

# Estratégia Mensal de Renda Fixa

Títulos públicos, Debêntures Incentivadas, CRIs e CRAs – Abril 2025

07 de abril, 2025

## Fixed Income Research Team

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

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

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

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



## Os principais acontecimentos das últimas semanas

Março começou com a curva de juros doméstica apresentando recuo nas taxas de vértices intermediários e longos, acompanhando um ambiente externo mais benigno, com dólar em queda e maior fluxo para ativos locais.

Esse movimento foi perdendo força na segunda metade do mês até que, nos primeiros dias de abril, a situação virou novamente, com a formalização do novo pacote de tarifas comerciais anunciado pelos Estados Unidos. As medidas têm sido percebidas como potencialmente contracionistas para a economia global, e o mercado passou a revisar para baixo as projeções de crescimento das principais economias. Como resultado, estamos observando uma queda relevante nos preços das commodities e demais classes de ativos impactadas por menor crescimento adiante. Esse movimento gerou um novo impulso de fechamento das taxas no Brasil, em especial nos trechos médios e longos da curva, agora guiados por uma expectativa de enfraquecimento da atividade global.

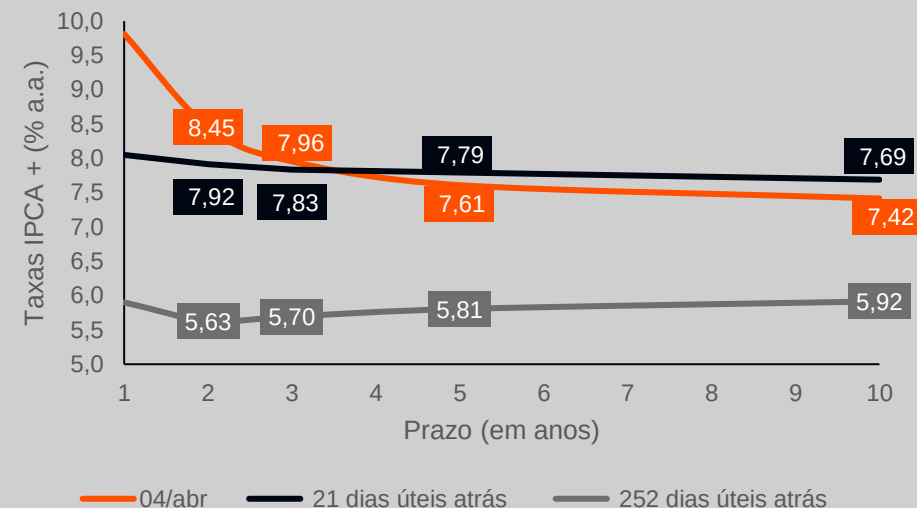
Do lado doméstico, em março o Banco Central elevou a Selic para 14,25% e reforçou, na ata da reunião, que o ambiente inflacionário segue desafiador. O comitê destacou a “desancoragem adicional das expectativas” e a menor previsibilidade da política econômica. O Relatório Trimestral de Inflação (RTI) corroborou essa avaliação ao manter a projeção do IPCA em 3,9% no horizonte relevante e revisar para cima a estimativa para 2025, de 5,2% para 5,6%, impulsionada por pressões nos preços livres e pela piora das expectativas.

O IPCA-15 de março veio abaixo do esperado (+0,64% frente à mediana de +0,70%), o que trouxe algum alívio momentâneo. No entanto, os núcleos do índice permaneceram pressionados, e a difusão acima de 60% indicou que o alívio na inflação cheia ainda está restrito a poucos itens.

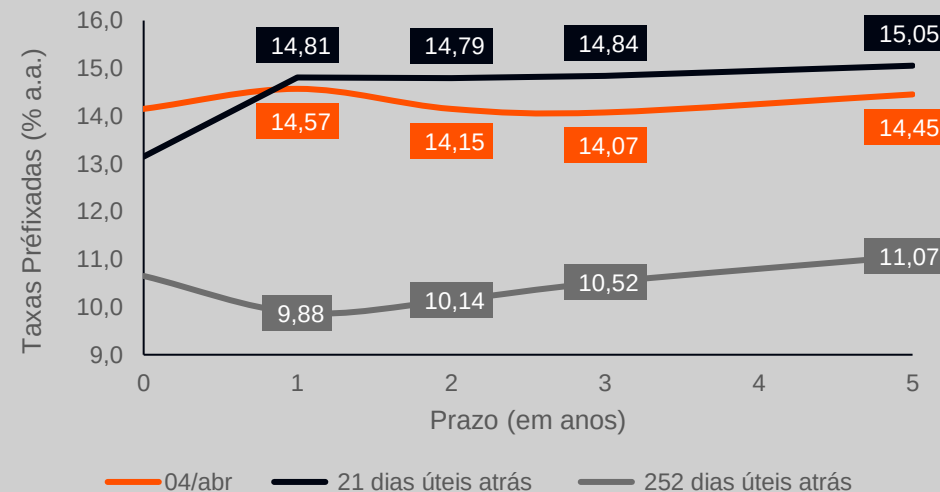
Apesar da inflação ainda resistente e da incerteza fiscal, o foco dos investidores começou a migrar, nas últimas sessões do mês, para os impactos deflacionários do novo cenário internacional. A percepção de desaceleração global passou a prevalecer, abrindo espaço para reprecificação dos ativos de renda fixa e reavivando o debate sobre quando — e em que ritmo — o ciclo de aperto monetário por aqui poderá ser encerrado.

