

Carteira de Crédito Privado Isento

Melhores ideias com a Selic a 15% a.a.

Laís Costa, CNPI
Analista Responsável
Empiricus Research



Índice

- [1. Nossas recomendações](#)
- [2. Mata de Santa Genebra \(MSGT23\)](#)
- [3. Hélio Valgas \(HVSP11\)](#)
- [4. Águas do Rio \(RIS422\)](#)
- [5. Rota das Bandeiras \(CBAN32\)](#)
- [6. Equatorial \(EQPA18\)](#)

Atualização de cenário:

Nesta semana, o Federal Reserve (Fed) voltou a cortar os juros americanos após seis reuniões de manutenção de taxas. A decisão levou as taxas para o intervalo de 4,25%-4,00% ao ano, conforme amplamente esperado pelo mercado.

Houve apenas um voto dissidente a favor de um corte maior (50 bps) vindo do Governador Stephen Miran, recém indicado pelo governo Trump e confirmado pelo Senado em um tempo excepcionalmente curto. Na entrevista após a decisão, o Presidente Powell minimizou o impacto do voto de Miran ao afirmar que o corte mais agressivo não foi extensivamente debatido pelo Comitê, imprimindo um tom mais duro à decisão e sugerindo uma congruência entre os demais membros do Banco Central.

No Sumário de Projeções (SEP), o comitê anteviu mais dois corte de juros neste ano, em linha com o que o mercado já precificava, contudo, o Presidente, Jerome Powell, afirmou que o corte de juros foi um movimento de “gestão de risco”, o que, de certa forma, conflita com a expectativa reduções consecutivas nas próximas reuniões. Além disso, ao analisar os pontos do mapa, nove diretores previram dois cortes ou menos até o final do ano, enquanto nove projetaram dois cortes e apenas um (Miran) apontou seis, ou seja, 150 pontos-base de queda no período.

Não por coincidência, o mercado que mostrava um rally dos ativos de risco após a decisão foi apagando os ganhos à medida em que a entrevista do Presidente Powell se estendia.

A despeito do tom mais duro (hawkish) de Powell, a nossa leitura sobre o cenário externo não mudou. O enfraquecimento do mercado de trabalho americano deve continuar sendo o ponto focal do Fed e, portanto, se sobrepor à leituras mais altas de inflação. Dessa forma, devemos ver a continuação dos cortes nas taxas nas últimas duas reuniões deste ano.

No Brasil, o Banco Central manteve a Selic em 15% ao ano, como esperado. Dentre as poucas mudanças no comunicado, destacaram-se a retirada da frase que “antecipava a continuação da interrupção no ciclo de alta de juros”, mostrando um conforto maior

com o posicionamento atual da política monetária — e a manutenção da inflação projetada em 3,4% para o horizonte relevante (1T27) — que sugere uma possível revisão da estimativa de hiato do PIB no modelo da autarquia.

A primeira alteração retirou um ponto duro (hawk) presente nos comunicados passados, enquanto a segunda adicionou cautela sobre a expectativa de corte de juros ainda neste ano. Isso porque uma possível revisão no modelo do BC reduz significativamente a chance do BC “enxergar” uma inflação mais baixa para o horizonte relevante de política monetária já na próxima reunião. Consequentemente, haveria pouco espaço para uma “guinada dovish”, isto é, uma mudança na condução retórica da autarquia, o que é muito comum antes de um início de ciclo de afrouxamento monetário.

De maneira geral, o cenário atual sugere uma maior probabilidade de juros inalterados por mais tempo e mais revisões para baixo das expectativas de inflação.

Nossas recomendações

| Emissor | Instrumento | Setor | Público - alvo ¹ | Ticker | Rating | Indexador | Taxa líquida ² | Taxa bruta ² | Exposição máx sugerida ³ | Spread over taxa bruta (bps) | Duration (anos) |
|------------------------------|-----------------------|--------------------------------|-----------------------------|--------|--------|-----------|---------------------------|-------------------------|-------------------------------------|------------------------------|-----------------|
| Mata de Santa Genebra | Debênture incentivada | Energia elétrica - transmissão | IQ | MSGT23 | AA | IPCA | 6,96% | 9,27% | ★ | 155 | 6,78 |
| Hélio Valgas | Debênture incentivada | Energia elétrica - geração | IQ | HVSP11 | AAA | IPCA | 7,15% | 9,47% | ★★★★★ | 173 | 5,34 |
| Águas do Rio | Debênture incentivada | Saneamento | IG | RIS422 | AA+ | IPCA | 7,05% | 9,38% | ★ | 166 | 8,66 |
| Rota das Bandeiras | Debênture incentivada | Transporte e Logística | IG | CBAN32 | AAA | IPCA | 7,66% | 10,07% | ★ | 227 | 4,87 |
| Equatorial | Debênture incentivada | Saneamento | IP | EQPA18 | brAA+ | IPCA | 6,87% | 9,16% | ★ | 145 | 6,96 |

¹ IG = investidor em geral; IQ = investidor qualificado; IP = investidor profissional

² As taxas são atualizadas diariamente e estão sujeitas a alterações (referente ao dia 18/09/2025). *Taxa de CBAN32 referente ao dia 18/06/25

³ 5 estrelas = máxima exposição recomendada de 10%; 1 estrela = máxima exposição recomendada de 2%.

