

JGP Asset
Management

JGP Debêntures Inc. Juros Reais
Carta do Gestor: Especial 2 anos

JGP Debêntures Incentivadas Juros Reais



JGP Debêntures Incentivadas Juros Reais

Prezados Investidores,

No último mês, nosso fundo **JGP Debêntures Incentivadas Juros Reais**, que conta com o benefício fiscal de isenção de imposto de renda para investidores pessoas físicas, completou 2 anos. Destacaremos nessa carta nosso processo de investimento e seus diferenciais, assim como nossa leitura a respeito do ciclo de *spreads* de crédito para o segmento de infraestrutura, atribuição de performance da carteira vs. Idex-Infra e as teses que enxergamos melhor potencial de compressão de *spreads*.

Processo de Investimento

A gestão do JGP Debêntures Incentivadas Juros Reais é realizada a partir de um contínuo processo de análise e seleção de ativos de crédito no segmento de debêntures de infraestrutura, além do ajuste de posicionamento da *duration* do portfólio em função da avaliação da atratividade das curvas de juros (reais e nominais) no Brasil.

O posicionamento inicial da carteira é feito a partir de uma visão *Top Down* e das interações diárias com o time macro da JGP, para que possamos ajustar a *duration* do portfólio, aumentando ou reduzindo, via derivativos (DAP). Historicamente, essa medida para o fundo corresponde a 4-4,5 anos, abaixo dos 5-5,5 anos do Idex-Infra, mas pode passar por modificações em função do cenário macroeconômico do país. Desde o início do fundo, o ajuste ativo da *duration* do portfólio do fundo agregou +0,78% na performance acumulada.

Sobre o processo de investimentos: a aprovação dos ativos é ancorada na mesma filosofia de análise de crédito dos demais fundos da JGP, incrementada e aprimorada ao longo dos 9 anos

de histórico de gestão de títulos privados. Atualmente, nossa equipe dedicada aos fundos de crédito é composta por 24 profissionais, divididos em diferentes verticais do segmento de crédito, que se complementam e contribuem com diferentes perspectivas sobre mercados, setores e companhias. A avaliação individual de cada debênture é corroborada em nosso Comitê de Crédito, resultando na atribuição de *ratings* internos para os emissores analisados. A complementariedade e diversificação de perspectivas para análise de ativos oferecidas pela nossa equipe é um diferencial chave para a assertividade na seleção dos ativos que compõem o fundo.

O monitoramento desses ativos, após aprovação inicial, e a diversificação da carteira representam um importante benefício do investimento no mercado de infraestrutura via fundos de crédito. Mesmo considerando que os emissores de debêntures de infraestrutura são de setores majoritariamente com maior resiliência de fundamentos, e melhor previsibilidade de geração de caixa (projetos maduros), as debêntures de infra requerem análise criteriosa de suas características (garantias e recebíveis, *covenants*, geração de caixa, estrutura de capital, atributos do emissor/*sponsor*), principalmente quando o ativo está exposto ao risco de execução de um projeto – aspecto muito comum no setor. Nesses casos, o entendimento dos requisitos necessários para que os *completions* técnicos (geralmente uma avaliação de um engenheiro independente) e financeiros (cumprimento do *covenant* do Índice de Cobertura do Serviço da Dívida – ICSD, na maioria dos casos) sejam decretados como atingidos, é fundamental. A cobertura de garantias e suporte dos acionistas na fase inicial dos projetos de infraestrutura (*pré-completion*) é uma das particularidades técnicas da análise de crédito para ativos do segmento, e detém alto peso dentre os fatores analisados que determinam nossos *ratings* internos.

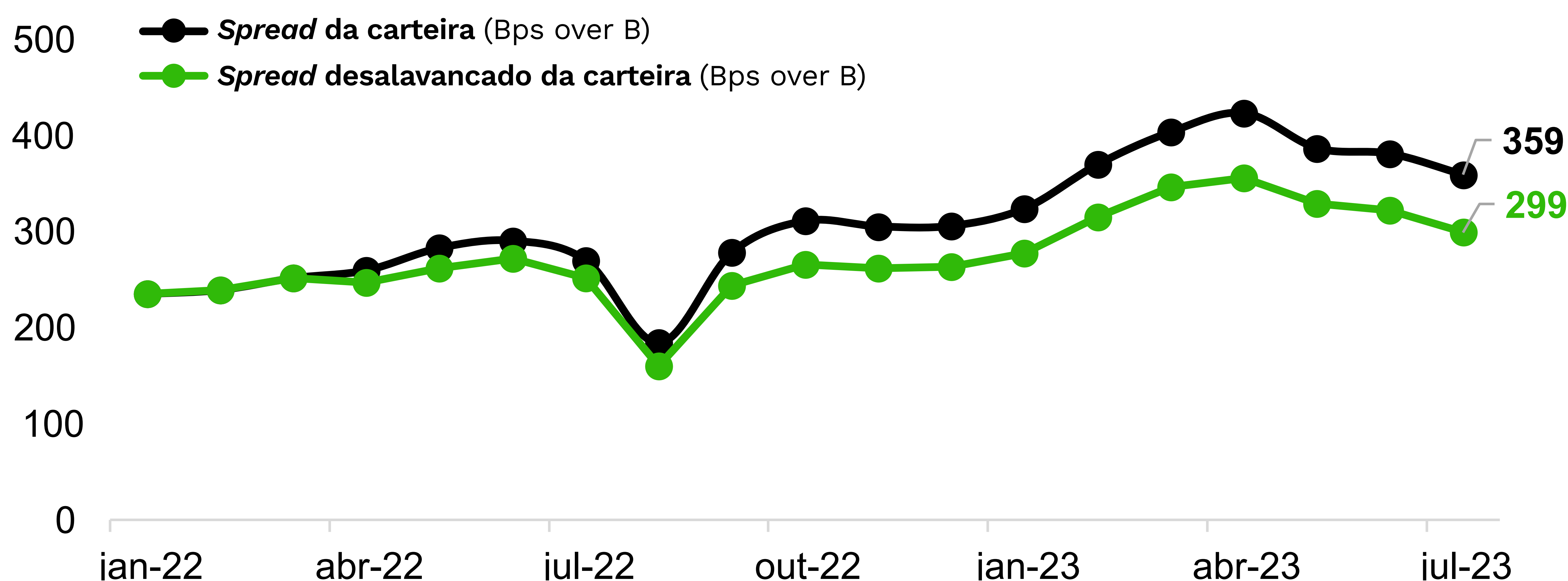
Além do investimento em ativos isentos, é possível explorar as alternativas de alocação da parcela ex-infra da carteira, respeitando o limite mínimo de 85% de exposição em debêntures isentas (após dois anos), conforme estabelecido pela regulamentação. A adição de ativos indexados ao CDI, além de reduzir a volatilidade do fundo, é capaz de agregar maior carregamento (em média cerca de 120 bps acima das debêntures de infraestrutura) e complementar a gestão do portfólio, através de exposições oportunísticas a setores descorrelacionados com o mercado de infraestrutura.

