimento e novos contratos de concessões. Após o vencimento em 2021 do contrato de duas concessionárias no estado do Paraná (~10% do EBITDA à época), a EcoRodovias estendeu o prazo da Ecovias dos Imigrantes (30% do EBITDA de 2023) de 2026 para 2033, venceu os leilões da Holding do Araguaia e do Sistema Rodoviário Noroeste, o que acrescentou +601 km ao portfólio. A companhia já possui um extenso pipeline de investimentos, de modo que deve ser bastante criteriosa ao avaliar novos leilões.
- Investimentos devem pressionar a alavancagem no curto prazo, porém a geração de caixa dos ativos deve contribuir para a gradual recuperação das métricas de crédito. As novas concessões estão em fase de *ramp-up*, com elevados investimentos que devem ser financiados com dívida. Entretanto, a companhia possui concessões maduras que geram caixa e possuem flexibilidade para realizar os investimentos necessários, o que combinado à crescente geração de EBITDA e caixa pelas novas concessões, deve contribuir para manter a alavancagem do grupo em níveis adequados.
- Em outubro de 2023, iniciou-se a cobrança de mais sete praças de pedágio da EcoRioMinas e em maio foi assumida a operação da EcoNoroeste, em trecho anteriormente operado pela AB Triângulo do Sol. A EcoRioMinas administra 727 km de extensão e a EcoNoroeste 442 km, e ambas possuem trechos adicionais a serem pedagiados nos próximos meses.

Ratings

Holding do Araguaia	Rating / Outlook
Moody's	-
S&P	brAAA / Estável
Fitch	-

Fonte: Demonstrações Financeiras e Press Release de Resultados da EcoRodovias.

(*) EBITDA UDM se refere ao EBITDA acumulado dos últimos doze meses. (**) Razão entre disponibilidades e dívida de curto prazo.

Métricas de Crédito

EcoRodovias - R\$ milhões	2022	2023	4T22	3T23	4T23	Evolução (Últimos 5 Trimestres)
Dívida Líquida	9.879	13.406	9.879	12.636	13.406	
EBITDA Ajustado	2.305	3.863	809	1.034	1.106	
EBITDA UDM*	-	-	2.305	3.566	3.863	
Alavancagem Líquida	4,3	3,5	4,3	3,5	3,5	
Receita Líquida	3.572	5.395	1.152	1.440	1.542	
Margem EBITDA	65%	72%	70%	72%	72%	
Índice de Liquidez **	0,7	1,3	0,7	0,9	1,3	

Resultados do 4T23

- A EcoRodovias reportou EBITDA ajustado de R\$ 1,1 bilhão no 4T23 (+37% vs. 4T22), devido sobretudo ao aumento de 34% da receita líquida (vs. 4T22, excluindo receitas de construção), que foi impactada pelo maior tráfego de veículos¹ (+15% vs. 4T22), reajuste das tarifas¹ (+5% vs. 4T22) e início da cobrança de pedágio na EcoRioMinas, Ecovias do Araguaia e EcoNoroeste.
- A dívida líquida da companhia totalizou R\$ 13,4 bilhões no 4T23, um aumento de 6,1% em relação ao 3T23, devido à queima de caixa (após pagamento de investimentos e dividendos) de R\$ 260 milhões e dos efeitos não caixa (juros acruados e variação monetária) sobre a dívida bruta de cerca de R\$ 516 milhões. O maior EBITDA UDM (+8% vs. 3T23) compensou o aumento da dívida líquida, o que levou a uma alavancagem líquida estável na comparação trimestral, em 3,5x no 4T23.

(1) Base comparável ao 4T22, que desconsidera a cobrança de pedágio de EcoRioMinas, Ecovias do Araguaia e EcoNoroeste.