1. Mata de Santa Genebra (MSGT23)

| Características da emissão | | | |
|----------------------------|------------------------|---------------------|---|
| Emissor | Mata de Santa Genebra | Taxa BTG Pactual | IPCA+ 6,96% |
| Setor | Transmissão de energia | Taxa bruta | IPCA+ 9,27% |
| Ticker | MSGT23 | Spread over (bps) | 155 |
| Instrumento | Debênture incentivada | Investidor | Qualificado |
| Data de emissão | 15/07/2021 | Rating | AA (Fitch) |
| Vencimento (duration) | 15/11/2037 (6,78 anos) | Juros e amortização | Semestral (maio e novembro) |
| Taxa de emissão | IPCA+ 6,076% | Covenants | ICSD>= 1,2 por 3 anos seguidos ou 4 anos intercalados |
| | | Garantias | Fidejussória, penhor ações e contas reserva |

A MSG é uma concessionária de serviço público de energia elétrica constituída em dezembro de 2014, formada inicialmente pela sociedade da COPEL (50,1%) e Furnas (49,9%), que presta fiança à dívida. Em dezembro de 2024, a Copel passou a deter 100% das ações da MSG, ao receber as ações da Eletrobras, se tornando controladora única da companhia.

A empresa contribui com o escoamento de energia das usinas Santo Antônio, Jirau, Teles Pires e Belo Monte para os estados de São Paulo e Paraná.

O leilão de concessão de 30 anos (iniciado em maio de 2014) e a receita anual permitida (RAP) de cerca de R\$321 milhões (base dezembro/2024), englobam todo o período da dívida.

Em agosto de 2023, as fianças da Copel e da Eletrobras foram liberadas após a conclusão das etapas de completions. Antes, essas empresas garantiam o projeto caso ele não gerasse caixa suficiente; agora, com o projeto 100% operacional, fluxo de caixa próprio e quitação de todas as multas, ele opera de forma autossustentável, sem depender de garantias externas.

Em relação ao desempenho, o ano de 2024 foi marcado por aumento de 17,5% das despesas operacionais devido ao aumento de serviços de terceiros e da contratação de seguro dos equipamentos das subestações. Isso porque as queimadas no estado de São Paulo impactaram as linhas de transmissão da empresa, gerando a necessidade de substituição de equipamentos entre outras ações emergenciais para evitar a descontinuidade da operação da MSG.

Concomitantemente, o aumento das despesas financeiras das debêntures levou a uma contração de 6,7% do resultado do exercício.

Dado o fechamento dos spreads e a piora operacional no último exercício, reduzimos a exposição máxima sugerida na MSGT23.

| Pontos positivos | Pontos de atenção |
|---|---|
| ✓ Uma das 30 maiores empresas de transmissão do Brasil; | * Processo de renovação das licenças de operação no futuro; |
| ✓ Setor resiliente, com geração de caixa pouco volátil; | * Nível de alavancagem operacional; |
| ✓ Projeto 100% operacional; | * Riscos operacionais. |
| ✓ Receita anual permitida corrigida pelo IPCA; | |
| ✓ Vencimento da concessão após vencimento da dívida. | |

Números da empresa

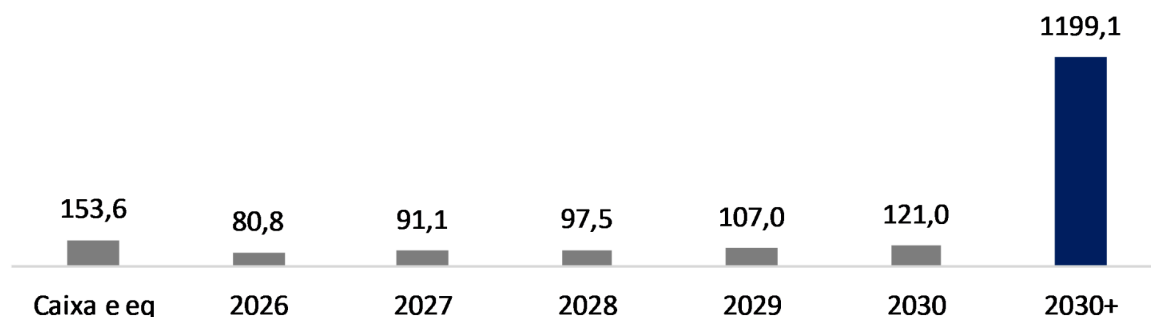
| INDICADORES (R\$ milhões) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------------------------------------|------|------|------|--------|--------|---------|--------|
| Receita Anual Permitida(RAP) | - | 7 | 171 | 246 | 300,3 | 312,1 | 321,6 |
| Receita Op Líquida | - | - | 364 | 426,6 | 415,7 | 393,46 | 391,01 |
| EBITDA Ajustado | -21 | -22 | 128 | 192 | 248,2 | 260,77 | 233,86 |
| Margem EBITDA | - | - | 84% | 78% | 90% | 87% | 79% |
| Resultado Financeiro | - | -7 | -69 | -162,1 | -177,3 | -153,58 | -174,3 |