O grau de desaceleração da economia americana deverá continuar a ser o termômetro dos mercados ao longo dos próximos meses. Por ora, a discussão no mercado local é sobre a próxima decisão do Copom, a ocorrer no dia 7 de maio. A curva de juros ainda precifica uma alta de 0,5 p.p. como cenário mais provável, em um ciclo de alta que deverá encerrar em 15,0% a.a. até o meio do ano.

### Evolução NTN-Bs



### Evolução Prefixados



# Como se posicionar na renda fixa

A dominância da percepção de desaceleração global, que passou a liderar as discussões de mercado nos últimos dias e tem influenciado diretamente as curvas de juros — no Brasil e no exterior — reforça nossas recomendações de investimentos apresentadas no relatório de março.

Embora o Copom tenha mantido o discurso firme e elevado a Selic para 14,25%, o mercado preservou a visão de que o ciclo de alta está próximo do fim. Desde o início do ano, a expectativa de Selic terminal já havia recuado de 16% para algo ao redor de 15% ao ano — movimento que se manteve mesmo após a comunicação mais dura do Banco Central. Agora, com a intensificação do risco de desaceleração global, o mercado começa a trabalhar com a hipótese de que o ciclo pode ser encerrado mais cedo do que se previa ou, ao menos, evita projeções ainda mais agressivas sobre a postura do Copom, ainda que as taxas de juros permaneçam em patamar elevado por um período prolongado.

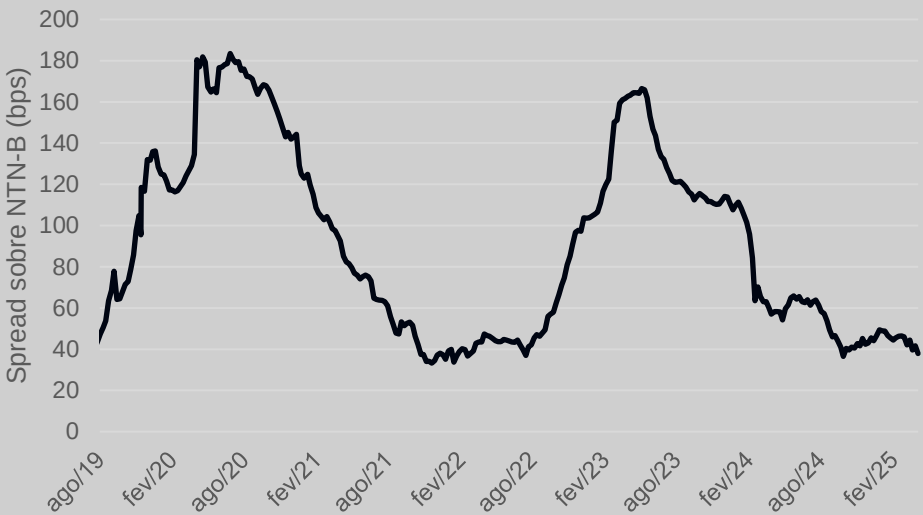
Esse novo pano de fundo — que combina crescimento mais fraco e queda do preço do petróleo — acelera a percepção de que as pressões inflacionárias no curto prazo podem se dissipar com maior rapidez. Embora os impactos de médio e longo prazo sobre a inflação ainda suscitem dúvidas, a inflação implícita nos preços dos ativos domésticos já vinha operando em níveis elevados para horizontes mais longos, o que mitiga o risco de deterioração adicional.

Como temos reforçado nos últimos relatórios, com nossas projeções de que a inflação deve ficar ligeiramente abaixo de 6,0% neste ano e iniciar trajetória de desaceleração a partir de 2026, seguimos vendo espaço para taxas de juros mais brandas do que aquelas embutidas nos títulos públicos de médio e longo prazo. Ou seja, com inflação mais controlada, o Banco Central poderá revisar a postura atual, ainda que mantendo a Selic em dois dígitos por um tempo — o que favorece os títulos hoje disponíveis no mercado secundário.