Descrição da Empresa

- A Raízen atua no setor sucroenergético e de distribuição de combustíveis. Atualmente é a maior produtora de açúcar e etanol de cana do mundo (com capacidade de moagem de mais de 100 milhões de toneladas de cana) e a segunda maior distribuidora de combustíveis no Brasil.
- Larga escala e grande eficiência conferem alta competitividade à atuação da Raízen no segmento de distribuição de combustíveis (49% do EBITDA consolidado em 2022/2023). A presença no setor de distribuição de combustíveis é um diferencial, uma vez que esta apresenta fluxos de caixa relativamente estáveis (apesar das margens naturalmente mais baixas) e mitiga parte do risco resultante da alta volatilidade do segmento de açúcar e etanol.
- Cerca de 40% de toda a produção própria de etanol da Raízen é destinada à exportação. De forma geral, estimamos que apenas ~20% do EBITDA consolidado da companhia esteja exposto de alguma forma aos preços de combustíveis praticados no mercado local.
- O grupo anunciou investimentos em 5 novas usinas de Etanol de 2ª Geração e um contrato de comercialização de 3,3 milhões de m³ de E2G para a Shell até 2037 (80% da produção de E2G). A previsão é que as usinas sejam entregues entre 2025 e 2027 e os investimentos totais sejam de aproximadamente R\$ 6 bilhões, financiados pela sua própria geração de caixa. Adicionalmente, em 12 de março a companhia anunciou o contrato de antecipação de receitas futuras de E2G, no montante de US\$ 617.milhões (cerca de R\$ 3 bilhões) com a Shell.
- Em março de 2024, iniciaram a comercialização do Parque de Bioenergia Bonfim, a maior planta de E2G do mundo, com nível esperado de 80% sobre sua capacidade nominal de produção de 82 mil m³ por ano.
- O grupo adota uma estratégia de hedge bastante conservadora para a comercialização do açúcar. No 3T24, a empresa operava com ~98% do volume fixado (“hedge”) para a safra de 2023/2024, ~65% para a safra de 2024/2025 e ~5% para a safra de 2025/2026.
- A Raízen possui uma estrutura de capital robusta (com alavancagem líquida de 1,9x no 4T23) e forte geração de caixa, o que deve mitigar os a pressão dos investimentos sobre suas métricas de crédito, bem como a ciclicidade do setor de açúcar e etanol.

Ratings

Raízen	Rating / Outlook
Moody's	AAA.br / Estável
S&P	brAAA / Estável
Fitch	AAA(bra) / Estável

Fonte: Demonstrações Financeiras e Press Release de Resultados da Raízen
(*) EBITDA UDM se refere ao EBITDA acumulado dos últimos doze meses. (**) Razão entre disponibilidades e dívida de curto prazo.

Métricas de Crédito

Raízen - R\$ milhões	21/22	22/23	3T23	2T24	3T24	Evolução (Últimos 5 trimestres)
Dívida Líquida	13.823	20.361	28.105	30.049	31.496	
EBITDA Ajustado	10.704	15.286	2.965	3.728	3.929	
EBITDA UDM*	-	-	11.153	15.870	16.835	
Alavancagem Líquida	1,3x	1,3x	2,5x	1,9x	1,9x	
Receita Líquida	196.292	245.832	60.368	59.456	58.492	
Margem EBITDA	5,5%	6,2%	4,9%	6,3%	6,7%	
Índice de Liquidez **	5,3x	2,9x	1,2x	0,9x	0,9x	

Resultados do 3T24 (Calendário agrícola, outubro-dezembro 2023)