A gestão ativa dos portfólios via mercados primário e secundário, uma marca dos nossos fundos de crédito, é também uma característica importante para o JGP Debêntures Incentivadas Juros Reais. Nosso objetivo é agregar retorno ao carregamento da carteira através da reciclagem das posições, onde ativos com menor potencial de retorno são trocados constantemente por alternativas de maior *spread* e/ou potencial de ganho de preço/compressão de *spreads*. Nesse processo, a qualidade da execução e a assertividade nos níveis de entrada e saída dos papéis são pontos cruciais, especialmente porque no universo de ativos incentivados o *Bid/Ask spread* praticado é maior do que a média dos ativos em CDI, assim como a *duration* desses ativos, o que intensifica o impacto na rentabilidade do fundo. Desse modo, quando um investidor compra ou vende uma debênture de infraestrutura, geralmente consegue condições piores às dos fundos com bons diferenciais de execução, preparados para negociar de forma mais eficiente elevados volumes de debêntures com uma ampla gama de intermediários.

Esses diferenciais competitivos são refletidos na carteira diversificada do JGP Debêntures Incentivadas Juros Reais, composta atualmente por 60 ativos de 49 emissores, com carregamento de IPCA+8,80% (equivalente a 359 bps acima da NTN-B de referência) e *duration* de 4,5 anos (data base: 31/07/2023).

Evolução do Carregamento da Carteira

(em bps sobre a NTN-B de referência)



Fonte: JGP

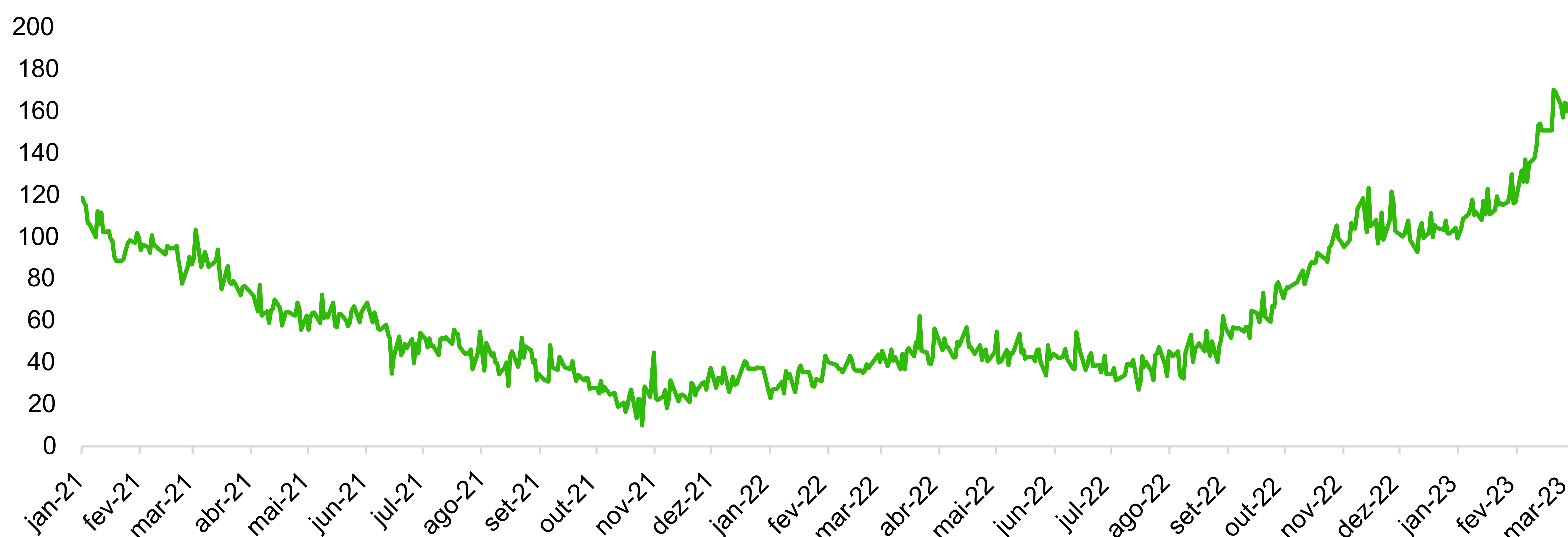
Track Record do fundo e Mercado de Crédito

Desde seu lançamento em julho de 2021, o JGP Debêntures Incentivadas Juros Reais navegou por diferentes estágios do ciclo de *spreads* do mercado de infraestrutura no Brasil. Do início do fundo até meados de agosto de 2022 (quando o fundo completou 1 ano), os *spreads* gravitaram de forma equilibrada entre 45 bps e 55 bps acima da NTN-B de referência. O último semestre de 2022, contudo, foi marcado pela expectativa do início da obrigatoriedade da marcação a mercado dos ativos de renda fixa privados investidos diretamente por pessoas físicas, implementado em janeiro de 2023. Essa mudança gerou volatilidade para as debêntures de infraestrutura, elevando o *spread* médio do Idex-Infra para 100bps acima da NTN-B de referência - cerca de duas vezes o patamar de *spreads* observado no período compreendido entre junho de 2021 e junho 2022.

Antes dos resultados da nova regra em vigor terem sido assimilados completamente pelo mercado, os inesperados eventos de Lojas Americanas e Light vieram à tona nos primeiros meses de 2023, causando uma nova onda de abertura nas taxas dos ativos de crédito de privado. O Idex-Infra (ex-Light), por exemplo, chegou a atingir seu pico de *spread* em 174 bps acima da NTN-B de referência no dia 9 de março, estabelecendo um novo patamar para as taxas.

Spread do Idex-Infra (ex - Light)

Janeiro de 2021 até 9 de março de 2023 (pico de *spread over*)