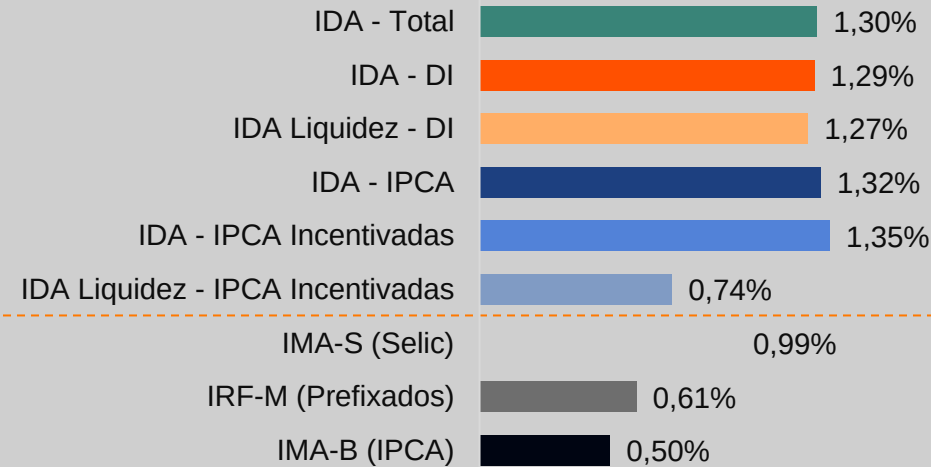
Diante desse contexto, reforçamos as três frentes de alocação sugeridas:

- Títulos prefixados com prazo de cerca de 3 anos:** permanecem atrativos, oferecendo taxas elevadas mesmo após o fechamento parcial da curva. Representam uma boa combinação de carregue e sensibilidade a um eventual encerramento do ciclo de alta.
- Títulos IPCA+ com prazos a partir de 5 anos:** seguem como o principal veículo para capturar a expectativa de desinflação nos próximos anos, sem abrir mão de proteção contra a inflação. Os prêmios reais embutidos continuam elevados, e a inflação implícita já precifica parte significativa dos riscos fiscais.
- Títulos pós-fixados:** são a melhor opção para investidores com horizonte de até dois anos, dado o elevado carregue proporcionado pela Selic e a baixa visibilidade sobre cortes no curto prazo.

Evolução do Spread sobre a NTN-B (bps)



Retorno dos Índices (Fevereiro)



# **Tesouro Direto – Títulos Selecionados**

# Os Top Picks de Abril de 2025

| Indexador   | Título                        | Taxa Negociação | Racional da Recomendação                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-------------|-------------------------------|-----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Pós-fixados | <u>Tesouro Selic 2028</u>     | SELIC+0,0590%   | O ciclo de alta da taxa Selic aumenta a rentabilidade dos títulos pós-fixados, mantendo retornos elevados tanto em termos nominais quanto em termos reais (acima da inflação). A situação é esperada que se mantenha ao menos até o final de 2026, explicando nossa sugestão no Tesouro Selic 2028, que cumpre as funções de prover liquidez à carteira, amortecer a volatilidade e continuar a rentabilizar o capital acima da taxa de inflação.        |
| Prefixado   | <u>Tesouro Prefixado 2028</u> | 13,99%          | A precificação de que a taxa Selic alcançará patamar ao redor de 15% a.a. em 2025, se mantendo acima de 14,0% a.a. nos anos subsequentes gera atratividade aos títulos prefixados de prazo intermediário (vértices próximos a 3 anos), dado que acreditamos em trajetória mais branda para a taxa Selic a partir do próximo ano. Assim, recomendamos o Tesouro Prefixado 2028 para investidores que possuem horizonte de investimento superior a 2 anos. |
| IPCA+       | <u>Tesouro IPCA+ 2040</u>     | IPCA+7,27%      | Nos trechos mais longos, continuamos otimistas com o carregamento de títulos atrelados ao IPCA. Embora seja esperada continuidade do cenário de taxa Selic elevada nos próximos trimestres, em horizontes mais longos o retorno de títulos pós-fixados deve convergir para o nível de equilíbrio ao redor de 5,0% a.a. acima da inflação, abaixo portanto dos níveis oferecidos nos títulos indexados à inflação.                                        |