Fonte: Copel e Mata de Santa Genebra
Período: 31/12/24

| Balço e métricas de endividamento (em milhões R\$) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|--|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Caixa, equivalente, títulos e valores mobiliários | 20 | 48 | 61 | 387 | 152,2 | 273,1 | 153,6 |
| Dívida total | 969 | 1320 | 1320 | 1720 | 1669 | 1686 | 1697 |
| DL/EBITDA | - | - | 9,8 | 8,2 | 6,1 | 5,4 | 5,5 |
| Caixa/Dívida CP | 0,5x | 0,5x | 0,6x | 8,6x | 2,5x | 3,87x | 1,9x |

Fonte: Copel e Mata de Santa Genebra

Cronograma de amortização da dívida



Fonte: Copel e Mata de Santa Genebra

2. Hélio Valgas (HVSP11)

Características da emissão

| | | | |
|------------------------------|---------------------------------------|----------------------------|----------------------------------|
| Emissor | Hélio Valgas Solar Participações S.A. | Taxa BTG Pactual | IPCA + 7,15% |
| Setor | Energia elétrica (geração) | Taxa bruta | IPCA + 9,47% |
| Ticker | HVSP11 | Spread over (bps) | 173 |
| Instrumento | Debênture incentivada | Investidor | Qualificado |
| Data de emissão | 15/04/2022 | Rating | AAA (Moody's) |
| Vencimento (duration) | 15/06/2038 (5,34 anos) | Juros e amortização | Semestral (a partir de junho/24) |
| Taxa de emissão | IPCA + 8,26% | Garantias | Reais |

Localizado em Várzea da Palma (MG), o projeto iniciou suas operações em agosto de 2023. Sua produção de energia é comercializada através do mercado livre, em um contrato de 20 anos de duração junto à Liasa, uma das maiores produtoras de silício metálico do mundo. A Hélio Valgas é a maior usina do grupo e 5ª maior do país, com 662 MWp.

Em 2024, a Comerc atingiu 2,1 GW de capacidade instalada, o que representa 100% do plano inicial de negócios estabelecido em 2021 até 2025. Além disso, a instituição registrou R\$1,08 bilhão de EBITDA proforma nos últimos 12 meses, dentro do esperado para 2024.

Em janeiro deste ano, a agência de Rating Moodys elevou a avaliação de crédito da Helio Valgas de AA- para AAA. A alteração se deveu principalmente à antecipação do direito de compra do controle da Comerc pela Vibra Energia S.A., que ocorreu em 16 de janeiro de 2025.

Com esse movimento, a gestão de caixa da Comerc se une à da sua controladora (Vibra Energia S.A), reforçando ainda mais o seu perfil de crédito que já vinha mostrando melhora devido à conclusão de projetos de geração de energia.

| Pontos positivos | Pontos de atenção |
|--|--|
| <p>✓ Alta previsibilidade de receitas e estabilidade de geração de caixa; A empresa vem cumprindo o cronograma de execução de projetos e reuzindo sua exposição de suas receitas do setor de comercialização de energia, que tem margens menores.</p> <p>✓ Boa estrutura de garantias durante todo o período da dívida – fiança do grupo Comerc, maior comercializadora de energia do Brasil, além de contar com alienação fiduciária de equipamentos e ações da Hélio Valgas Participações S.A.;</p> <p>Em 2024, a Vibra antecipou a opção de compra da totalidade da Comerc deixando ainda robusto o perfil de crédito da controladora;</p> <p>✓ O contrato gerará uma economia relevante de custos para a Liasa, o que oferece um alinhamento de interesse entre as partes contratadas. Até 2024 a capacidade instalada deve alcançar 2,3 GW.</p> | <p>✗ Sujeita a riscos ambientais e regulatórios;</p> <p>✗ Risco da contraparte de contrato com a empresa Liasa (empresa de capital fechado e, portanto, com menos informação publicada);</p> <p>✗ Riscos de construção e manutenção dos seus projetos de infraestrutura.</p> |

Números da empresa

| INDICADORES (R\$ milhões) | 2023 | 2024 | 1T25 | 2T25 |
|--|-----------|--------------------|-----------|-----------|
| Receita Bruta (a/a,%) | 106.254 | 271.895 155,89% | 77.515 | 149.137 |
| Receita Op Líquida (a/a,%) | 104.006 | 267.762 157,45% | 75.991 | 70.487 |
| Caixa e Equivalente de Caixa (a/a,%) | 5.857 | 8.614 47,07% | 45.218 | 60.341 |
| Dívida Líquida (a/a,%) | 1.373.938 | 1.380.679 0,49% | 1.361.277 | 1.337.311 |
| Lucro Líquido (a/a,%) | -30.761 | 566.366 1941,2% | -371.232 | -117.934 |

Fonte: Hélio Valgas

No 2T25, a companhia informou que teve a rentabilidade do projeto afetada devido a desvalorização do dólar frente ao real e pela marcação a mercado de derivativos ligados à venda de energia e swaps financeiros. Esses efeitos passaram a ser registrados como despesa financeira neste trimestre, mesmo sem impactar a operação de entrega de energia. Assim, embora o projeto continue lucrativo, o resultado líquido do grupo caiu

no período. Por outro lado, a companhia segue aumentando a receita e o caixa segue estável. Por isso, esperamos que, com a normalização das curvas e do câmbio, esses instrumentos voltem a favorecer os resultados.