- A Raízen reportou um EBITDA ajustado de R\$ 3,9 bilhões no 3T24, um aumento de 33% em relação ao 3T23. Isto se deve sobretudo aos negócios de: i) Açúcar, EBITDA de R\$ 1,4 bilhão (vs. R\$ 147 milhões no 3T23), em que o maior preço médio realizado (+43% vs. 3T23) mais do que compensou a queda dos volumes vendidos (-7% vs. 3T23); e ii) Mobilidade, EBITDA de R\$ 2,4 bilhões (vs. 919 milhões no 3T23), com maiores volumes de venda no Brasil e LatAm e maiores ganhos de eficiência com despesas operacionais. O segmento de Renováveis reportou um EBITDA de R\$ 317 milhões (- 83% vs. 3T23), impactado pelo menor volume de vendas de etanol (-18% vs. 3T23) e pelo menor preço médio de etanol (-31% vs. 3T23), que foram apenas parcialmente compensados pelo maior volume de energia elétrica vendida.
- A companhia encerrou o trimestre com uma dívida líquida de R\$ 31,5 bilhões, 5% acima do reportado no 2T24, impactada principalmente por uma queima de caixa (após pagamento de arrendamentos, dividendos e incluindo o efeito negativo da variação cambial sobre o saldo de caixa) de R\$ 1,2 bilhão. A alavancagem líquida ficou estável na comparação trimestral, em 1,9x no 3T24.

Descrição da Empresa

- A Smart Fit é a maior rede de academias da América Latina, atuando em 15 países com 1.438 unidades (1.144 próprias e 294 franquias) e 17 estúdios (próprios e franqueados), com 4,4 milhões de clientes (academias físicas + clientes digitais de apps). A maior concentração de academias é no Brasil (50% no 4T23), seguido pelo México (22%). O grupo também controla outras empresas que atuam em diversos segmentos do setor de fitness: academia BioRitmo e estúdios Race Bootcamp, Tonus Gym, Vidya Body & Mind, Jab House, e outros;
- A empresa aumentou sua vantagem competitiva por meio de expansões e gestão operacional durante a pandemia. Em 2019, a Smart Fit operava 834 academias, sendo 5x maior que seu maior concorrente. Nos últimos 3 anos, a Smart Fit cresceu ainda mais, atingindo 1.400 academias em 2023. Essa expansão ampliou a vantagem em relação ao maior concorrente (hoje cerca de 9x menor). O ganho de escala trouxe benefícios à Smart Fit, tais como a melhor gestão de custos, gerando redução de cerca de 15% relativamente a outros competidores.
- Em 2021, a Smart Fit captou R\$2,3 bilhões via IPO, reforçando sua estrutura de capital e reduzindo sua alavancagem (covenant) de 5,7x (2020) para 0,2x (2021). Desde então, a Smart Fit fez diversas aquisições, incluindo a Just Fit, rede brasileira de academias, além de 13% de participação acionária na rede mexicana Sports World. Também, a Smart Fit adquiriu a Sporty, rede com operações no Panamá e na Costa Rica, e a Califórnia, rede mexicana. Encerraram 2023 com alavancagem (covenant) de 0,7x.
- A Smart Fit divulgou plano de expansão para 2024, com abertura de 240-260 unidades no ano. Apesar disso, nas projeções do time de Research de Consumo do Itaú BBA, a companhia deve seguir apresentando alavancagem controlada ao longo do ciclo de investimentos, atingindo 0,5x em 2024 e 0,4x em 2025.

Ratings

Smartfit	Rating / Outlook
Moody's	-
S&P	-
Fitch	AA(bra)/Estável

Fonte: Demonstrações Financeiras e Press Release de Resultados da Smart Fit.
(*) EBITDA UDM se refere ao EBITDA acumulado dos últimos doze meses. (**) Razão entre disponibilidades e dívida de curto prazo. (***) Alavancagem Líquida calculada para o covenant considera métricas de crédito ex-IFRS e efeitos proforma de aquisições.

Métricas de Crédito

Smart Fit - R\$ Milhões (ex IFRS-16)	2022	2023	4T22	3T23	4T23	Evolução (Últimos 5 trimestres)
Dívida Líquida (sem arrendamentos)	497	1.207	497	698	1.207	
EBITDA (ex IFRS-16)	591	1.479	230	327	332	
EBITDA UDM (ex IFRS-16) *	-	-	635	1.200	1.479	
Alavancagem Líquida (ex IFRS-16)	0,84x	0,82x	0,78x	0,58x	0,82x	
Alavancagem Líquida (covenant) **	0,83x	0,68x	0,83x	0,49x	0,68x	
Margem EBITDA (ex IFRS-16)	20,2%	34,8%	27,0%	30,0%	29,4%	
Índice de Liquidez (ex IFRS-16) ***	6,0x	4,1x	6,0x	3,3x	4,1x	