# **Crédito Privado – Títulos Seleccionados**

# Os Top Picks de Abril 2025: Para o Público em Geral

| Risco de Crédito | Ticker             | Taxa Negociação | Rating Médio | Vencimento | Racional da Recomendação                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|------------------|--------------------|-----------------|--------------|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Klabin           | <u>CRA019003JY</u> | IPCA + 7,4%     | AAA          | 16/06/2029 | A Klabin é uma empresa verticalmente integrada que atua no segmento de papel e celulose. É líder brasileira em produção de cartões, embalagens de papelão ondulado e sacos industriais, além de produzir celulose de fibra curta (eucalipto), fibra longa (pinus) e fluff de fibra longa. Apesar do ciclo de investimentos ter pressionado a sua alavancagem (4,5x no 4T24), a Klabin tem como foco de curto prazo a desalavancagem, através: (i) da integração plena do projeto Caetê aos ativos da companhia; (ii ) do ramp-up do Projeto Puma II; (iii) da adoção do Projeto Plateau. <b>Veja mais detalhes no nosso <a href="#">relatório completo</a>.</b>                                                                                                                                             |
| CSN Mineração    | <u>CMIN12</u>      | IPCA + 7,6%     | AAA          | 15/07/2032 | A CSN Mineração atua na produção e venda de minério de ferro, é controlada pelo grupo CSN (69,01%) e atualmente é a segunda maior exportadora de minério de ferro do Brasil. A empresa detém as minas de Casa de Pedra e do Engenho & Pires (MG), com reserva aproximada de 3,3 bilhões de toneladas de minério. Também possui 18,63% de participação na ferroviária MRS; 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. Apesar de possuir um plano de investimentos R\$15,3 bilhões até 2028, esperamos que a companhia mantenha uma alavancagem e liquidez confortáveis, dada a sua forte estrutura de capital. <b>Veja mais detalhes na pagina 09 desse relatório.</b> |
| Rumo             | <u>RUMOB6</u>      | IPCA+7,0%       | AAA          | 15/06/2036 | É o maior grupo independente de logística ferroviária do Brasil. Atua com foco no transporte ferroviário e multimodal, com infraestrutura que inclui mais de 13,5 mil km de linhas ferroviárias, 9 terminais de transferência (transbordo) de carga e 4 terminais portuários. A Rumo possui sólido perfil de crédito, suportado por uma operação robusta, alavancagem em níveis controlados e conservadora posição de caixa, capaz de cobrir quase integralmente a dívida dos próximos 5 anos. <b>Veja mais detalhes no nosso <a href="#">relatório completo</a>.</b>                                                                                                                                                                                                                                       |

# Os Top Picks de Abril 2025: Para o Investidor Qualificado

| Risco de Crédito | Ticker             | Taxa Negociação | Rating Médio | Vencimento | Racional da Recomendação                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|------------------|--------------------|-----------------|--------------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| BRF              | <u>CRA020002H1</u> | IPCA+7,9%       | AAA          | 15/07/2030 | A BRF é uma produtora verticalmente integrada de produtos de aves e suínos. Cria aves e porcos através de seus parceiros integrados, produz a ração animal, abate os animais, produz alimentos processados e faz a distribuição de produtos processados e in natura em todo o Brasil e nos seus mercados de exportação. A BRF apresenta um sólido perfil de crédito, suportado pelos baixo endividamento, robusta posição de caixa e melhora na eficiência operacional. <b>Veja mais detalhes no nosso <a href="#">relatório completo</a>.</b>                        |
| Intervias        | <u>IVIAA0</u>      | IPCA+7,8%       | AAA          | 15/05/2038 | É a concessionária que opera 380,3 km de trechos de rodovias na região centro-norte do Estado de São Paulo, sendo um importante corredor para escoamento de produtos agrícolas e importação de produtos industrializados, resultando num intenso fluxo de veículos pesados. O perfil de crédito da Intervias é sólido, suportado por uma operação com elevadas margens, robusta geração de caixa, e alongado perfil da dívida. <b>Veja mais detalhes no nosso <a href="#">relatório completo</a>.</b>                                                                 |
| Rumo             | <u>GASC23</u>      | IPCA+7,3%       | AAA          | 15/10/2033 | É o maior grupo independente de logística ferroviária do Brasil. Atua com foco no transporte ferroviário e multimodal, com infraestrutura que inclui mais de 13,5 mil km de linhas ferroviárias, 9 terminais de transferência (transbordo) de carga e 4 terminais portuários. A Rumo possui sólido perfil de crédito, suportado por uma operação robusta, alavancagem em níveis controlados e conservadora posição de caixa, capaz de cobrir quase integralmente a dívida dos próximos 5 anos. <b>Veja mais detalhes no nosso <a href="#">relatório completo</a>.</b> |
| ISA CTEEP        | <u>TRPLB7</u>      | IPCA+6,8%       | AAA          | 15/10/2039 | É uma das maiores transmissoras de energia no setor privado brasileiro, com 23 mil km de linhas de transmissão. A Isa Energia mantém um perfil de crédito sólido, com receitas previsíveis, eficiência operacional robusta e flexibilidade financeira, o que deverá ajudar na redução do endividamento no longo prazo, apesar da pressão atual sobre a sua geração de caixa devido ao ciclo de investimentos que será realizado para renovar seu portfólio. <b>Veja mais detalhes no nosso <a href="#">relatório completo</a>.</b>                                    |