3. Águas do Rio (RIS422)

| Características da emissão | | | |
|------------------------------|------------------------|----------------------------|---|
| Emissor | Águas do Rio | Taxa BTG | IPCA + 7,05% |
| Setor | Saneamento | Taxa bruta | IPCA + 9,38% |
| Ticker | RIS422 | Spread over (bps) | 166 |
| Instrumento | Debênture incentivada | Investidor | Geral |
| Data de emissão | 15/07/2023 | Rating | AA+ (S&P) |
| Vencimento (duration) | 15/01/2042 (8,66 anos) | Juros e amortização | Semestral, semestral a partir de 15/07/2034 |
| Taxa de emissão | IPCA + 7,20% | Garantias | Reais |

A Águas do Rio 4 é uma sociedade de propósito específico (SPE) formada para operar a concessão de abastecimento de água e esgoto na região central e norte da cidade do Rio de Janeiro e outros 8 municípios por um período de 35 anos. A empresa é uma concessionária da Aegea, líder no setor de saneamento privado no Brasil, responsável por cerca de 9,8 milhões de pessoas.

A instituição foi inicialmente constituída pela participação majoritária da Aegea (52%), além de participações menores da Equipav, GIC e Itaúsa, com o compromisso de outorga fixa e de investimentos bastante significativo no decorrer dos 12 primeiros anos de concessão.

No segundo trimestre de 2025, a Aegea conseguiu reverter a variação interanual negativa do lucro líquido do trimestre anterior após reportar R\$ 229,3 milhões no 2T25, avanço expressivo de 82,83% frente ao mesmo período do ano anterior. O desempenho foi sustentado pela queda das despesas operacionais (-14,32% a/a) e pelo reajuste tarifário de até 12,78% de água e esgoto cobrados aos clientes.

Outro ponto decisivo foi a forte redução da inadimplência, que permitiu uma queda de 78,6% na provisão para devedores duvidosos (PECLD), saindo de R\$ 459,6 milhões para

R\$ 98,57 milhões. Esse movimento, aliado ao controle de custos, impulsionou o EBITDA ajustado em 54,3%, consolidando a recuperação do resultado.

Ainda relevante, a Aegea avançou em sua estratégia de crescimento. A companhia conquistou o Bloco C no Pará, que acrescenta 27 municípios e mais de 800 mil pessoas atendidas, e ampliou sua presença para 892 municípios em 15 estados. Também anunciou a aquisição da Ciclus Rio, responsável pela gestão integrada de resíduos sólidos e geração de biogás no Rio de Janeiro. Esperamos com essa diversificação do portfólio um aumento consistente de receita nos próximos trimestres.

| Pontos positivos | Pontos de atenção |
|--|--|
| ✓ Período de concessão longo (35 anos) em um modelo com reajustede tarifas que incluem a variação da inflação, o que aumenta a previsibilidade das receitas; | ✗ Sujeita a risco regulatório e interferências políticas, embora a estabilidade da demanda dos serviços de saneamento e seu impacto social mitigam riscos; |
| ✓ Longo histórico de expertise da Aegea, conjunto de acionistas (Equipav, GIC e Itaúsa) e estrutura de garantias; | ✗ Concentração de receita muito grande em um percentual pequeno dos clientes atendidos, embora esse público seja de baixo risco de inadimplência; |
| ✓ Alto potencial de crescimento de geração de caixa (aumento da cobertura de água e esgoto e redução de perdas) e margem EBITDA. | ✗ Projeto com necessidade alta de capex nos primeiros 12 anos e metas operacionais arrojadas. |