Métricas de Crédito com Arrendamento (Aluguéis) – IFRS-16

Smart Fit - R\$ Milhões (IFRS-16)	2022	2023	4T22	3T23	4T23	Evolução (Últimos 5 trimestres)
Dívida Líquida (inclui arrendamentos)	3.827	5.314	3.827	4.583	5.314	
EBITDA (IFRS-16)	1.168	2.202	388	509	524	
EBITDA UDM (IFRS-16) *	-	-	1.168	2.066	2.202	
Alavancagem Líquida (IFRS-16)	3,3x	2,4x	3,3x	2,2x	2,4x	
Margem EBITDA (IFRS-16)	39,8%	51,9%	45,5%	46,7%	46,3%	
Índice de Liquidez **	3,1x	2,2x	3,1x	2,0x	2,2x	

Sobre os Resultados do 4T23

- A Smart Fit reportou EBITDA (ex-IFRS) de R\$ 332 milhões no 4T23, um aumento de 44% vs. 4T22, devido sobretudo ao crescimento da receita líquida (+33% vs. 4T22), que foi beneficiada pela: (i) maior base de clientes (+17% vs. 4T22); (ii) abertura de 132 novas academias; e pelo (iii) aumento do ticket médio (+6% vs. 4T22). A margem EBITDA apresentou um incremento de +2,4 p.p. em relação ao 4T22, devido à maior diluição dos custos fixos.
- A dívida líquida excluindo efeitos do IFRS 16 foi de R\$ 1,2 bilhões, um aumento de 73% vs. 3T23, devido sobretudo à queima de caixa (após investimentos) de R\$ 200 milhões, e efeitos não-caixa (como variação cambial e juros acumulados) sobre a dívida bruta. A alavancagem líquida foi de 0,82x (vs. 0,58x no 3T23) e a alavancagem líquida para efeitos de covenant foi de 0,68x (vs. 0,49x no 3T23). Incluindo os efeitos o IFRS-16, a alavancagem líquida da companhia seria de 2,4x no 4T23 (vs. 2,2x no 3T23).

Descrição da Empresa

- A Localiza é a maior locadora de veículos do país, com uma frota de 657,6 mil veículos ao final de 2023. A companhia atua no segmento de *rent-a-car* (53% da frota de 2023, incluindo RaC-México), tendo como principais marcas a Localiza e a Unidas, no segmento de gestão de frotas (47% da frota de 2023) e com vendas de veículos seminovos.
- A grande escala é um diferencial, uma vez que permite melhores negociações com as montadoras para a compra de veículos, além de gerar maior eficiência operacional. Outro ponto forte é a atuação no segmento de gestão de frotas, que possui contratos de médio a longo prazo, com receitas mais previsíveis.
- O *follow-on* concluído em junho de 2023 contribuiu para a redução da alavancagem da Localiza. A companhia captou R\$ 4,5 bilhões com a oferta subsequente de ações e, com isso, foi capaz de reduzir sua alavancagem, que atingiu no pico 3,2x (1T23), para 2,8x no 4T23. Os recursos captados serão utilizados pela companhia para financiar seus investimentos e manter a estrutura de capital adequada.
- A companhia tem sido cautelosa em sua estratégia de diversificação. A Localiza anunciou recentemente o início da sua primeira operação internacional própria, no México. Além disso, a companhia tem expandido a sua atuação para veículos pesados no segmento de gestão de frotas. A diversificação é importante em termos de resiliência do modelo de negócios, e apesar de pressionar a alavancagem, a companhia tem realizado este movimento de forma gradual.
- Apesar da queda observada na margem EBITDA do segmento de seminovos (4% em 2023, vs. 11,2% em 2022), devido à oferta das montadoras de condições vantajosas para compras de veículos novos, o que tem pressionado os preços de seminovos no mercado, o time de Transportes do Itaú BBA acredita que os desafios do segmento no curto prazo são temporários, uma vez que o aumento das concessões de crédito automotivo deve beneficiar o segmento. Além disso, as margens saudáveis do segmento de *rent-a-car* e gestão de frotas devem contribuir para resultados resilientes nos próximos trimestres.