# Top Picks Incentivadas (Debêntures, CRIs e CRAs) – Abril 2025

## Metodologia de Seleção da Carteira

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

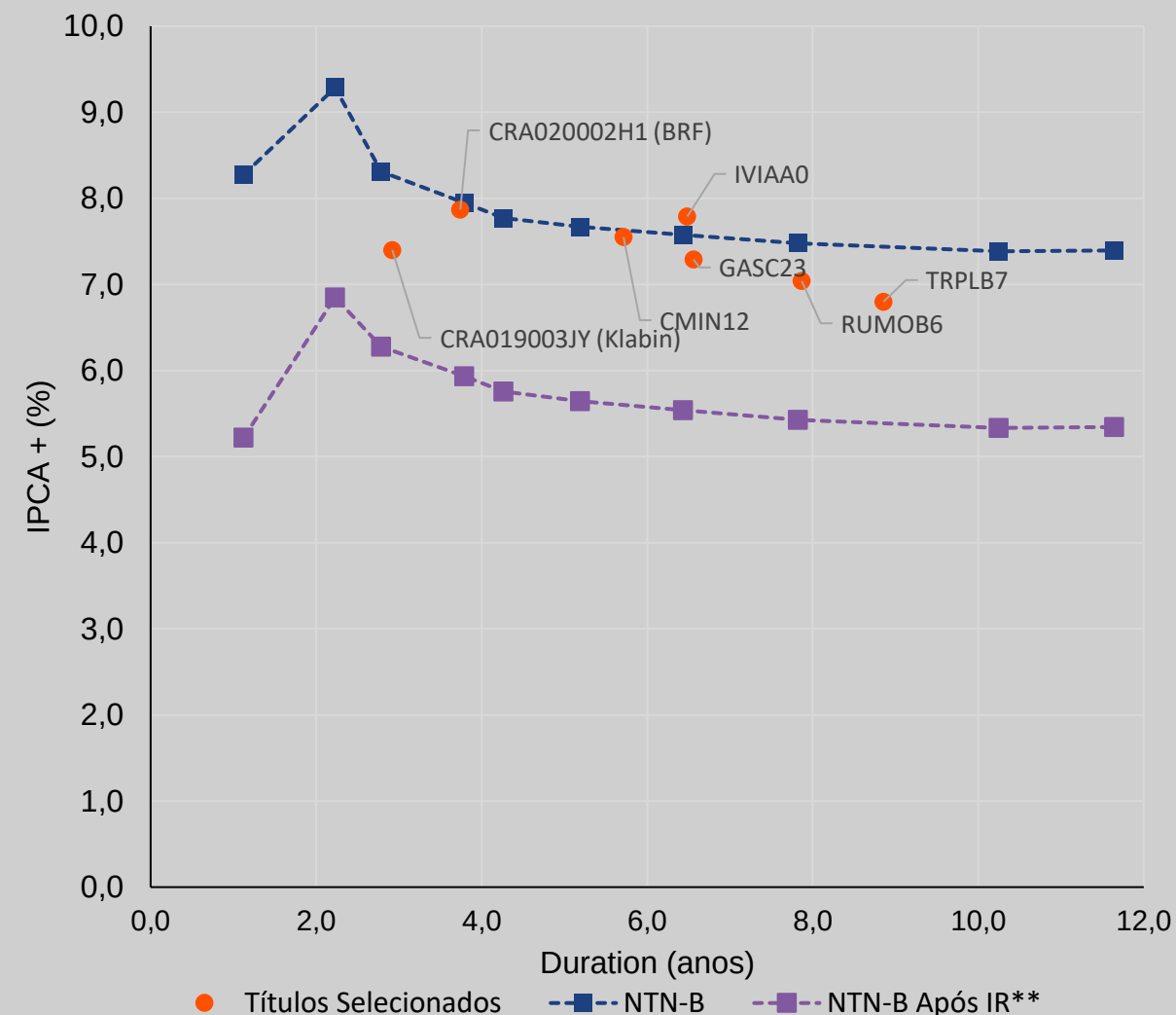
Partindo de uma base contendo os papéis oferecidos ao mercado pelas principais corretoras (com ou sem precificação pela ANBIMA), visamos selecionar opções de títulos de curto, médio e longo prazo, cujas devedoras apresentem um forte perfil de crédito e que apresentem uma boa relação de risco-retorno.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

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

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

Como mostra o gráfico ao lado, na edição de abril selecionamos 07 títulos que oferecem taxas reais (ou seja, ganhos acima da inflação) de **6,8% a 7,9%** em prazos totais entre **4,2 e 14,5 anos**. Os prêmios (ou *spread*) acima das NTN-Bs equivalentes destes títulos considerado a rentabilidade após a incidência de imposto de renda\*\* (IR) sobre os títulos públicos (linha roxa), variam de **138 bps a 224 bps (1,38 a 2,24 p.p.)**.