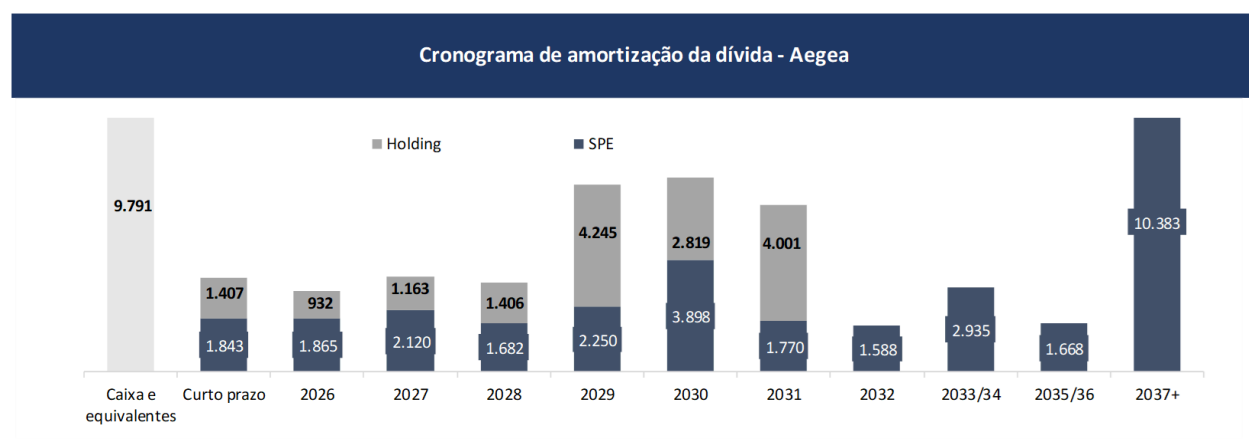
Números da empresa

| INDICADORES (em milhões R\$) | 1T23 | 2T23 | 3T23 | 4T23 | 1T24 | 2T24 | 3T24 | 4T24 | 1T25 | 2T25 |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Receita Bruta | 1.920,5 | 3.885,4 | 6.069,2 | 8.731,6 | 2.238,9 | 4.561,2 | 7.088,6 | 9.542,0 | 2.526,1 | 4.844,6 |
| Variação (a/a,%) | 22,43% | 19,14% | 22,62% | 24,59% | 16,58% | 17,39% | 16,80% | 9,28% | 12,83% | 6,21% |
| Receita Op Líquida | 1.672,4 | 3.396,7 | 5.355,7 | 7.808,5 | 2.028,9 | 4.150,7 | 6.444,3 | 8.643,4 | 2.272,9 | 4.844,6 |
| Variação (a/a,%) | 17,44% | 15,02% | 17,82% | 29,16% | 21,32% | 22,20% | 20,33% | 10,69% | 12,03% | 16,72% |
| Custos e despesas | 1.120,9 | 1.277,7 | 1.247,8 | 1.248,5 | 1.374,3 | 1.431,2 | 1.419,5 | 1.296,0 | 1.619,5 | 1.226,2 |
| Variação (a/a,%) | 18,25% | 15,00% | 17,70% | 40,90% | 22,61% | 12,01% | 13,75% | 3,80% | 17,84% | -14,32% |
| EBITDA | 502,1 | 355,9 | 445,0 | 651,7 | 524,8 | 481,3 | 537,5 | 651,3 | 471,4 | 742,4 |
| Variação (a/a,%) | 18,77% | 29,19% | 19,05% | 89,39% | 4,52% | 35,24% | 20,78% | -0,07% | -10,18% | 54,26% |
| Margem EBITDA | 34% | 24% | 29% | 37% | 30% | 28% | 31% | 37% | 25% | 42% |
| Variação (a/a, p.p) | 0,21 | 2,22 | 0,35 | 6,12 | -3,44 | 3,92 | 1,58 | -0,04 | -5,44 | 14,41 |
| Lucro líquido | 208,1 | 106,0 | 122,2 | 178,1 | 135,1 | 125,4 | 123,9 | 113,2 | 39,9 | 229,3 |
| Variação (a/a,%) | 9,48% | 32,22% | 0,04% | 134,12% | -35,05% | 18,32% | 1,43% | -36,43% | -70,47% | 82,83% |

Fonte: Águas do Rio

| Balço e métricas de endividamento (em milhões R\$) | 4T22 | 1T23 | 2T23 | 3T23 | 4T23 | 1T24 | 2T24 | 3T24 | 4T24 | 1T25 | 2T25 |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Caixa, equivalentes (a/a, %) | 123,4 495,82% | 31,9 -6,52% | 51,9 23,40% | 77,4 14,21% | 173,0 40,24% | 148,5 364,96% | 86,38 66,45% | 77,54 0,18% | 117,42 -32,13% | 91,2 -38,60% | 153,8 78,06% |
| Dívida líquida (a/a, %) | 7.662,5 6,88% | 7.681,5 8,79% | 7.647,1 2,10% | 7.678,4 0,08% | 8.089,0 5,57% | 8.546,4 11,26% | 8.569,4 12,06% | 9.180,7 19,57% | 13.177,5 62,91% | 13.728,0 60,63% | 13.882,3 62,00% |
| DL/EBITDA (12m) (a/a, pbs) | 5,41 | 5,14 | 4,85 | 4,66 -82,7 | 4,14 -127,3 | 4,32 -81,6 | 4,27 -58,2 | 4,18 -48,2 | 6,00 186,2 | 6,41 209,0 | 5,78 151,0 |
| Caixa/Dívida CP | 0,02 | 0,00 | 0,01 | 0,01 | 1,32 | 1,01 | 0,42 | 0,50 | 0,50 | 0,57 | 0,66 |

Fonte: Águas do Rio, Aegea



Fonte: Águas do Rio, Aegea

4. Rota das Bandeiras (CBAN32)

| Características da emissão | | | |
|------------------------------|------------------------|---------------------------|-------------------------------------|
| Emissor | Rota das Bandeiras | Taxa BTG Pactual | IPCA + 7,66% |
| Setor | Transporte e Logística | Taxa bruta | IPCA + 10,07% |
| Ticker | CBAN32 | Spread over (bps) | 227 |
| Instrumento | Debênture incentivada | Investidor | Geral |
| Data de emissão | 15/11/2019 | Rating | AAA (Fitch) |
| Vencimento (duration) | 15/07/2034 (4,87 anos) | Pagamento de juros | Semestral (a partir de jul-22) |
| Taxa de emissão | IPCA + 5,2000% | Amortização | Semestral (a partir de jul-22) |
| | | Garantias | Cessão Fiduciária e Penhor de Ações |

A Rota das Bandeiras é uma concessionária de rodovias que administra, desde 2009, o Corredor Dom Pedro I, um importante eixo viário do interior de São Paulo que conecta a Região Metropolitana de Campinas ao Vale do Paraíba.