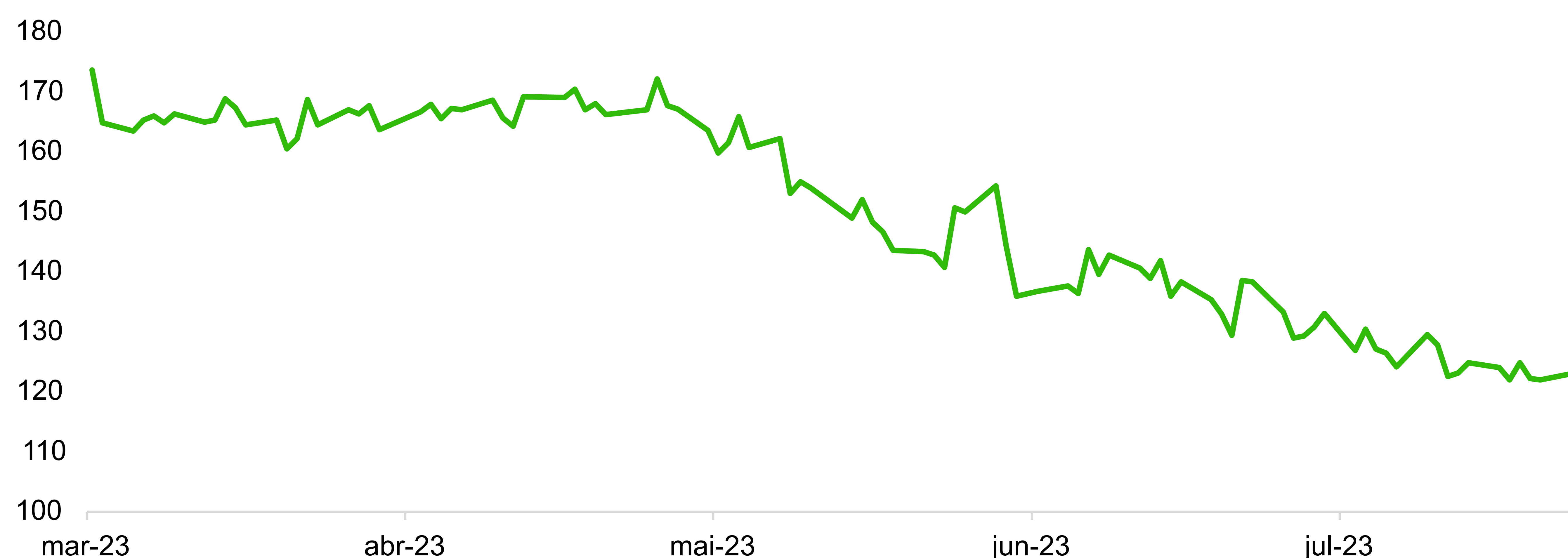


Fonte: JGP

Esse efeito da abertura das taxas no mercado de crédito sobre o preço das debêntures se torna mais severo no segmento de infraestrutura, uma vez que os ativos enquadrados na Lei 12.431/11 costumam apresentar vencimentos mais longos. Quando multiplicamos a *duration* de um título pela variação da taxa da debênture, é possível calcular uma aproximação do impacto no preço do ativo mantido em carteira. Isso significa que, considerando uma abertura de 124 bps (de 50 bps para 174 bps) entre julho de 2022 e 9 de março de 2023 e uma *duration* de 5,2 anos (média do IDEX-Infra), teríamos um resultado negativo de -6,45% no retorno do IDEX-Infra, apenas proveniente da marcação a mercado do componente de *spread* de crédito. Entretanto, entre abril e julho deste ano, começamos a ver uma reversão relevante dessa abertura, tanto no *spread* de crédito (medido em bps acima das NTN-Bs, através do IDEX-Infra), quanto na curva das NTN-Bs, outro componente relevante para a performance dos fundos de infraestrutura. No fim de julho, em termos de *spreads* de crédito, o IDEX-Infra atingiu o nível de 123bps (fechamento de 51 bps frente ao pico de 174 bps no mês de março, resultando em um impacto equivalente a +2,65% de retorno, seguindo a mesma lógica apresentada acima), enquanto a NTN-B 2030, (que apresenta *duration* similar à do fundo), apresentou fechamento de 93 bps do início de março até o final de julho, representando ganho adicional de 5,33% no *benchmark* do segmento.

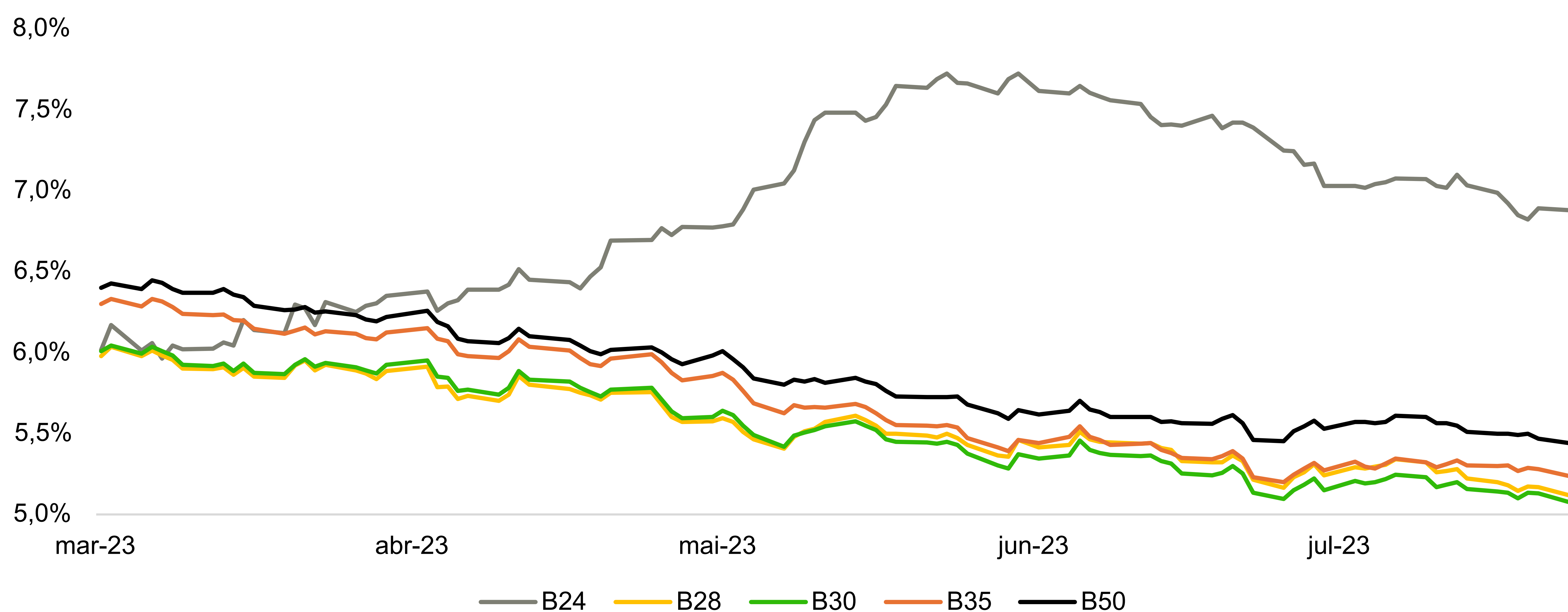
Spread do IDEX-Infra (ex-Light)

9 de março 2023 até 31 de julho de 2023



Fonte:

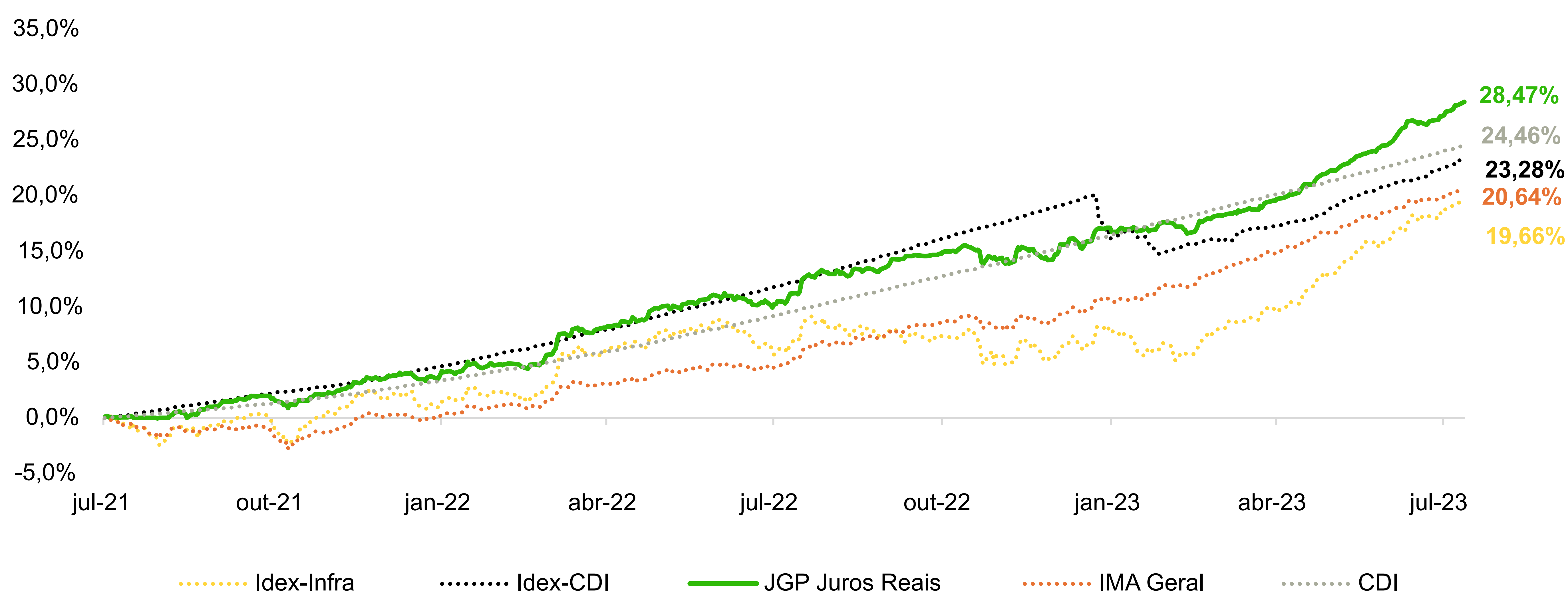
Spread das NTN-Bs de 9 de março até fim de julho de 2023



Fonte: Bloomberg e Anbima

A despeito do período conturbado, o JGP Debêntures Incentivadas Juros Reais acumula retorno desde o início de suas atividades de 28,46% vs. 19,57% do Idex-Infra (base julho-23). Além do início da reversão do cenário descrito acima em 2023, os diferenciais da gestão apresentados acima, também contribuíram para a performance expressiva do fundo.