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



# Top Picks Incentivadas IPCA+ (Debêntures, CRIs e CRAs) – Abril 2025

Como mostram as tabelas abaixo, na edição de janeiro selecionamos 7 títulos que oferecem taxas reais (ou seja, ganhos acima da inflação) de 6,8% a 7,9% em prazos totais entre 4,2 e 14,5 anos. Os prêmios (ou spread) acima das NTN-Bs equivalentes destes títulos, considerando a rentabilidade após a incidência de imposto de renda\* (IR) sobre os títulos públicos, variam de 138 bps a 224 bps (1,38 a 2,24 p.p.).

## Investidor em Geral

| Código B3   | Devedor       | NTN-B de Referência | Data de Vencimento | Periodic. Juros | Prazo total (anos) | Saldo Remanesc. (R\$ MM) | Taxa Negociação (IPCA + %) | Spread vs. NTN-B Ref. (após IR, bps.)* | Rating Devedor (Moody's/S&P/Fitch) |
|-------------|---------------|---------------------|--------------------|-----------------|--------------------|--------------------------|----------------------------|----------------------------------------|------------------------------------|
| CRA019003JY | KLABIN        | 2028                | 15/06/2029         | Anual           | 4,2                | 1.260                    | 7,4%                       | 139                                    | AAA.br / brAAA / AAA(bra)          |
| CMIN12      | CSN MINERAÇÃO | 2033                | 15/07/2032         | Semestral       | 7,3                | 792                      | 7,6%                       | 195                                    | -- / brAA+ / AAA(bra)              |
| RUMOB6      | RUMO          | 2035                | 15/06/2036         | Semestral       | 11,2               | 260                      | 7,0%                       | 153                                    | -- / brAAA / AAA(bra)              |