A empresa é responsável por operar, conservar e ampliar cerca de 297 km de rodovias estaduais, como a Dom Pedro I (SP-065), Zeferino Vaz (SP-332) e Constâncio Cintra (SP-360), atendendo diariamente cerca de 136 mil veículos em 17 municípios.

A concessão vai até 2039 e faz parte do programa do Governo do Estado de São Paulo para modernização da malha viária. Desde o início da operação, a Rota das Bandeiras realiza investimentos em infraestrutura, segurança e atendimento aos usuários. A Dom Pedro I, principal rodovia do sistema, já foi reconhecida como uma das melhores do país. Atualmente, a empresa integra um grupo privado com foco em infraestrutura de transporte.

A principal fonte de receita da companhia advém das tarifas cobradas de pedágio, que fez a receita líquida crescer 12,2% em relação ao mesmo período do ano anterior, alcançando R\$311 milhões no 2T25. O desempenho reflete o aumento do tráfego na região e os fatores estruturais, como o reajuste tarifário aplicado em julho de 2024 e a reclassificação de tarifas nas praças de Jundiaí e Louveira após a entrega da obra perimetral de Itatiba.

Esse movimento fez com que o EBITDA ajustado atingisse R\$252 milhões no 2T25, avanço de 12,6% na comparação anual, com margem de 80,7% no mesmo período.

Em abril deste ano, a Fitch reafirmou o rating da Rota das Bandeiras em AAA, patamar mais elevado da escala nacional, dada a sua operação madura e estável em uma região economicamente estratégica e tráfego resiliente e superior ao projetado.

Por fim, espera-se que o tráfego continue performando em linha com o crescimento do PIB, devido à localização estratégica do ativo, que garante uma demanda constante por transporte, e pela resiliência econômica da região, que é um importante centro de atividade comercial e agrícola no Brasil.

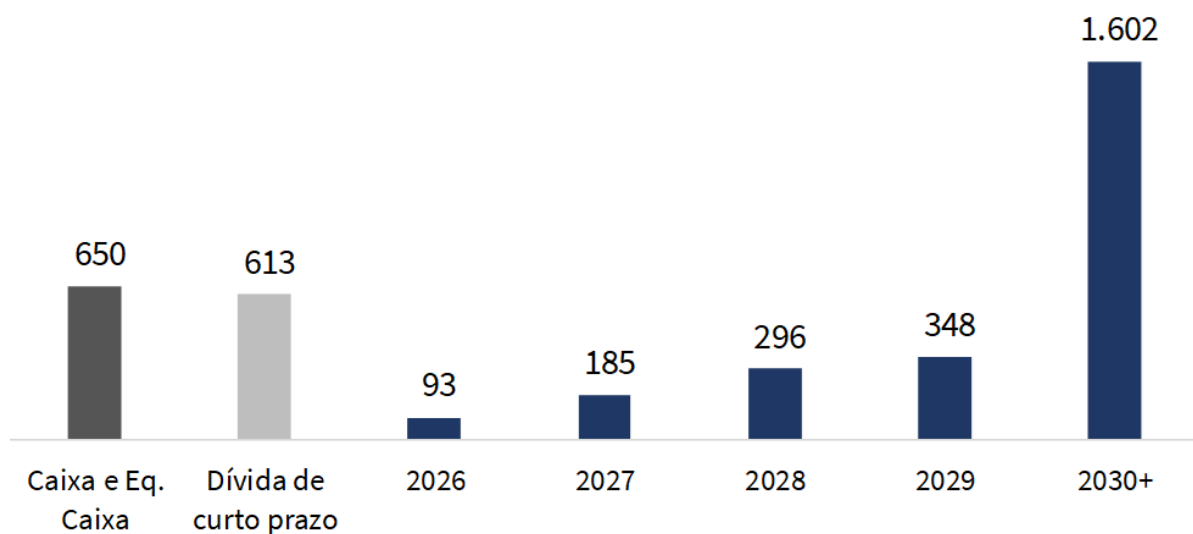
| Pontos positivos | Pontos de atenção |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ✓ Rodovia consolida em uma das regiões mais desenvolvidas e uma das melhores do país; ✓ Baixo risco operacional; ✓ Spread de crédito atrativo quando comparado a outros pares no mercado secundário. | <ul style="list-style-type: none"> ✗ Sensibilidade ao desempenho do tráfego de carga regional; ✗ Adoção de medidas não convencionais pelo poder concedente, como o congelamento tarifário ocorrido em 2021. |