Performance acumulada do JGP Debêntures Incentivadas Juros Reais



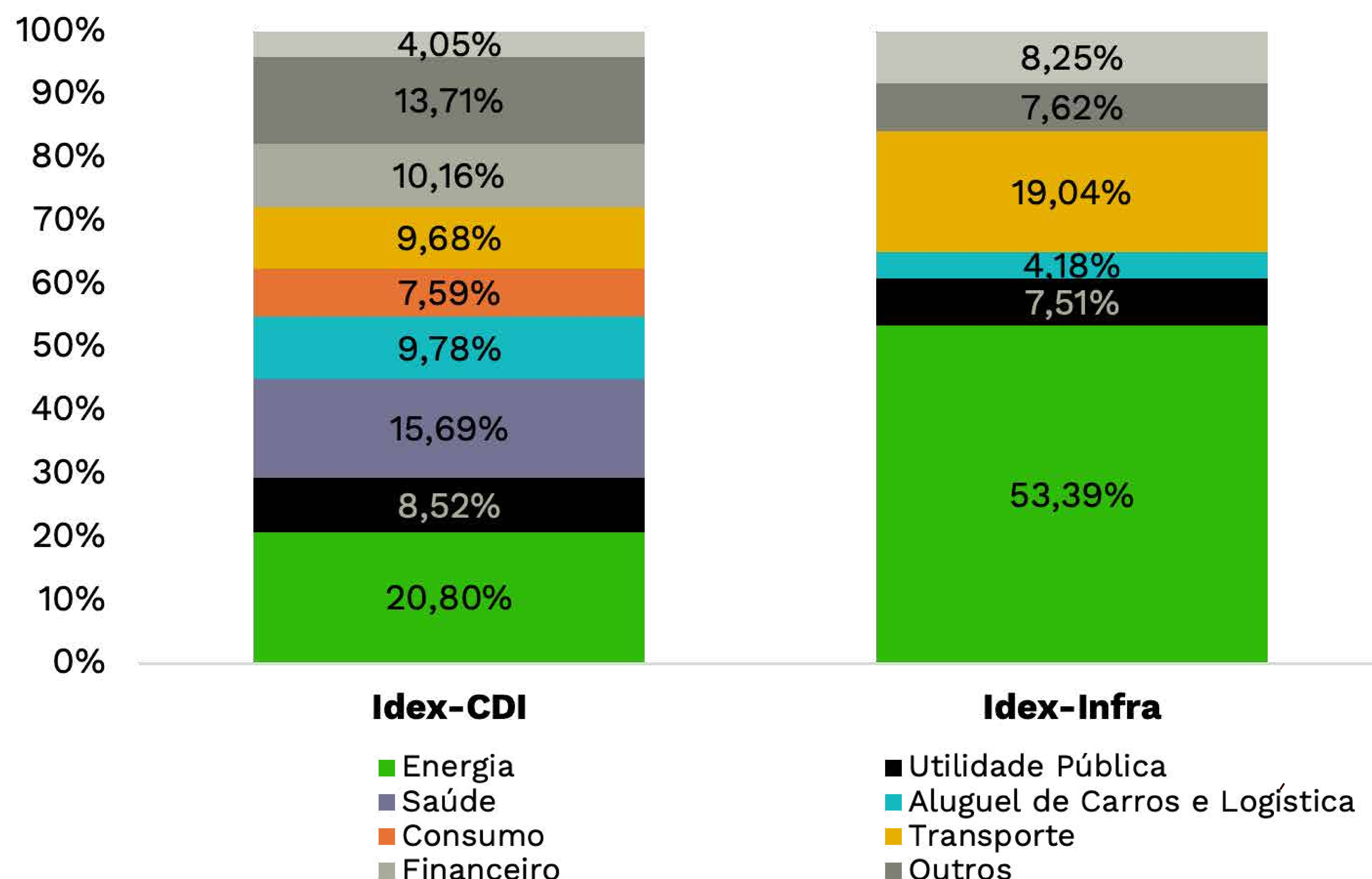
Fonte: JGP e Anbima

Para o restante do ano, acreditamos na continuidade do fechamento dos *spreads* de crédito. O carregamento atual do Idex-Infra, de 123 bps, ainda encontra-se bem acima do nível médio histórico observado nos últimos anos. Do ponto de vista técnico, os resgates dos fundos de crédito cessaram nos primeiros dias de agosto-23 e os fundos de infraestrutura apresentaram captação positiva nos últimos meses. Ademais, o mercado primário segue com níveis baixos de emissões, o que aumenta a busca por ativos disponíveis no mercado secundário: no acumulado de 2023, as novas emissões distribuídas a mercado somaram R\$7 bilhões (abaixo dos R\$ 12,53 bilhões dos primeiros 7 meses de 2022 ou do montante de R\$11,1 bilhões do mesmo período em 2021). Também não há sinalização de emissões relevantes agendadas para os próximos meses, de acordo com as conversas que tivemos os principais coordenadores, com exceção da oferta de Águas do Rio de R\$5,5 bilhões, cujo *bookbuilding* ocorreu na primeira semana de agosto e apresentou R\$9,6 bilhões de demanda (1,74x o tamanho do *book*), mostrando que o apetite para debêntures de infraestrutura está bem elevado.

Desta forma, com novas ofertas contidas e a manutenção da demanda atual por esses ativos, o cenário para o fechamento das taxas se torna mais favorável. A oferta da Águas do Rio mencionada corrobora nossa visão de que o setor de saneamento deve continuar crescendo e ganhando relevância no mercado de infraestrutura, com a ampliação da atuação e do *share* do setor privado. Desde a aprovação do marco de saneamento, viabilizado pela Lei 14.026/2020, mais de R\$72 bilhões de investimentos foram direcionados para o setor. Contudo, para que as metas de universalização de água (99%) e esgoto (90%) de 2033 sejam atingidas, serão necessários recursos próximos a R\$800 bilhões. Esses investimentos serão cruciais para ajudar a trazer condições melhores para as 35 milhões de pessoas que não possuem acesso à água tratada e as 100 milhões sem acesso à coleta de esgoto.

Além disso, no final de abril foi publicado o decreto 11.498/2023, que passou a incluir (i) educação, (ii) saúde, (iii) segurança pública e sistema prisional, (iv) parques urbanos e unidades de conservação, (v) equipamentos culturais e esportivos e (vi) habitação social e requalificação urbana como setores passíveis de financiamento por meio da emissão de debêntures incentivadas. Com isso, esperamos para o médio prazo a ampliação do estoque de títulos isentos, ainda muito concentrado em poucos setores como energia, transporte e óleo & gás, e, conseqüentemente, uma maior diversificação das carteiras dos fundos.

Concentração Setorial Idex-CDI x Idex-Infra



Exposição por setor (31/07/23)

Fonte: <https://www.pinheiroguimaraes.com.br/novo-decreto-amplia-setores-com-acesso-a-emissao-de-debentures-de-infraestrutura/>

Atribuição de Performance

(desde o início do fundo – 20/07/2021 até 31/07/2023)

As implicações das aberturas das taxas dos títulos de crédito (MTM – Taxa) e das NTN-Bs (MTM – Curva) de forma geral, foram muito severas para o mercado de infraestrutura desde o início do fundo em 20 de julho de 2021. Os resultados foram perdas no Idex-Infra de 2,02% (sendo 0,94% desse total advindo das debêntures de Light) no MTM – Taxa e 5,57% no MTM - Curva.

Idex-Infra — Top 10 best performers + Resultado total

Desde o início do fundo (20/07/2021 até 31/07/2023)

Tipo	Índice	Setor	Ativo	Var (%)	Carrego (%)	MTM (%)	MTM - Taxa (%)	MTM - Curva (%)
DEB	IPCA+	Energia	HVSP11	0,22%	0,14%	0,08%	0,058%	0,02%
DEB	IPCA+	Óleo e Gás	PETR25	0,24%	0,34%	-0,10%	0,051%	-0,15%
DEB	IPCA+	Energia	MGSP12	0,18%	0,30%	-0,12%	0,047%	-0,17%
DEB	IPCA+	Energia	CMGD27	0,42%	0,54%	-0,12%	0,045%	-0,16%
DEB	IPCA+	Energia	UTPS22	0,12%	0,16%	-0,04%	0,034%	-0,07%
DEB	IPCA+	Aluguel de Carros e Logística	RUMOB5	-0,07%	0,09%	-0,15%	0,031%	-0,19%
DEB	IPCA+	Energia	ENEV13	0,11%	0,17%	-0,06%	0,031%	-0,09%
DEB	IPCA+	Energia	ENEV39	0,11%	0,03%	0,09%	0,030%	0,06%
DEB	IPCA+	Energia	ELET23	0,41%	0,39%	0,02%	0,027%	0,00%
DEB	IPCA+	Óleo e Gás	PEJA11	0,19%	0,09%	0,10%	0,026%	0,07%
Total Idex Infra				19,66%	29,32%	-7,47%	-2,02%	-5,57%

Fonte: JGP

Na ponta positiva, vale destacar a debênture da Hélio Valgas (HVSP11), emissão de R\$1,3 bilhões realizada em maio de 2022 e que teve um fechamento de *spread* relevante, sendo o ativo com maior performance de MTM – Taxa, com 0,058% no período compreendido entre o início do fundo e o mês de julho. A Hélio Valgas, que tem a Comerc como acionista (recentemente a Vibra adquiriu 50% do capital social da Comerc), será um dos maiores projetos de energia solar do Brasil quando finalizado.