Ratings

Localiza	Rating / Outlook
Moody's	AAA.br / Estável
S&P	brAAA / Estável
Fitch	AAA(bra) / Estável

Fonte: Demonstrações Financeiras e Press Release de Resultados da Localiza

(*) EBITDA UDM se refere ao EBITDA acumulado dos últimos doze meses. (**) Razão entre disponibilidades e dívida de curto prazo.

Métricas de Crédito

Localiza - R\$ milhões	2022	2023	4T22	3T23	4T23	Evolução (Últimos 5 trimestres)
Dívida Líquida	26.111	29.265	26.111	26.880	29.265	
EBITDA Ajustado	8.370	10.676	2.165	2.675	2.879	
EBITDA UDM*	-	-	8.109	9.699	10.523	
Alavancagem Líquida	3,2x	2,8x	3,2x	2,8x	2,8x	
Receita Líquida	21.592	28.903	5.886	7.322	7.909	
Margem EBITDA	38,8%	36,9%	36,8%	36,5%	36,4%	
Índice de Liquidez **	2,1x	1,8x	2,1x	1,5x	1,8x	

Resultados do 4T23

- A Localiza reportou EBITDA ajustado de R\$ 2,9 bilhões (+33% vs. 4T22), devido i) a maior receita em Aluguel de Carros (+22,3% vs. 4T22), que foi impactada pelo aumento do número de diárias (+10,4% vs. 4T22) e da diária média (+9,6% vs. 4T22); ii) maior receita em Gestão de Frotas (+40,4% vs. 4T22), que também foi impactada pelo aumento do número de diárias (+19,1% vs. 4T22) e da diária média (.17,6% vs. 4T22); e iii) maior receita de Seminovos (+39,4% vs. 4T22), devido ao crescimento das vendas do segmento.
- A dívida líquida foi de R\$ 29,3 bilhões, um aumento de 8,9% vs. 3T23, devido sobretudo às despesas com aquisição de frota de R\$ 5,6 bilhões e aos efeitos não caixa (juros acumulados e variação monetária) sobre a dívida bruta de R\$ 1,2 bilhão, que foram parcialmente compensados pela geração de caixa (após pagamento de investimentos e dividendos) de R\$ 4,4 bilhões. A alavancagem líquida ficou estável na comparação trimestral, em 2,8x no 4T23, uma vez que o maior EBITDA UDM (+8% vs. 3T23) compensou o aumento da dívida líquida.

Descrição da Empresa

- A RD Saúde (antiga Raia Drogasil) é líder no mercado brasileiro de Varejo Farmacêutico, tanto em faturamento quanto em número de farmácias, tendo cerca de 16,1% do *market-share* (2023). Surgiu em 2011, com a fusão entre as duas empresas líderes no setor, a Droga Raia e a Drogasil, marcas que atuam ainda hoje de forma independente e com formatos distintos de loja.
- A RD tem investido fortemente na digitalização das plataformas de vendas (30% do *capex* dos últimos 12 meses), levando ao aumento da receita dos canais digitais (+57,5% em 2023 vs. 2022). Assim, os canais digitais chegaram a 15,2% das vendas totais do varejo da RD (vs. 11,1% em 2022).
- A companhia tem consistentemente entregado crescimento de vendas mesmas lojas (SSS) acima da inflação em lojas maduras. O sólido desempenho é consequência de muitos fatores, mas os avanços pela omnicalidade com integração entre lojas físicas e digitais têm desempenhado um papel fundamental na entrega dos números consistentemente fortes. Os investimentos digitais e a estratégia de omnicanalidade da RD aumentaram a relevância das lojas para as vendas online.
- A rede de farmácias da RD é composta, em sua maioria, de lojas Nobres (40%) e Híbridas (44% - média renda). Nos últimos trimestres, o grupo focou sobretudo na abertura de lojas no segmento Híbrido e Popular, visando capturar clientes da classe média expandida, de renda relativamente menor. As lojas Nobres destinam-se sobretudo a consumidores de alta renda, enquanto as Híbridas, a consumidores de média renda, e as Populares, a consumidores de baixa renda.
- O setor farmacêutico tem apresentado crescimento consistente e seus fundamentos seguem fortes para o futuro, com o envelhecimento da população, maior tratamento de doenças crônicas, além da essencialidade dos tratamentos de saúde para a população.
- Métricas de crédito historicamente robustas.** Como pode ser observado na tabela ao lado, a RD possui um longo histórico de baixa alavancagem, apesar dos fortes investimentos relacionados ao crescimento. A baixa alavancagem confere flexibilidade para a companhia refinar suas dívidas.