Números da empresa

| Balanço e métricas de endividamento (em milhões R\$) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 1T24 | 2T24 | 2024 | 1T25 | 2T25 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Receitas de Pedágio | 664 | 657 | 751 | 876 | 1029 | 274 | 277 | 1187 | 309 | 311 |
| EBITDA Ajustado | 562 | 523 | 606 | 710 | 837 | 224 | 223 | 958 | 254 | 251 |
| Margem EBITDA % | 84,6% | 79,6% | 80,7% | 81,0% | 81,4% | 81,7% | 80,4% | 80,7% | 82,2% | 80,7% |
| CAPEX | -272 | -198 | -433 | -336 | -317 | -59 | -93 | -227 | -27 | -55 |
| Dívida Líquida | 1.929 | 2.165 | 2.418 | 2.528 | 2.505 | 2.506 | 2.560 | 2.562 | 2.506 | 2.487 |
| Caixa | 52 | 54 | 198 | 362 | 533 | 509 | 548 | 573 | 550 | 650 |
| Dívida CP | 71 | 69 | 161 | 280 | 331 | 393 | 397 | 764 | 729 | 613 |
| Dívida Líquida / EBITDA Ajustado | 3,4x | 4,1x | 4,0x | 3,6x | 3,0x | 11,2x | 11,5x | 2,7x | 9,9x | 9,9x |
| Caixa / Dívida CP | 0,7x | 0,8x | 1,2x | 1,3x | 1,6x | 1,3x | 1,4x | 0,7x | 0,8x | 1,1x |

Fonte: Rota das Bandeiras

Cronograma de amortização da dívida



Fonte: Rota das Bandeiras

5. Equatorial (EQPA18)

Características da emissão

| | | | |
|-----------------------|------------------------|----------------------------------|-------------------------------------|
| Emissor | Equatorial | Taxa BTG Pactual | IPCA + 6,87% |
| Setor | Energia Elétrica | Taxa bruta | IPCA + 9,16% |
| Ticker | EQPA18 | Spread over (bps) | 145 |
| Instrumento | Debênture incentivada | Investidor | Profissional |
| Data de emissão | 15/12/2024 | Rating | brAA+ (S&P) |
| Vencimento (duration) | 15/12/2036 (6,96 anos) | Pagamento de juros e amortização | Semestral (a partir de dezembro/33) |
| Taxa de emissão | IPCA + 7,7477% | Garantias | Fiança da Equatorial Energia |

O Grupo Equatorial S.A. é uma holding brasileira do setor de utilities, nome dado às empresas que prestam serviços públicos essenciais como energia, saneamento e telecomunicações.

Presente em sete estados, atende cerca de 14,5 milhões de clientes e é o terceiro maior grupo de distribuição de energia do país. A empresa ficou conhecida por adquirir distribuidoras em crise e reestruturá-las com uma gestão eficiente.

Nos últimos anos, a companhia ampliou sua presença para além da energia, ingressando no saneamento ao assumir a concessão do Amapá e fortalecendo sua atuação em renováveis por meio da Echoenergia, ao adquirir 100% das ações da instituição.

Em 2024, houve outro momento relevante para o modelo de negócios da companhia: a venda dos ativos de transmissão por R\$9,4 bilhões para focar em distribuição, geração e saneamento.

Com receita líquida superior a R\$45,3 bilhões e lucro de R\$3,7 bilhões em 2024, a Equatorial se consolida como um dos principais players de atuação integrada no segmento de energia.

No 2T25, o grupo mostrou um desempenho forte em todas as suas operações, principalmente distribuição, com EBITDA ajustado consolidado de R\$3,21 bilhões (+32% a/a) e lucro líquido ajustado que dobrou para R\$614 milhões. O resultado também contou com a fatia de lucro da Sabesp (+R\$312 mi). Como ela não controla a empresa, mas tem participação relevante, o lucro proporcional da Sabesp entra no resultado da Equatorial pelo método de equivalência patrimonial.

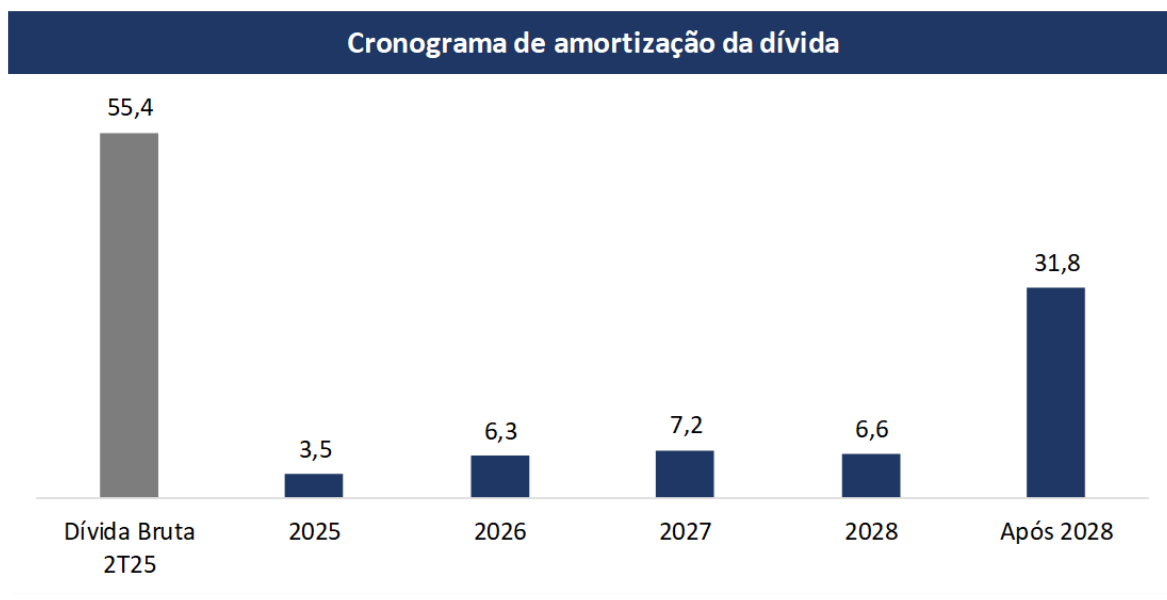
Em relação à garantia, os papéis emitidos pela Equatorial Pará contam com uma fiança fidejussória prestada pela holding Equatorial, controladora das distribuidoras do grupo. Para o investidor, trata-se de uma proteção relevante que reduz o risco de crédito e reforça a segurança da emissão até o vencimento.

| Pontos positivos | Pontos de atenção |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ✓ Capacidade de atrair capital e firmar parcerias estratégicas como a parceria com o IFC, a listagem no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3) e a venda dos ativos de transmissão com valuation elevado; ✓ Forte presença regional com escala operacional significativa. A diversificação geográfica também contribui para diluição de riscos; ✓ Foco em eficiência operacional e disciplina de custos. | <ul style="list-style-type: none"> ✗ Modos operandi baseado em turnaround de ativos deficitários, modelo que envolve alto risco operacional; ✗ A entrada no setor de saneamento amplia a exposição da empresa a riscos regulatórios e operacionais, especialmente em áreas de infraestrutura frágil como o Amapá; ✗ Riscos ambientais e climáticos. |

Números da empresa

| Balanco e métricas de endividamento (milhões R\$) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 1T25 | 2T25 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Receita Líquida | 18.796 | 17.890 | 24.241 | 27.133 | 40.985 | 45.367 | 11.709 | 12.795 |
| EBITDA Ajustado | 4.056 | 4.764 | 5.428 | 7.077 | 9.812 | 10.924 | 2.889 | 3.214 |
| Margem EBITDA % | 21,6% | 26,6% | 22,4% | 26,1% | 23,9% | 24,1% | 24,7% | 25,1% |
| Dívida Líquida | 10.595 | 10.196 | 13.642 | 32.779 | 36.694 | 42.515 | 44.071 | 45.245 |
| Dívida Líquida /EBITDA Ajustado | 2,6x | 2,1x | 3,1x | 4,1x | 3,3x | 3,3x | 3,2x | 3,1x |
| Caixa / Dívida CP | 3,1x | 2,9x | 0,8x | 2,9x | 2,4x | 2,2x | 1,4x | 1,3x |

Fonte: Equatorial



Fonte: Equatorial

Disclaimer

A Empiricus Research é uma Casa de Análise que produz e entrega publicações e relatórios periódicos, regularmente constituída e credenciada perante CVM e APIMEC. Todos os nossos profissionais cumprem as regras, diretrizes e procedimentos internos estabelecidos pela Comissão de Valores Mobiliários, em especial sua Resolução 20 e seu Ofício-Circular CVM/SIN 13/20, e pela APIMEC, bem como pelas Políticas Internas estabelecidas pelos Departamentos Jurídico e de Compliance da Empiricus. A responsabilidade pelos relatórios que contenham análises de valores mobiliários é atribuída a Rodolfo Cirne Amstalden, profissional certificado e credenciado perante a APIMEC. Nossas funções são desempenhadas com absoluta independência, e sempre comprometidas na busca por informações idôneas e fidedignas visando fomentar o debate e a educação financeira de nossos destinatários. O conteúdo da Empiricus Research não representa quaisquer ofertas de negociação de valores mobiliários e/ou outros instrumentos financeiros. Embora a Empiricus Research forneça sugestões pontuais de investimento, fundamentadas pela avaliação criteriosa de analistas certificados, não se pode antecipar o comportamento dos mercados com exatidão. Padrões, histórico e análise de retornos passados não garantem rentabilidade futura. Todo investimento financeiro, em maior ou menor grau, embute riscos, que podem ser mitigados, mas não eliminados. A Empiricus Research alerta para que nunca sejam alocados em renda variável aqueles recursos destinados às despesas imediatas ou de emergência, bem como valores que comprometam o patrimônio do assinante. Os destinatários dos relatórios devem, portanto, desenvolver as suas próprias avaliações.

A Empiricus Research faz parte do grupo Empiricus, pertencendo ao Grupo BTG Pactual, motivo pelo qual existe potencial conflito de interesses em suas manifestações sobre o Grupo. A união de forças para a criação do grupo Empiricus objetiva propiciar uma melhor experiência ao investidor pessoa física. Toda relação dentro do grupo é pautada na transparência e na independência, respeitando a completa segregação entre as atividades de análise de valores mobiliários e de administração de carteiras de valores mobiliários, visando à preservação da imparcialidade da Empiricus Research. Todo o material está protegido pela Lei de Direitos Autorais e é de uso exclusivo de seu destinatário, sendo vedada a sua reprodução ou distribuição, seja no todo ou em parte, sem prévia e expressa autorização da Empiricus Research, sob pena de sanções nas esferas cível e criminal.