Idex-Infra — Top 10 worst performers + Resultado total

Desde o início do fundo (20/07/2021 até 31/07/2023)

Tipo	Índice	Setor	Ativo	Var (%)	Carrego (%)	MTM (%)	MTM - Taxa (%)	MTM - Curva (%)
DEB	IPCA+	Energia	LIGHA5	-0,32%	0,15%	-0,46%	-0,40%	-0,06%
DEB	IPCA+	Energia	LIGHB0	-0,23%	0,20%	-0,43%	-0,36%	-0,07%
DEB	IPCA+	Energia	LIGHD2	-0,17%	0,11%	-0,28%	-0,18%	-0,10%
DEB	IPCA+	Energia	GASP15	0,13%	0,13%	0,00%	-0,13%	0,13%
DEB	IPCA+	Transporte	PLSB1A	0,31%	0,35%	-0,04%	-0,08%	0,05%
DEB	IPCA+	Energia	RESA14	0,05%	0,12%	-0,07%	-0,07%	0,01%
DEB	IPCA+	Energia	NTEN11	0,14%	0,29%	-0,15%	-0,07%	-0,07%
DEB	IPCA+	Utilidade Pública	IGSN15	0,13%	0,24%	-0,10%	-0,06%	-0,04%
DEB	IPCA+	Comunicação	CPTM15	0,05%	0,05%	0,00%	-0,06%	0,06%
DEB	IPCA+	Energia	ENEV15	0,13%	0,24%	-0,11%	-0,05%	-0,05%
Total Idex Infra				19,66%	29,32%	-7,47%	-2,02%	-5,57%

Fonte: JGP

Entretanto, quando analisamos o resultado acumulado do nosso Fundo durante o mesmo período, alcançamos um ganho de 2,42% no componente de marcação a mercado do risco de crédito (MTM – Taxa), com destaque para as emissões da Metro Rio (MTRJ19), Kora (KRSA11) e LF Perpétua do BNB, e uma perda de 3,06% causada pelo desempenho das NTN-Bs (MTM – Curva), parcialmente mitigada pela estratégia de *hedge* ativo, *duration* inferior à média do Idex-Infra e pela parcela da carteira alocada em ativos pós-fixado.

Os ganhos de carregamento do fundo, de 32,93%, vs 29,32% do Idex-Infra também contribuíram de forma significativa para a *outperformance* durante esse período, explicados pela assertividade na seleção dos ativos, maior *spread* de carregamento dos ativos pós-fixados e alavancagem de até 20% da carteira via compromissadas.

JGP Debêntures Incentivadas Juros Reais — Top 10 Best Performers + Resultado total

Desde o início do fundo (20/07/2021)

Tipo	Índice	Setor	Ativo	Var (%)	Carrego (%)	MTM (%)	MTM - Taxa (%)	MTM - Curva (%)
DEB	IPCA+	Transporte	MTRJ19	0,84%	1,19%	-0,35%	0,88%	-1,22%
DEB	DI+	Saúde	KRSA11	0,89%	0,05%	0,84%	0,84%	0,00%
LF	%DI	Financeiro	LF_BNB_perp	1,28%	0,71%	0,56%	0,81%	-0,25%
LF	%DI	Financeiro	LF_ABC_perp_4	1,01%	0,49%	0,53%	0,67%	-0,14%
FIDC	IPCA+	Energia	FIDC_Solfacil_senior_1	0,59%	0,32%	0,27%	0,22%	0,05%
DEB	IPCA+	Utilidade Pública	CJEN13	1,00%	0,81%	0,19%	0,21%	-0,02%
DEB	IPCA+	Energia	HVSP11	0,91%	0,58%	0,33%	0,21%	0,12%
DEB	IPCA+	Transporte	HARG11	0,30%	0,03%	0,26%	0,19%	0,08%
DEB	DI+	Consumo	CVCB14	0,42%	0,24%	0,18%	0,18%	0,00%
FIDC	IPCA+	Energia	FIDC_Delta_sub	0,67%	0,73%	-0,06%	0,17%	-0,23%
Performance Attribution Total				32,93%	34,24%	-0,98%	2,42%	-3,06%
Taxas				-4,46%				
Performance Líquida				28,47%				-0,23%

Fonte: JGP

JGP Debêntures Incentivadas Juros Reais

— Top 10 worst performers + Resultado total

Desde o início do fundo (20/07/2021)

Tipo	Índice	Setor	Ativo	Var (%)	Carrego (%)	MTM (%)	MTM - Taxa (%)	MTM - Curva (%)
DEB	IPCA+	Transporte	VBRR11	0,50%	1,03%	-0,52%	-0,68%	0,16%
DEB	IPCA+	Transporte	VRDN12	0,88%	1,77%	-0,88%	-0,56%	-0,31%
DEB	DI+	Consumo	CVCB24	0,75%	1,87%	-1,09%	-0,56%	-0,54%
DEB	DI+	Materias Básicos	AERI11	-0,01%	0,47%	-0,47%	-0,50%	0,03%
DEB	IPCA+	Utilidade Pública	IGSN15	0,97%	1,72%	-0,73%	-0,34%	-0,16%
DEB	IPCA+	Comunicação	CPTM15	0,19%	0,35%	-0,17%	-0,26%	0,09%
DEB	IPCA+	Óleo e Gás	ENAT11	0,47%	0,41%	0,06%	-0,13%	0,19%
DEB	DI+	Energia	LIGH1B	0,04%	0,08%	-0,04%	-0,11%	0,07%
DEB	IPCA+	Transporte	CART13	1,58%	1,58%	0,01%	-0,08%	0,09%
DEB	DI+	Consumo	NISS12	1,00%	1,08%	-0,08%	-0,08%	0,00%
Performance Attribution Total				32,93%	34,24%	-0,98%	2,42%	-3,06%
Taxas				-4,46%				
Performance Líquida				28,47%				

Fonte: JGP

Cases

A seguir destacaremos três *cases* investidos que acreditamos terem potencial de compressão de *spreads* e que, conseqüentemente, poderão apresentar bom desempenho nos próximos meses.

METRÔ RIO

VIA BRASIL

TESC

Metrô Rio – MTRJ19

O Metrô Rio é uma empresa que opera o sistema de metrô na cidade do Rio de Janeiro, com um contrato de concessão até 2038. A empresa possui o direito de operar as linhas 1 (laranja) e 2 (verde) do sistema metroviário e presta também serviços de operação e manutenção do material rodante, além de sistemas e infraestrutura da linha 4 (amarela). Até novembro de 2021, a companhia pertencia ao Grupo Invepar, quando passou a ser controlada pela *holding* HMOBI Participações S.A (Mubadala).

Em 2020, a Companhia foi fortemente impactada pelo isolamento social decorrente da pandemia do COVID-19 e chegou a apresentar queda de 52,3% em relação ao ano

de 2019 no número de passageiros pagantes das linhas 1 e 2, encerrando o ano com 82,3 milhões de passageiros transportados, o que resultou em um EBITDA ajustado negativo de R\$100 milhões no ano.

O volume de passageiros apresentou recuperação muito fraca em 2021 e em 2022 alcançou um crescimento de 37,1% em relação ao ano de 2021, que representava 66,3% do nível transportado na pré-pandemia (2019). No entanto, os ajustes na tarifa de pedágio foram bastante expressivos, tanto em 2021 (+15,1%) quanto em 2022 (+21,1%), anos em que o IGP-M foi muito elevado. Dessa forma, a receita de 2022 já estava nos patamares observados em 2019.

Além disso, a empresa foi recompensada pela queda de volume em 2022, com um aporte de R\$328 milhões do Governo do Estado do Rio de Janeiro e espera receber outros R\$110 milhões em 2023. Diante da recuperação do tráfego e dos reajustes tarifários e aportes, o EBITDA do ano passado totalizou R\$229 milhões, com uma alavancagem de 4,6x.