Métricas de Crédito

RD - R\$ milhões	2022	2023	4T22	3T23	4T23	Evolução (Últimos 5 trimestres)
Dívida Líquida Ajustada	2.046	2.767	2.046	2.644	2.767	
EBITDA Ajustado	2.262	2.603	599	658	615	
EBITDA UDM*	-	-	2.262	2.588	2.603	
Alavancagem Líquida	0,9x	1,1x	0,9x	1,0x	1,1x	
Receita Líquida	29.067	33.974	7.836	8.676	8.924	
Margem EBITDA	7,8%	7,7%	7,6%	7,6%	6,9%	
Índice de Liquidez **	2,3x	0,7x	2,3x	1,0x	0,7x	

Resultados do 4T23

- A RD reportou EBITDA ajustado de R\$ 615 milhões no 4T23, um aumento de 3% vs. o 4T22, devido principalmente à maior receita (+16% vs. 3T22), que foi beneficiada pela: (i) abertura líquida de 256 novas farmácias; (ii) bem como pelo aumento da venda bruta dos canais digitais (+60% vs. 4T23 e +4,9 p.p. de penetração das vendas do segmento de varejo); e (iii) crescimento das vendas mesmas lojas (+7,7% vs. 4T22).
- A dívida líquida ajustada foi de R\$ 2,8 bilhões no 4T23, acima dos R\$ 2,6 bilhões reportados no 3T23. O aumento deve-se sobretudo à queima de caixa (após investimentos e pagamento de dividendos) de R\$ 100 milhões. A alavancagem aumentou ligeiramente de 1,0x no 3T23, para 1,1x no 4T23.

Ratings

RD	Rating / Outlook
Moody's	-
S&P	-
Fitch	AAA(bra) / Estável

Fonte: Demonstrações Financeiras e Press Release de Resultados da Raia Drogasil
(*) EBITDA UDM se refere ao EBITDA acumulado dos últimos doze meses. (**) Razão entre disponibilidades e dívida de curto prazo.

Top Pick: CSN Mineração (CMIN22)

Descrição da Empresa

- A CSN Mineração atua na produção e venda de minério de ferro, é controlada pelo grupo CSN (79,75%)¹ e atualmente é a segunda maior exportadora de minério de ferro do Brasil. A companhia tem exposição a moedas fortes, com as exportações representando 88% do volume de vendas em 2022 e em 2023.
- A empresa detém as minas de Casa de Pedra (MG), com mais de 3 bilhões de toneladas em reservas e capacidade de produção de 30 milhões de toneladas por ano; e do Engenho & Pires (MG), com reserva aproximada de 300 milhões de toneladas de minério. Também possui 18,63% de participação na ferroviária MRS, que opera cerca de 170 milhões de toneladas de carga por ano nos estados de MG, RJ e SP; e os direitos para operar o terminal cativo para exportação de minério de ferro (TECAR) no Porto de Itaguaí (RJ) até 2047, por onde é escoado o minério produzido em suas minas
- O preço internacional do minério de ferro (spot) ficou apresentou uma queda ao longo de 2024, indo de aproximadamente US\$ 135/ton em dezembro para cerca de US\$ 100/ton ao longo de abril. Apesar das incertezas acerca da demanda chinesa, os preços do minério têm se mantido em patamar historicamente elevado, porém abaixo dos níveis recordes de 2021 e 2022.
- A companhia anunciou um pacote de investimentos para expansão totalizando R\$ 31,3 bilhões para os próximos 12 anos, dividido em 4 grandes projetos: i) expansão da Planta Central, ii) a recuperação de Rejeitos das Barragens, iii) o Projeto de Itabirito, e iv) a expansão do TECAR.
- A companhia aumentou sua projeção de Capex de expansão na mineração entre 2024 e 2028 para R\$ 15,3 bilhões (vs. R\$ 13,8 bilhões anteriormente), relativos à fase 1 do projeto de adição de capacidade, o que pode pressionar a sua alavancagem. Entretanto, a forte estrutura de capital (caixa líquida de R\$ 568 milhões no 4T23), deve sustentar o plano de capex e permitir que a alavancagem se mantenha em níveis adequados ao longo do ciclo de investimentos.
- O time de Research de Siderurgia e Mineração do Itaú BBA acredita que, apesar do fluxo de caixa livre pressionado entre 2024 e 2028 devido aos investimentos citados acima, e da projeção de preço do minério de ferro em patamares abaixo dos níveis observados recentemente, a alavancagem da companhia deve elevar-se de maneira gradual a partir de 2024 e atingir 2,3x em 2027, um nível ainda confortável de endividamento.

Ratings

CSN Mineração	Rating / Outlook
Moody's	-
S&P	brAAA/Estável
Fitch	AAA(bra)/Estável

Métricas de Crédito

CSN Mineração - R\$ milhões	2022	2023	4T22	3T23	4T23	Evolução (Últimos 5 trimestres)
Dívida Líquida	1.795	-568	1.795	-1.973	-568	
EBITDA	6.033	7.863	1.785	1.988	2.759	
EBITDA UDM*	-	-	6.033	6.889	7.863	
Alavancagem Líquida	0,3x	-0,1x	0,3x	-0,3x	-0,1x	
Receita Líquida	12.446	17.054	3.512	4.310	5.018	
Margem EBITDA	48%	46%	51%	46%	55%	
Índice de Liquidez **	10,4x	21,5x	10,4x	24,5x	21,5x	

Resultados do 4T23

- O EBITDA ajustado foi de R\$ 2,8 bilhões (+55% vs. 4T22), impulsionado pelo maior volume de vendas nos mercados interno (+51% vs. 4T22) e externo (+10% vs. 4T22), e pelo maior preço do minério de ferro no 4T23 (+30% vs. 4T22).
- A companhia apresentou caixa líquido (incluindo arrendamentos e instrumentos financeiros derivativos) de R\$ 568 milhões (vs. R\$ 2 bilhões no 3T23). Esta queda foi explicada pela queima de caixa (após investimentos e pagamento de dividendos) de R\$ 517 milhões e aos efeitos não caixa sobre a dívida bruta, como juros acumulados e variação cambial, de cerca de R\$ 895 milhões.

Fonte: Demonstrações Financeiras e Press Release de Resultados da CSN Mineração. (1) Composição em 09/04/2024
(*) EBITDA UDM se refere ao EBITDA acumulado dos últimos doze meses. (**) Razão entre disponibilidades e dívida de curto prazo.

Exoneração de Responsabilidade

Informações Relevantes

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

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

Informações Relevantes – Analistas

Analysts	Disclosure Items				CNPI*
	1	2	3	4	
Ciro Matuo					OK
Akinori Hieda					OK
Paula Touté					OK
Arthur Almeida Neto					OK
Barbara Rocha					OK

*Analyst Certification

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