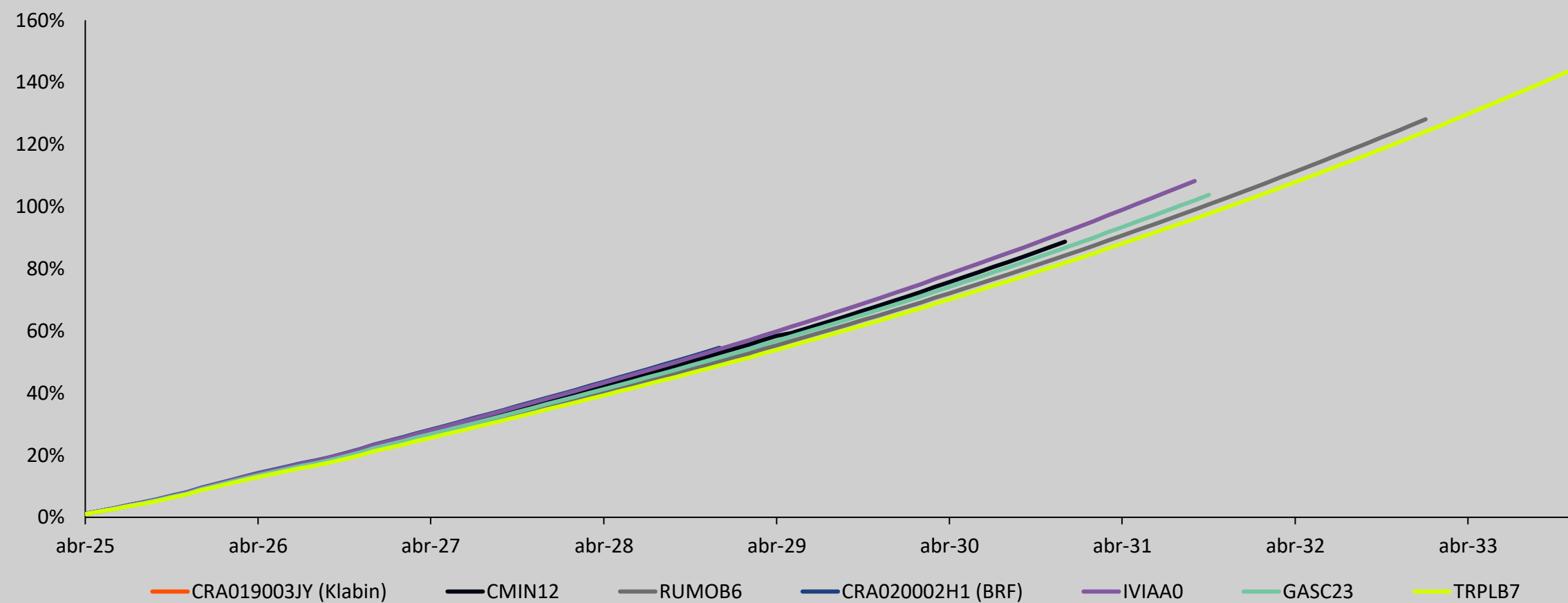
## Investidor Qualificado

| Código B3   | Devedor             | NTN-B de Referência | Data de Vencimento | Periodic. Juros | Prazo total (anos) | Saldo Remanesc. (R\$ MM) | Taxa Negociação (IPCA + %) | Spread vs. NTN-B Ref. (após IR, bps.)* | Rating Devedor (Moody's/S&P/Fitch) |
|-------------|---------------------|---------------------|--------------------|-----------------|--------------------|--------------------------|----------------------------|----------------------------------------|------------------------------------|
| CRA020002H1 | BRF                 | 2029                | 15/07/2030         | Semestral       | 5,3                | 1.880                    | 7,9%                       | 200                                    | -- / brAAA / AAA(bra)              |
| IVIAA0      | INTERVIAS           | 2035                | 15/05/2038         | Semestral       | 13,1               | 2.449                    | 7,8%                       | 224                                    | --/ brAAA / --                     |
| GASC23      | RUMO MALHA PAULISTA | 2035                | 15/10/2033         | Semestral       | 8,5                | 553                      | 7,3%                       | 177                                    | -- / brAAA / AAA(bra)              |
| TRPLB7      | CTEEP               | 2040                | 15/10/2039         | Semestral       | 14,5               | 750                      | 6,8%                       | 139                                    | --/ -- / AAA(bra)                  |

# Top Picks Incentivadas IPCA+ (Debêntures, CRIs e CRAs) – Abril 2025

No gráfico abaixo trazemos uma estimativa da rentabilidade esperada de cada um dos títulos selecionados, utilizando o prazo médio de cada título e assumindo que os pagamentos de cupom sejam reinvestidos à mesma taxa contratada e utilizando a projeção de inflação divulgada pela equipe de macroeconomia do Itaú BBA.

## Rentabilidade Esperada



# Sobre os devedores

# Top Pick: CSN Mineração (CMIN12)

## CSN Mineração

**Sobre a empresa.** A CSN Mineração atua na produção e venda de minério de ferro, é controlada pelo grupo CSN (79,75%)<sup>1</sup> 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) apresentou uma queda ao longo de 2024, indo de aproximadamente US\$ 135/ton em dezembro do ano anterior para cerca de US\$ 100/ton em dezembro de 2024. Apesar das incertezas acerca da demanda chinesa e potenciais efeitos de uma guerra comercial global sobre diferentes commodities, os preços do minério têm se mantido em patamar historicamente elevado, porém abaixo dos níveis recordes de 2021 e 2022.

**Sobre o crédito.** A companhia anunciou um pacote de investimentos para expansão totalizando R\$ 15,3 bilhões, com incremento de volume de produção de 28,4 Mtpa até 2028, dividido em 4 grandes projetos: i) planta de Recuperação de Ultrafinos, ii) a recuperação de Rejeitos das Barragens, iii) o Projeto de Itabirito, e iv) a expansão do TECAR.

O capex mencionado acima deve pressionar a alavancagem da companhia ao longo do ciclo de investimentos. Entretanto, a companhia possui uma forte estrutura de capital (com um caixa líquido de R\$ 2 bilhões no 1T24) deve sustentar o plano de investimentos e permitir que a alavancagem se mantenha ainda em níveis adequados. O time 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 2025 e atingir um pico de 3,6x em 2027, um nível ainda confortável de endividamento considerando o ciclo de investimentos.

**Porque gostamos.** Apesar da volatilidade inerente ao seu setor de atuação, a CSN Mineração tem mantido uma forte estrutura de capital, que lhe confere adequada flexibilidade financeira para enfrentar os ciclos das commodities. Esperamos que apesar do extenso plano de investimentos, a companhia mantenha métricas de crédito confortáveis nos próximos anos.

### Pontos Fortes

- Baixa alavancagem e forte liquidez;
- Grande escala;
- Produtora eficiente, com custos relativamente baixos;

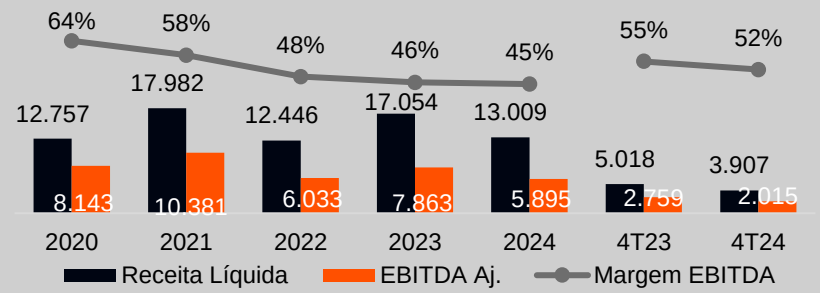
### Pontos de Atenção

- Setor inerentemente volátil;
- Plano de investimentos deve pressionar a alavancagem ao longo dos próximos anos;
- Histórico de pagamentos elevados de dividendos;

### Ratings

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

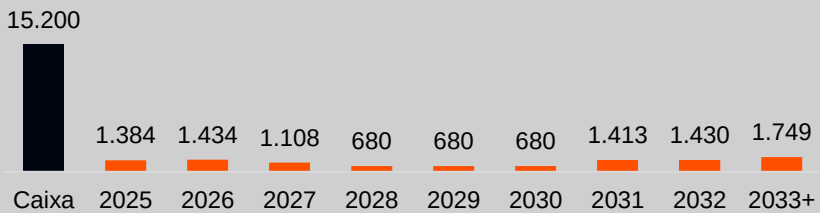
## Evolução Receita Líquida e EBITDA (R\$ milhões)



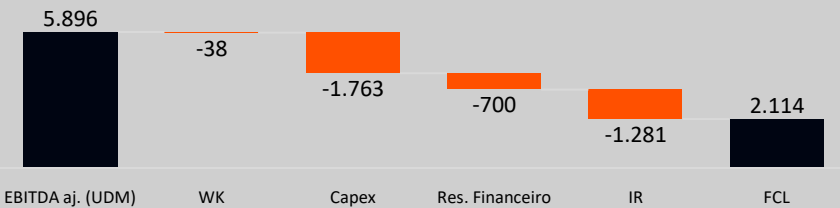
## Evolução da Dívida Líquida (R\$ milhões) e Alavancagem

|                | 2020   | 2021   | 2022  | 2023   | 2024   |
|----------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| Dívida Líquida | -1.641 | -6.093 | 1.795 | -1.504 | -4.519 |
| Alavancagem    | -0,2x  | -0,6x  | 0,3x  | -0,2x  | -0,8x  |

## Cronograma de Amortização da Dívida (R\$ milhões)



## Fluxo de Caixa livre – 2024 (R\$ milhões)



# 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 Assessoria. 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, consequentemente, o preço ou valor dos instrumentos financeiros pode aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente. Rentabilidade passada não é necessariamente indicativa de resultados futuros, e nenhuma segurança ou garantia, de forma expressa ou implícita, é dada neste relatório em relação a desempenhos futuros ou a qualquer outro aspecto. O Itaú Unibanco e suas afiliadas se eximem de toda e qualquer responsabilidade por eventuais prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou de seu conteúdo. Ao utilizar tal relatório o investidor obriga-se, de forma irrevogável e irretratável, a manter o Itaú Unibanco e/ou qualquer de suas afiliadas, indenes 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 de seu destinatário
- 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 celebrou qualquer contrato com emissor(es) relativo à elaboração de relatórios de pesquisa.
- A descrição detalhada das medidas administrativas e de organização interna e das barreiras de informação instituídas para prevenir e evitar os conflitos de interesse no que diz respeito à produção de relatórios de research estão disponíveis para consulta em [www.itaucorretora.com.br](http://www.itaucorretora.com.br)
- As informações relevantes acerca dos modelos proprietários utilizados pelos analistas do 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 Conduita 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 e serviços financeiros. 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 é autorizado pela Prudential Regulation Authority e regulado pela Financial Conduct Authority e pela Prudential Regulation Authority (FRN 575225). O Itaú BBA International plc tem seus escritórios registrados em 100 Liverpool Street, Nível 2, Londres, Reino Unido, EC2M 2AT. 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 membro da FINRA e membro da SIPC, é responsável pela distribuição deste relatório e do conteúdo aqui contido. Qualquer investidor dos EUA que receber este relatório e pretender negociar qualquer um dos títulos mencionados aqui deve fazê-lo através da Itaú BBA USA Securities, Inc. no endereço 599 Lexington Avenue, 34º andar, Nova York, NY 10022.; iv) 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 interpretado como constituindo 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) pretensão de 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) isenta [o Itaú Unibanco, S.A., suas afiliadas e/ou subsidiárias] de toda e qualquer responsabilidade relacionada a qualquer ação tomada ou omitida a ser tomada por você, em conexão com os títulos relevantes

## Informações Relevantes – Analistas

| Analysts             |  | Disclosure Items |   |   |   |
|----------------------|--|------------------|---|---|---|
|                      |  | 1                | 2 | 3 | 4 |
| Lucas Queiroz        |  |                  |   |   |   |
| Paula Touté          |  |                  |   |   |   |
| Arthur Almeida Neto  |  |                  |   |   |   |
| Clara Franco Lustosa |  |                  |   |   |   |

- 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.