Para frente, temos visão conservadora de recuperação desse volume. Estimamos que os níveis de 2019 sejam alcançados somente em 2026, o que é suficiente para geração de caixa positiva, para as obrigações com as amortizações que começam em 2023 e com juros, sem necessidade de captação

adicional. Considerando esse possível aporte de R\$110 milhões por parte do Governo nesse ano, a alavancagem estimada para o fim do ano seria de 2,6x.

Por fim, a debênture investida conta com cessão fiduciária dos recebíveis, cessão fiduciária dos direitos emergentes da concessão, conta reserva com o montante correspondente ao valor de seis meses do serviço da dívida e com *covenant* de ICSD $\geq 1,2x$ a partir de 2023. A emissão conta com *rating* de AA+ (S&P) e está marcada a IPCA+9,03% ou 367 bps sobre a NTN-B de referência, bem acima de qualquer outra emissão com o mesmo *rating*.

Metrô Rio (R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023E
Receita Líquida	811	418	488	796	972
EBITDA	260	-100	-19	229	330
Margem EBITDA	32%	-24%	-4%	29%	34%
Lucro Líquido ajustado	-6	-232	-217	13	50
Dívida Bruta	1052,7	1054,9	1313,1	1417,5	1407,2
Caixa	223	72	48	372	534
Dívida Líquida	830	983	1.265	1.045	874
Patrimônio Líquido	1.346	1.138	1.012	1.313	1.363
Alavancagem	3,2x	(9,8x)	(66,8x)	4,6x	2,6x

Via Brasil (BR163) – VBRR11

A Via Brasil administra a concessão rodoviária BR - 163/230 (MT/PA), que se estende por mais de 1.000 km entre os municípios de Sinop-MT e Miritituba - PA, conectando Mato Grosso, aos portos hidroviários no norte do país (Miritituba, Santarenzinho e Itapacura, todos localizados no Rio Tapajós - PA). O trecho é considerado um dos mais importantes corredores de exportação de grãos e de importação de fertilizantes para o agronegócio brasileiro. A concessão possui prazo de 10 anos, iniciados em abril de 2022.

O ativo é controlado pela Conasa, uma *holding* de infraestrutura com mais de 25 ativos, que tem o fundo norte-americano Generate Capital (veículo com mais de \$3 bilhões sob gestão) como um dos acionistas e co-controlador, após aporte de R\$400MM no final de 2021.

O ativo, que tinha investimentos inicialmente previstos na ordem de R\$2,1 bilhões, apresentou atraso no início da cobrança das 3 praças de pedágio, previsto para outubro de 2022: as praças 1 e 2 (cerca de 25% da receita) tiveram o início da cobrança em

fevereiro de 2023 e a terceira, parcialmente, em maio de 2023 (50%, com o restante estimado para setembro deste ano). Esse atraso foi fruto da necessidade de obras adicionais para recuperação de um trecho de 60 km que a Companhia recebeu em condições piores do que o que previsto no edital de concessão. A ANTT afirmou que entende que o direito ao reequilíbrio financeiro se justifica devido, porém sob a condição de que os pedágios passem a ser cobrados quando o referido trecho estiver nas condições exigidas nos trabalhos iniciais. Adicionalmente, o projeto também vem sofrendo com sobrecustos relacionados à valorização do material asfáltico.

Calculamos uma necessidade de aporte adicional na BR163 no valor de R\$325 milhões. No entanto, a Conasa está capitalizada, pois aprovou um aporte de R\$650 milhões, dos quais, R\$500 milhões devem ser recebidos até outubro de 2023. No dia 27 de julho, a Conasa já anunciou, em fato relevante, um aporte de R\$ 250 milhões na BR163 a ser realizado nos próximos 18 meses. Acreditamos que parte desse montante deva ser aportado em breve, com o objetivo principal de

ênfatizar a relevância do ativo, que será o mais representativo do grupo quando finalizado, e evitar rebaixamento de *rating* (atualmente A+ pela Moodys), - processo que está em revisão.

Por outro lado, o nível de tráfego encontra-se acima do previsto pelo plano de negócios (10% acima do esperado em 2022 e 29% acima nos primeiros 4 meses de 2023), o que traz conforto para que os acionistas realizem os aportes necessários, após pedido de reequilíbrio.

A debênture investida apresenta como garantias: cessão fiduciária dos recebíveis, cessão fiduciária dos direitos emergentes da concessão, conta reserva com o montante correspondente ao valor de seis meses do serviço da dívida e fiança da Conasa.

Os *covenants* são de Dívida Líquida/EBITDA \leq 3,5x de 2023-2026 (enquanto os investimentos ainda forem elevados e o ativo não estiver maduro) e ICSD \geq 1,3x a partir de dezembro de 2026. O ativo está marcado a IPCA+9,81% ou 446 bps sobre a NTN-B de referência.

Via Brasil BR163 (R\$ milhões)	2022	2023E
Receita Líquida (ex-construção)		372
EBITDA	-43	187
Margem EBITDA		55%
Lucro Líquido ajustado	-45	59
Dívida Bruta	836	922
Caixa	390	315
Dívida Líquida	446	607
Patrimônio Líquido	199	508
Alavancagem		3,2x

Tesc – CJEN13

O TESC é um terminal multipropósito localizado no porto de São Francisco do Sul/SC que originalmente foi arrendado em 1996. Em 2017 o arrendamento foi renovado até 2046 com a obrigatoriedade de execução de obras estratégicas no terminal, necessárias para o atendimento das demandas do agronegócio que vem demandando cada vez mais espaço nos portos para escoamento de suas mercadorias.

No passado, a empresa foi controlada por 3 empresários com ampla experiência no setor de portos e pela BRZ Investimentos, que vendeu sua participação em 2021 para a Agribrasil, uma empresa nacional voltada à exportação de grãos.

O principal cliente da empresa, responsável por 70% do faturamento desde 2019, é a Arcelor Mittal. Importante destacar que esta parceria, que já dura mais de 16 anos, é fundamental para ambas as partes, pois, atualmente, o terminal já faz parte do processo produtivo da Arcelor no Brasil, visto que uma das duas plantas da empresa está a 10 km de distância do TESC e que seus produtos precisam ser levados por navios para a outra fábrica da empresa.

Adicionalmente, visando a garantia do direito de ocupação do terminal, a Arcelor estendeu o prazo do contrato *take or pay* existente até 2046, assegurando maior previsibilidade na receita da TESC.

A TESC também realizou um investimento de R\$215 milhões para aumentar a capacidade de exportação de grãos. As obras desse projeto foram concluídas há pouco tempo e poderão gerar benefícios significativos para a Companhia, uma vez que os gargalos na infraestrutura do país para exportação da produção de grãos são muito significativos. Vale ressaltar ainda que, atualmente, o principal cliente da empresa nesse segmento é o próprio sócio da empresa Agribrasil, de modo que a empresa apresenta parte relevante de sua receita com alta previsibilidade através de contratos justos.

A debênture investida conta com garantia fidejussória da WRC (empresa do mesmo grupo), alienação fiduciária da totalidade das ações de emissão da TESC e WRC e cessão fiduciária dos dividendos, cessão fiduciária de direitos creditórios da emissora e fiadora (inclusive o contrato de *take or*

pay com a Arcelor que, como falamos acima, representou 70% da receita consolidada em 2022), contas vinculadas, alienação fiduciária de equipamentos, entre outros. Os *covenants* são ICSD $\geq 1,1x$ a partir de

dezembro de 2024, com a distribuição de dividendos vedada até 2024 e permitida após essa data apenas se o ICSD estiver acima de 1,4x. O ativo está marcado a IPCA+7,50% ou 231 bps sobre a NTN-B de referência.

Via Brasil BR163 (R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022	2023E
Receita Líquida (ex construção)	80	84	148	194	221
EBITDA	19	17	41	51	73
Margem EBITDA	23%	21%	28%	26%	33%
Lucro Líquido ajustado	-15	-10	1	16	-4
Dívida Bruta	150	160	354	356	372
Caixa	39	35	218	51	35
Dívida Líquida	111	125	136	305	336
Patrimônio Líquido	79	69	70	87	83
Alavancagem	6,0x	7,2x	3,3x	6,0x	4,6x

Carteira atual — top 25 ativos (fechamento julho 2023)

Ativo	Ticker	Emissor	Rating Interno	Rating Externo	Volume	Duration	% PL	Vencimento	Setor	Spread acima
DEBI	MTRJ19	MetroRio - Concessão Metroviária do Rio de Janeiro	B	AA+	7,9	3,9	5,4%	2031-12-15	Transporte	367
DEBI	PEJA11	PETRO RIO JAGUAR PETRÓLEO S.A.	B	AA+	7,4	5,1	5,0%	2032-08-15	Óleo e Gás	187
DEBI	VERO12	VERO S.A.	B	A+	7,2	4,6	4,9%	2030-03-17	Comunicação	352
DEBI	CART13	Concessionaria Auto Raposo Tavares	B	AA+	7,0	5,9	4,8%	2035-12-15	Transporte	138
DEBI	HARG11	HOLDING DO ARAGUAIA S.A.	B	AAA	7,0	6,4	4,8%	2036-10-15	Transporte	146
DEBI	APFD19	Autopista Fernão Dias	A-	AAA	7,0	4,8	4,8%	2031-09-15	Transporte	148
DEBI	VBRR11	Via Brasil - BR 163	B	A+	6,9	4,6	4,7%	2030-12-15	Transporte	446
DEBI	CRMG15	Nascente de Gerais	B+	AA	6,9	3,9	4,7%	2030-12-15	Transporte	205
DEBI	VRDN12	Via Rondon	B	AA-	6,7	5,6	4,6%	2034-12-15	Transporte	287
DEBI	HZTC14	Orizon Meio Ambiente	B	AA+	5,9	5,6	4,1%	2035-11-15	Energia	197
DEBI	IGSN15	IGUÁ SANEAMENTO S.A.	B	A+	5,9	5,3	4,0%	2034-07-15	Utilidade Pública	238
DEBI	QUAT13	Açucareira Quata S.A.	B	A	5,9	5,4	4,0%	2034-07-15	Energia	222
DEBI	HVSP11	HELIO VALGAS - SOLAR PARTICIPAÇÕES	B		5,8	6,5	4,0%	2038-06-15	Energia	186
DEBI	CJEN13	Terminal Santa Catarina	B	A+	5,6	5,6	3,8%	2035-12-15	Utilidade Pública	231
DEBI	ENAT11	Enauta Participações S.A.	B-		5,3	3,8	3,6%	2029-12-15	Óleo e Gás	402
DEB	CVCB14	Cvc Brasil	B	BB+	4,2	2,2	2,8%	2026-11-30	Consumo	719
DEB	MTRO12	MetroSP - Companhia do Metropolitano de São Paulo	B	AA-	4,0	1,7	2,8%	2027-04-25	Transporte	282
DEBI	ALGAC2	Algar Telecom	B+	AAA	4,0	6,1	2,7%	2032-01-15	Comunicação	99
DEBI	CSNAB4	CSN - Sid Nacional	B-	AAA	3,6	6,9	2,5%	2033-07-15	Indústria	145
DEB	AERI11	Aeris	B+	A+	3,6	1,3	2,4%	2026-01-15	Materias Básicos	1.382
DEB	RDORC9	Rede D'or São Luiz S/A	A	AAA	3,5	4,6	2,4%	2031-08-20	Saúde	216
DEB	GUAR15	Guararapes Confecções	B	A	3,0	2,3	2,0%	2027-05-10	Consumo	619
DEBI	CSNAA4	CSN - Sid Nacional	B-	AAA	3,0	5,7	2,0%	2030-07-15	Indústria	124
DEB	KRSA11	Kora Saúde Participações S.A.	B-	A+	3,0	2,6	2,0%	2027-05-03	Saúde	747
DEBI	STEN23	Santo Antônio Energia	B	BBB-	2,9	0,7	2,0%	2024-04-15	Energia	181
	Outros				29,9		20,4%			
	Caixa				6,4	4,2	4,3%			
Total					169,4		115,7%		Spread do Fundo: 341 (ou IPCA+8,35%)	
					PL	146,5				

*Patrimônio líquido considerando alavancagem (PL do fundo: R\$145,5MM em 31/07/2023)



Rio de Janeiro - RJ — Brasil

Rua Humaitá 275, 11º e 12º andares
Humaitá, Rio de Janeiro - RJ
CEP: 22261-005
Telefone +55 21 3528.8200
www.jgp.com.br

São Paulo - SP — Brasil

Av. Brigadeiro Faria Lima, 2277
Cj. 1904, 19º andar – Jd. Paulistano
São Paulo – SP — Brasil
CEP: 01452-000
Telefone +55 11 4878.0001

Este material é meramente informativo e não considera os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades individuais de um ou de determinado grupo de investidores. Recomendamos a consulta de profissionais especializados para decisão de investimentos. Fundos de Investimento não contam com a Garantia do Administrador, do Gestor, de qualquer mecanismo de seguro, ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto ou do regulamento do Fundo de Investimento antes de aplicar seus recursos.

Descrição do tipo ANBIMA disponível no formulário de informações complementares. As rentabilidades divulgadas são líquidas de taxa de administração e performance e bruta de impostos. As informações e conclusões contidas neste material podem ser alteradas a qualquer tempo, sem que seja necessária prévia comunicação. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído sem a prévia e expressa concordância da JGP.

Para maiores informações, consulte nossa área comercial: jgp@jgp.com.br.

Signatory of:

