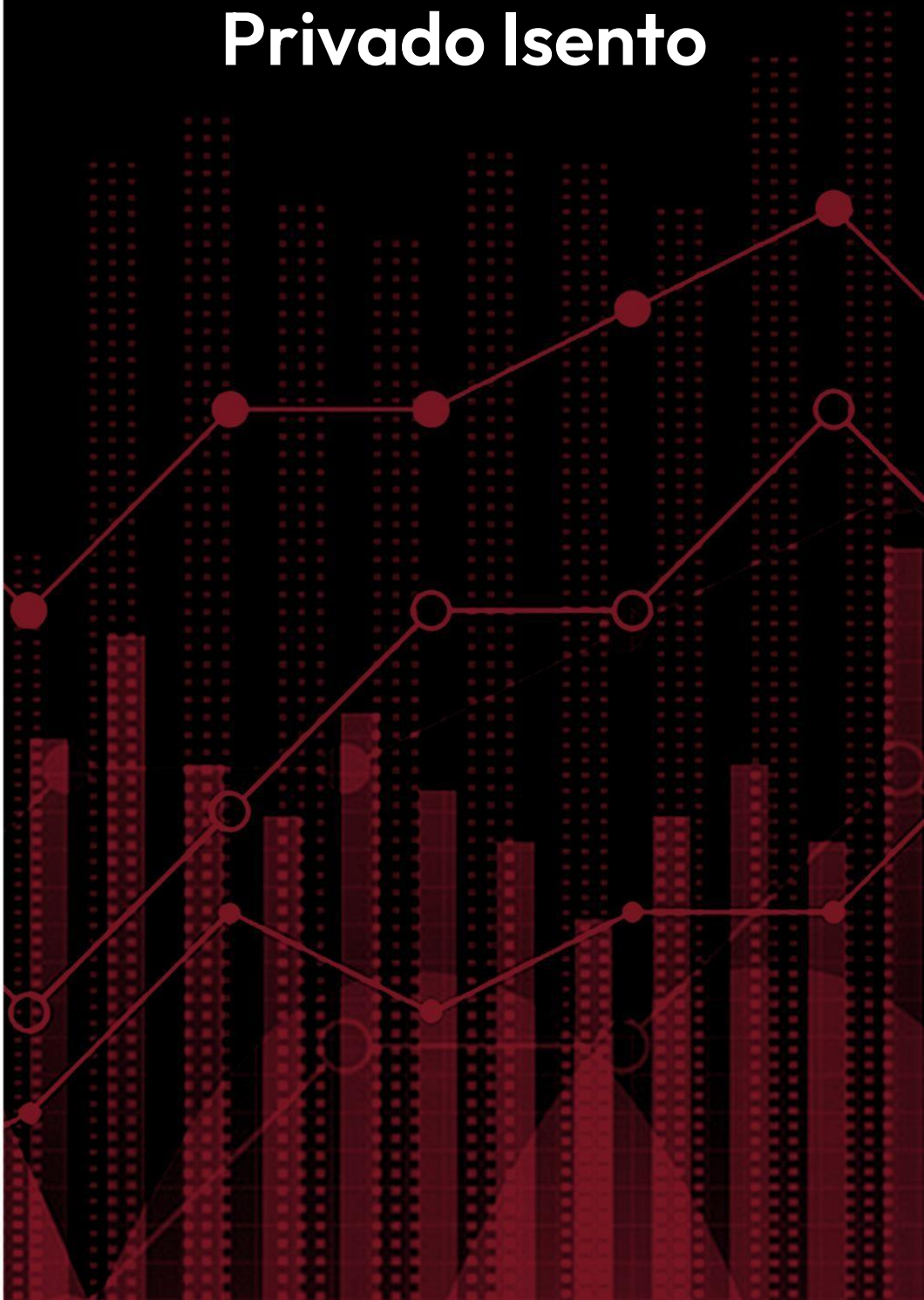
empiricus
RESEARCH

Empiricus Research

Carteira de Crédito Privado Isento



Laís Costa, CNPI
Analista Responsável
Empiricus Research

Índice

1. Nossas recomendações
2. Mata de Santa Genebra (MSGT33)
3. Águas do Rio (RIS422)
4. Rota das Bandeiras (CBAN12)
5. Equatorial Goiás (CGOS34)

Atualização de cenário:

Nos EUA, o Federal Reserve manteve as taxas no intervalo de 3,5% a 3,75% ao ano, conforme amplamente esperado pelo mercado. Para além das taxas, **praticamente nada permaneceu inalterado** nesta reunião.

Sob nova presidência, a comunicação foi **substancialmente modificada**, com o encurtamento do comunicado, o corte no forward guidance e **uma elevação significativa** das projeções de juros no Sumário de Projeções Econômicas (SEP).

Na coletiva de imprensa, o novo presidente, Kevin Warsh, reforçou o tom mais duro (hawkish), com foco absoluto na estabilidade de preços.

O Sumário de Projeções Econômicas revelou que metade dos diretores do comitê monetário prevê pelo menos uma alta de juros neste ano, e um terço prevê mais de uma alta. Até a reunião de março, não havia nenhuma projeção de alta, e mais da metade do comitê via pelo menos um corte. A revisão das projeções de juros é justificada pela alta das estimativas para o núcleo da inflação (PCE), que subiram 0,6 ponto percentual, para 3,3% em 2026, e 0,3 ponto percentual, para 2,5% em 2027.

No mercado, os juros reais de cinco anos saltaram de 1,8% para 1,95%, acompanhados por uma queda disseminada das inflações implícitas ao longo de todos os vértices da curva e por uma forte alta dos juros nominais logo após a reunião. O DXY, que mede a força do dólar americano frente a uma cesta de moedas de países desenvolvidos, também se fortaleceu, retornando ao maior patamar desde maio de 2025.

No Brasil, o Comitê de Política Monetária (COPOM) cortou a Selic em 25 pontos-base, em linha com o consenso de mercado. No comunicado, embora tenha reconhecido a desancoragem adicional das expectativas de inflação, o Banco Central optou por alongar ainda mais o horizonte relevante de política monetária para justificar o corte entregue e manter a porta aberta para a continuação do ciclo de afrouxamento monetário.

Será importante entender as premissas utilizadas no modelo da autarquia — que serão discutidas no próximo Relatório de Política Monetária, divulgado na próxima quinta-feira (25/06) — para justificar a conclusão de que a inflação no primeiro trimestre de 2028 está abaixo da meta de 3%, diferentemente do que apontam os modelos da maior parte dos economistas de mercado.

Na prática, a autarquia optou por antecipar a discussão da inflação no início de 2028 em detrimento do horizonte relevante atual. Claramente, a tolerância a um desvio da inflação acima da meta parece ser maior do que a tolerância a um desvio abaixo dela, considerando o contínuo afastamento das projeções em relação à meta para o quarto trimestre de 2027.

Em suma, o comunicado foi confuso e inovou ao ampliar o horizonte relevante em meio a um cenário de desancoragem das expectativas de inflação em todos os vértices da curva, o que tende a gerar questionamentos adicionais sobre a credibilidade da autarquia.

Nesta manhã (18), as taxas futuras de juros sobem e o real se deprecia. Amanhã (19) é uma data crítica para as projeções de inflação do relatório Focus. Esperamos a continuação da deterioração das estimativas para o IPCA até 2028. Para a próxima reunião, esperamos um corte adicional de 25 pontos-base na Selic.

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	PG	MSGT33	AA	IPCA	7,68%	10,12%	★	235	8,46
Aegea / Águas do Rio	Debênture incentivada	Saneamento	PG	RIS422	A	IPCA	10,24%	13.13%	★	514	7,57
Rota das Bandeiras	Debênture incentivada	Transporte e Logística	PG	CBAN12	AAA	IPCA	7,96%	10,39%	★	253	4,17
Equatorial	Debênture incentivada	Energia Elétrica - distribuição	PG	CGOS34	AAA	IPCA	8,03%	10,52%	★★★	271	6,04

[1] PG = público em geral; IQ = investidor qualificado; IP = investidor profissional
[2] As taxas são atualizadas diariamente e estão sujeitas a alterações (referente ao dia 18/06/2026).
[3] 5 estrelas = máxima exposição recomendada de 10%; 1 estrela = máxima exposição recomendada de 2%.

1. Mata de Santa Genebra (MSGT33)

Características da emissão			
Emissor	Mata de Santa Genebra	**Taxa BTG Pactual**	IPCA + 7,68%
Setor	Transmissão de energia	**Taxa bruta**	IPCA+ 10,12%
Ticker	MSGT33	**Spread over (bps)**	235
Instrumento	Debênture incentivada	**Rating**	AA (Fitch)
Data de emissão	15/11/2021	**Juros e amortização**	Semestral (maio e novembro)
Vencimento (duration)	15/11/2041 (8,46 anos)	**Covenants**	ICSD>= 1,2 por 3 anos seguidos ou 4 anos intercalado
Taxa de emissão	IPCA+ 6,2339%	**Garantias**	Penhor ações e contas reserva
Investidor	Geral		

A Mata de Santa Genebra 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.

O resultado de 2025 reforçou a leitura defensiva da Mata de Santa Genebra, com operação estável, receita regulada crescente e margem ainda elevada. A RAP avançou para R$ 338,7 milhões, ante R$ 321,6 milhões em 2024, enquanto a receita operacional líquida ficou praticamente estável, em R$ 395,6 milhões. O EBITDA somou R$ 320,0 milhões, levemente abaixo do ano anterior, com margem de 81%, ainda compatível com

o perfil resiliente de uma transmissora operacional. A tese segue apoiada na previsibilidade da RAP corrigida pelo IPCA e na baixa exposição ao risco de demanda.

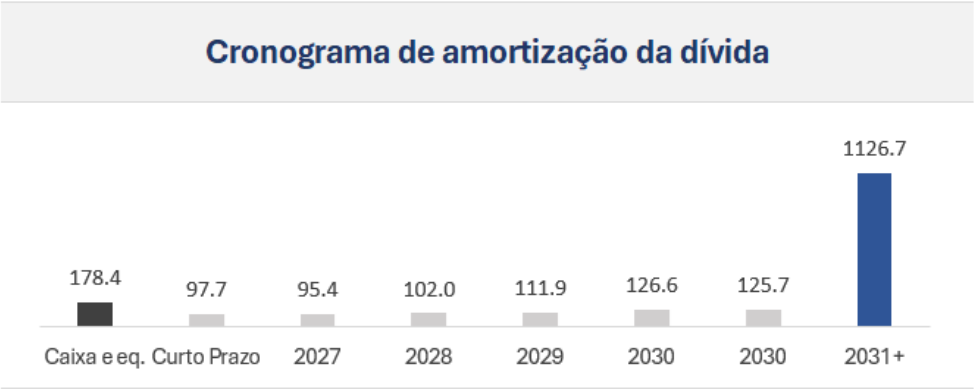
Do ponto de vista de crédito, a companhia manteve liquidez adequada, com R$ 178,4 milhões em caixa e equivalentes e cobertura de 1,8x da dívida de curto prazo, acima dos 1,9x observados em 2024. A dívida total recuou para R$ 1,69 bilhão, mas a alavancagem permaneceu elevada, em 5,3x dívida/EBITDA, praticamente estável frente ao ano anterior. Ainda assim, a MSGT23 continua sendo um papel defensivo dentro do setor de transmissão, com boa previsibilidade de caixa e aderência entre o indexador da RAP e da dívida.

Pontos positivos	Pontos de atenção
✓Uma das 30 maiores empresas de transmissão do Brasil; ✓Setor resiliente, com geração de caixa pouco volátil; ✓Projeto 100% operacional com baixa complexidade de operação e manutenção; ✓Receita anual permitida corrigida pelo IPCA e sem obrigatoriedade de reinvestimentos; ✓Vencimento da concessão após vencimento da dívida.	xProcesso de renovação das licenças de operação no futuro; xNível de alavancagem operacional; xRiscos regulatórios intrínsecos ao setor de atuação.

Números da Empresa

Indicadores (R$ milhões)	2022	2023	2024	2025
Receita Anual Permitida (RAP)	300.3	312.1	321.6	338.7
Receita Op Líquida	415.7	393.5	391.0	395.6
EBITDA	347.1	329.2	321.6	320.0
Margem EBITDA	83%	84%	82%	81%
Caixa e equivalentes	152.2	273.1	153.6	178.4
Dívida líquida	1669	1686	1697	1688
Dívida líquida / EBITDA	4.8x	5.1x	5.3x	5.3x
Caixa/Dívida CP	2.5x	3.9x	1.9x	1.8x

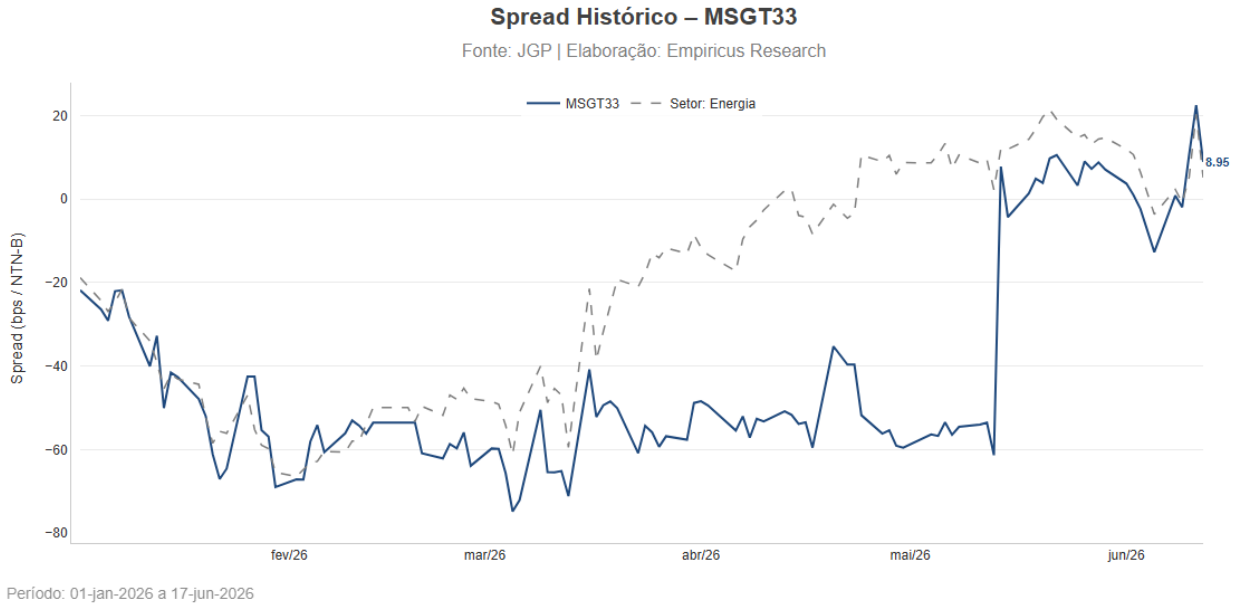
Fonte: Copel e Mata de Santa Genebra
Período: 31/12/25



Fonte: Copel e Mata de Santa Genebra

Dinâmica dos Spreads

Neste ano, o spread da MSGT33 abriu por volta de 30 bps, em linha com outras debêntures do setor de energia, que sofreram indiscriminadamente com a abertura das taxas reais devido a fatores macroeconômicos.



2. Águas do Rio (RIS422)

Características da emissão			
Emissor	Águas do Rio	**Taxa BTG**	IPCA + 10,24%
Setor	Saneamento	**Taxa bruta**	IPCA + 13,13%
Ticker	RIS422	**Spread over (bps)**	514
Instrumento	Debênture incentivada	**Investidor**	Geral
Data de emissão	15/07/2023	**Rating**	A
Vencimento (duration)	15/01/2042 (7,57 anos)	**Juros e amortização**	Semestral, semestral a partir de 15/07/2034
Taxa de emissão	IPCA + 7,20%	**Garantias**	Garantia real e fidejussória

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 oito 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.

A Aegea voltou ao centro das discussões no mercado de crédito após comunicar **o atraso da divulgação de seus resultados financeiros referentes ao quarto trimestre de 2025.** Segundo a companhia, a postergação era necessária para concluir ajustes nas demonstrações financeiras, incluindo revisões em períodos passados.

O problema foi além do atraso em si, mas também no contexto em que ele ocorreu. Em meio a eventos de crédito que afetaram o apetite a risco do mercado, a demora levantou dúvidas sobre a qualidade dos números, a governança e o real tamanho dos ajustes que seriam divulgados.

Na divulgação do 1T26, o resultado foi operacionalmente positivo para a Aegea, mas ainda com maior necessidade de monitoramento após o atraso na divulgação dos resultados e a reapresentação contábil dos períodos anteriores. Os ajustes tornam o reporte mais conservador, especialmente em receita, PECLD, receita de construção e capitalização de juros, mas não tiveram impacto direto de caixa nem levaram à quebra de covenants.

Na visão proforma do Ecossistema Aegea, a receita líquida cresceu 13,5%, para R$ 4,9 bilhões, enquanto o EBITDA recorrente avançou 65,3% a/a, para R$ 3,0 bilhões. A liquidez segue robusta, com R$ 13,6 bilhões em caixa, equivalente a 2,7x os vencimentos de curto prazo.

Em Águas do Rio, principal ativo para a tese da RIS422, o trimestre mostrou inflexão relevante. A receita líquida cresceu 6%, para R$ 1,5 bilhão, enquanto o EBITDA atingiu R$ 620 milhões, ante resultado negativo no 1T25 reapresentado, com margem de 40%. A inadimplência caiu de 32,9% para 12,4%, a conversão de receita em caixa ficou em 90% e o prejuízo líquido foi reduzido de R$ 374,1 milhões no 1T25 para R$ 10,8 milhões.

Apesar da melhora, a concessão ainda apresenta alavancagem elevada, de 6,4x, além de desafios de capex, perdas e conversão de clientes. Para o crédito, a leitura segue construtiva, especialmente em papéis com garantia da Aegea, mas dependente da preservação da liquidez, da continuidade da melhora operacional de Águas do Rio e da redução gradual da alavancagem.

Dado que a emissão conta com garantias da Aegea, continuaremos acompanhando de perto a governança e a evolução operacional da concessão, mas entendemos que a operação consolidada da Aegea continua sólida, diversificada, sem quebra de covenants e com geração de caixa relevante.

Embora a foto da operação tenha tomado contorno piores, o movimento de abertura de spreads no mercado mais do que precifica as alterações apresentadas, por isso, mantemos a recomendação de compra da debênture RIS422.

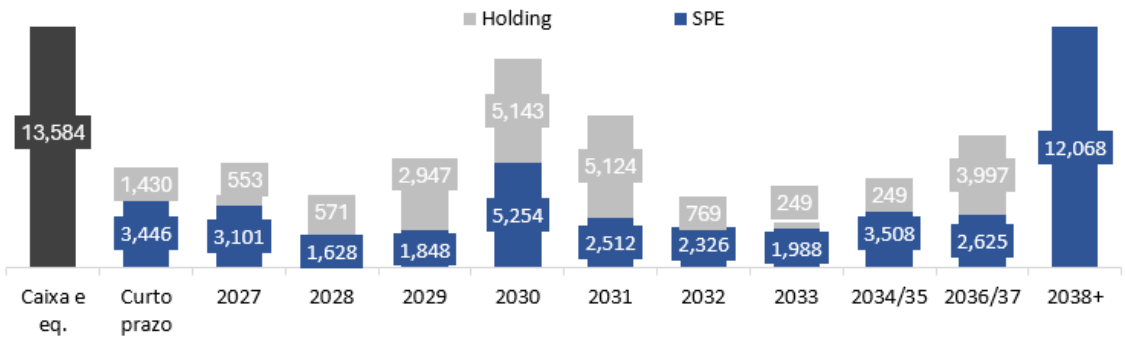
Pontos positivos	Pontos de atenção
✓ Período de concessão longo (35 anos) em um modelo com reajustede tarifas que incluem a variação da inflação, o que aumenta a previsibilidade das receitas;	x Sujeita a risco regulatório e interferências políticas, embora a estabilidade da demanda dos serviços de saneamento e seu impacto social mitigam riscos;
✓ Longo histórico de expetise da Aegea, conjunto de acionistas (Equipav, GIC e Itausa) e estrutura de garantias;	xConcentração 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.	xProjeto com necessidade alta de capex nos primeiros 12 anos e metas operacionais arrojadas;
	xElevação da alavavancagem após reapresentação dos resultados.

Números da Empresa

Indicador	1T24	2T24	3T24	4T24	1T25	2T25	3T25	4T25	1T26
Receita Op Líquida	1724.1	1725.4	1765	1741.9	1883.7	1754.8	1756.8	916.3	1551.6
EBITDA	524.8	481.3	562	651.3	471.4	742.4	635.4	325.7	619.7
Margem EBITDA	30%	28%	31%	37%	25%	42%	36%	36%	40%
Dívida líquida	8.546,4	8.569,4	9.180,7	13.177,5	13.728,0	13.882,3	14.076,0	14.540,7	14.901,2
Dívida Líq. / EBITDA 12m	4,32	4,27	4,18	6,00	6,41	5,78	5,60	8,53	6,4

Fonte: Aegea

Cronograma de Amortização da Dívida - Aegea

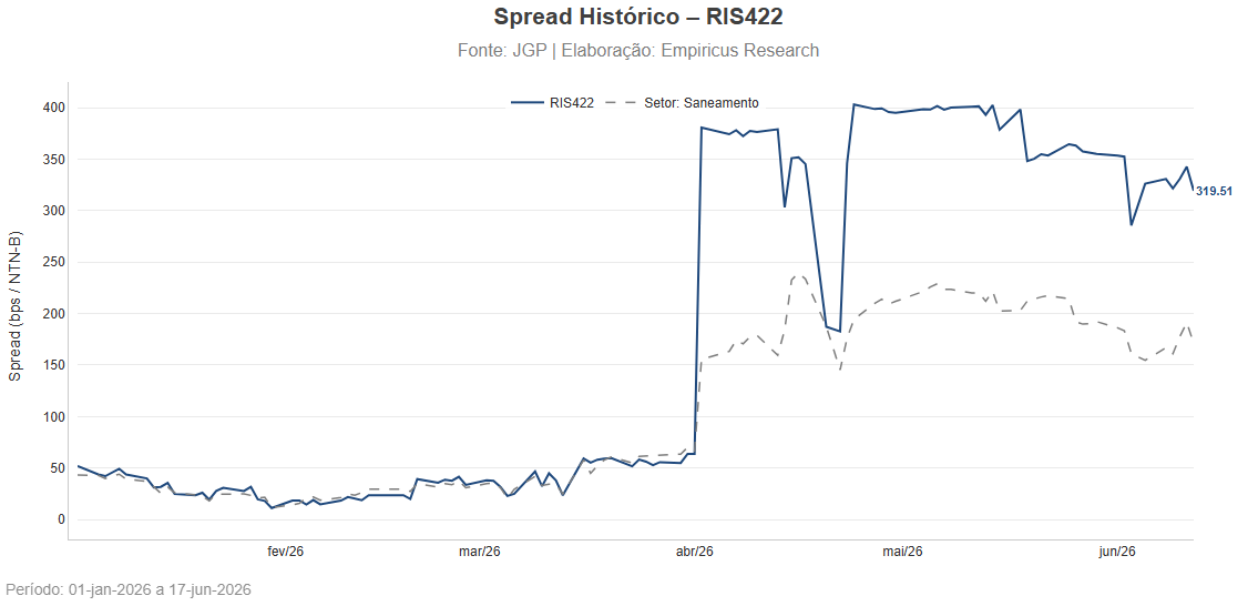


Fonte: Águas do Rio, Aegea

Dinâmica dos Spreads

No ano, o spread da RIS422 abriu cerca de 270 bps, impulsionado sobretudo pelo atraso na divulgação dos resultados do 4T25 e revisões contábeis, como comentado anteriormente.

Nas últimas semanas, o papel começou a registrar um fechamento de spreads na ordem de 80 bps desde o pico, mesmo com o mercado de juros adverso devido a eventos macroeconômicos domésticos e globais. Esse movimento recente reforça a nossa convicção de que houve um movimento exacerbado de venda dos papeis da RIS422 e que o valuation ainda é atrativo.



3. Rota das Bandeiras (CBAN12)

Características da emissão			
Emissor	Rota das Bandeiras	**Taxa BTG Pactual**	IPCA + 7,96%
Setor	Transporte e Logística	**Taxa bruta**	IPCA + 10,39%
Ticker	CBAN12	**Spread over (bps)**	253
Instrumento	Debênture incentivada	**Investidor**	Geral
Data de emissão	15/11/2019	**Rating**	AAA (Fitch)
Vencimento (duration)	15/07/2034 (4,17 anos)	**Pagamento de juros**	Semestral (a partir de jul-22)
Taxa de emissão	IPCA + 5,00%	**Amortização**	Semestral (a partir de jul-22)
		Garantias	Cessão Fiduciária e Penhor de Ações

A Rota das Bandeiras é a concessionária responsável pelo Corredor Dom Pedro I, no interior de São Paulo, desde 2009. A companhia é responsável pela operação, manutenção e ampliação de cerca de 297 km de rodovias estaduais, incluindo a Dom Pedro I (SP-065), Zeferino Vaz (SP-332) e Constâncio Cintra (SP-360), em uma região economicamente relevante, que conecta a Região Metropolitana de Campinas ao Vale do Paraíba.

A concessão vai até 2039 e o ativo apresenta perfil maduro, com baixo risco operacional e demanda sustentada pela atividade industrial e logística da região.

O 1T26 reforçou uma leitura construtiva para o crédito da companhia. A receita líquida de serviços somou R$ 328,5 milhões, alta de 5,2% frente ao 1T25, impulsionada principalmente pelas receitas de pedágio, que avançaram 5,2%, para R$ 324,7 milhões, e seguem como a principal fonte de receita do projeto. O desempenho foi beneficiado pelo reajuste tarifário de julho de 2025, já que o tráfego pedagiado cresceu apenas 0,3%, para 27,7 milhões de veículos equivalentes. O EBITDA ajustado atingiu R$ 261,8 milhões, alta de 3,2%, com margem ainda elevada de 86,4%, apesar da maior pressão de custos com conservação e recapeamento.

O lucro líquido foi de R$ 64,1 milhões, alta de 41,6% em relação ao 1T25, impulsionado pela melhora do resultado financeiro e pela reversão de provisões. A liquidez também melhorou, com caixa de R$ 202,9 milhões, alta de 43,9% frente a dezembro de 2025, enquanto a dívida líquida caiu 3,0%, para R$ 2,56 bilhões. Considerando o EBITDA

ajustado dos últimos 12 meses, a alavancagem permanece confortável para uma concessão rodoviária madura, próxima de 2,4x dívida líquida/EBITDA.

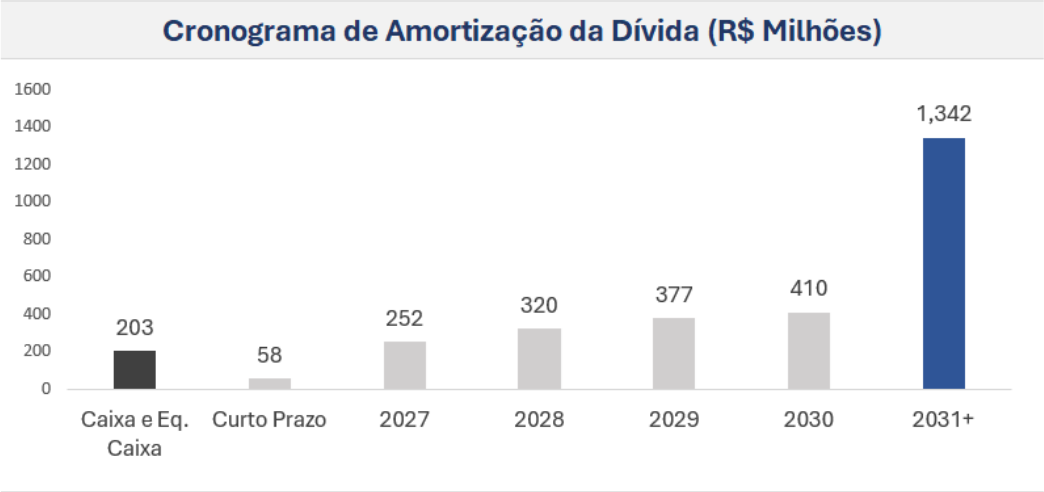
A tese segue apoiada em um ativo essencial, maduro e localizado em uma região de alta relevância econômica, com rating AAA reafirmado por Fitch e Moody's Local em fevereiro de 2026. A CBAN12 continua combinando emissor de baixo risco relativo, duration intermediária, indexação ao IPCA e garantias relevantes, como cessão fiduciária e penhor de ações. Como pontos de atenção, permanecem o baixo crescimento do tráfego, a elevada participação de veículos pesados, a pressão de custos de conservação e os riscos regulatórios relacionados a discussões de reequilíbrio com a ARTESP.

Pontos positivos	Pontos de atenção
✓Rodovia consolidada em uma das regiões mais desenvolvidas do país;	X Sensibilidade ao desempenho do tráfego de carga regional;
✓Baixo risco operacional;	X Adoção de medidas não convencionais pelo poder concedente, como o congelamento tarifário ocorrido em 2021.
✓Em fevereiro de 2026, a Fitch e a Moody's reafirmaram o rating da Rota das Bandeiras em AAA, dada a sua operação madura e estável em uma região economicamente estratégica e tráfego resiliente e superior ao projetado.	
✓Spread de crédito atrativo quando comparado a outros pares no mercado secundário.	

Números da Empresa

Indicador	2021	2022	2023	2024	2025	1T26
Receitas de Pedágio	R$ 750,9 mi	R$ 876,0 mi	R$ 1,03 bi	R$ 1,19 bi	R$ 1,31 bi	R$ 324,7 mi
EBITDA Ajustado	R$ 606,0 mi	R$ 709,6 mi	R$ 837,1 mi	R$ 958,2 mi	R$ 1,06 bi	R$ 261,8 mi
Dívida Líquida	R$ 2,52 bi	R$ 2,73 bi	R$ 2,77 bi	R$ 2,56 bi	R$ 2,64 bi	R$ 2,56 bi
Dívida CP	R$ 160,9 mi	R$ 280,4 mi	R$ 331,4 mi	R$ 764,0 mi	R$ 109,1 mi	R$ 58,3 mi
Caixa + Aplicações	R$ 91,6 mi	R$ 162,5 mi	R$ 269,7 mi	R$ 572,6 mi	R$ 141,0 mi	R$ 202,9 mi
Caixa + Apl. / Dívida CP	0.57x	0.58x	0.81x	0.75x	1.29x	3.48x
Dívida Líq / EBITDA Ajust.	4.17x	3.84x	3.31x	2.67x	2.48x	2.39x
Capex	R$ 432,7 mi	R$ 336,3 mi	R$ 316,6 mi	R$ 226,7 mi	R$ 191,0 mi	R$ 31,6 mi

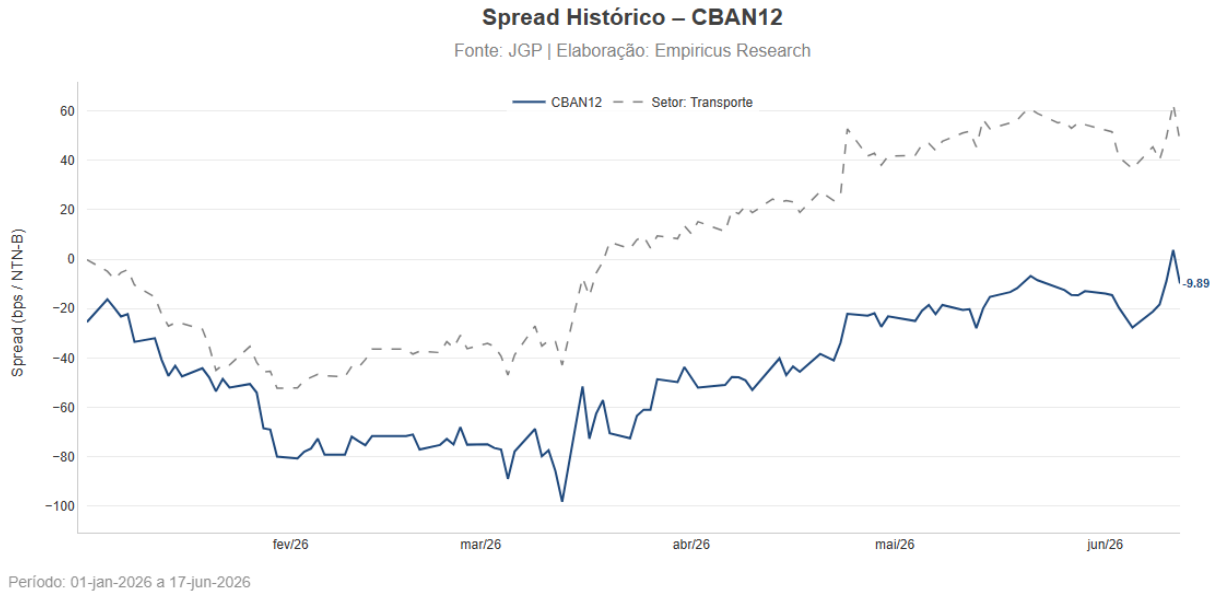
Fonte: Economatica | Elaboração: Empiricus



Fonte: Rota das Bandeiras

Dinâmica dos Spreads

Neste ano, a debênture CBAN12 abriu cerca de 15 bps, bastante abaixo de outras debêntures do setor, que abriram em média 47 bps.



4. Equatorial (CGOS34)

Características da emissão			
Emissor	Equatorial Goiás	**Taxa BTG Pactual**	IPCA + 8,03%
Setor	Energia Elétrica	**Taxa bruta**	IPCA + 10,52%
Ticker	CGOS34	**Spread over (bps)**	271
Instrumento	Debênture incentivada	**Investidor**	Geral
Data de emissão	15/10/2035	**Rating**	AAA (S&P)
Vencimento (duration)	15/10/2035 (6,04 anos)	**Juros e amortização**	Semestral (a partir de dezembro/33)
Taxa de emissão	IPCA + 6,6789%	**Garantias**	Fiança da Equatorial Energia

O Grupo Equatorial S.A. é uma holding brasileira do setor de utilidades públicas.

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$ 52 bilhões e lucro líquido de R$ 2 bilhões em 2025, a Equatorial se consolida como um dos principais atores de atuação integrada no segmento de energia.

Em relação à garantia, os papéis emitidos pela Equatorial Goiás 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.

O 1T26 reforçou uma leitura construtiva para o crédito da Equatorial, com crescimento operacional, melhora de alavancagem, liquidez robusta e avanços relevantes nas distribuidoras, que seguem sendo o principal vetor da tese.

O EBITDA ajustado consolidado somou R$ 2,9 bilhões, alta de 11,3% a/a, ficando acima das expectativas de mercado, impulsionado principalmente pelo segmento de distribuição e pela equivalência patrimonial da Sabesp. A receita líquida cresceu 12,0%, para R$ 12,7 bilhões, enquanto a margem bruta ajustada avançou 13,0%, para R$ 4,3 bilhões. O lucro líquido ajustado caiu 23,6%, para R$ 359 milhões, mas ficou praticamente estável em base comparável, dado que os números de 2025 ainda eram afetados pela reclassificação dos ativos de transmissão como operações descontinuadas.

Do ponto de vista de estrutura de capital, a companhia encerrou o trimestre com alavancagem de 2,7x dívida líquida/EBITDA para fins de covenant, ou 3,1x excluindo o ganho de capital da venda dos ativos de transmissão. A leitura ex-ganho é mais representativa da recorrência do grupo e deve ser monitorada nos próximos trimestres, mas ainda aponta para um patamar administrável. A liquidez segue confortável, com R$ 11,6 bilhões em caixa e aplicações, equivalente a 2,5x a dívida de curto prazo.

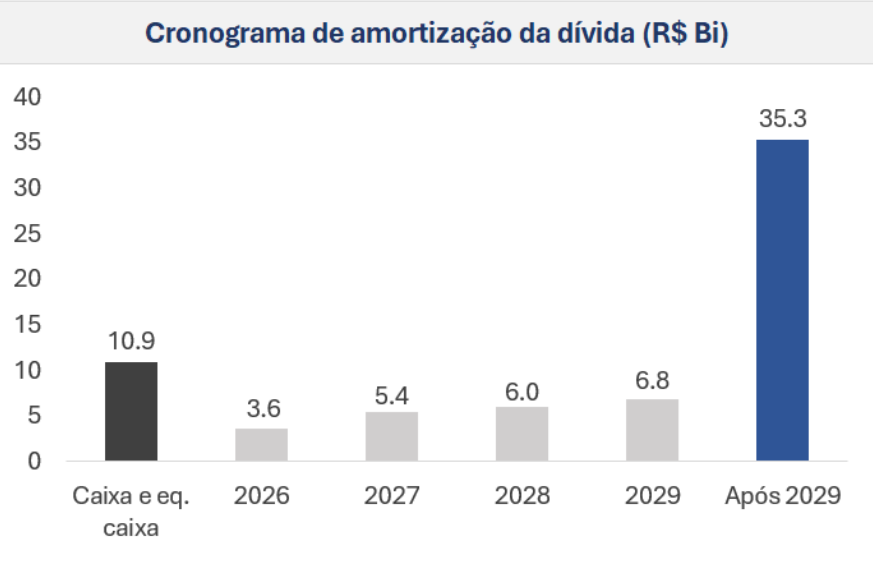
Na operação, a distribuição continuou evoluindo bem, com crescimento do mercado, perdas abaixo do nível regulatório e melhora dos indicadores de qualidade em boa parte das concessões. A renovação das concessões de Pará e Maranhão até 2058 e 2060, respectivamente, também reforça a visibilidade de fluxo de caixa de longo prazo.

Pontos positivos	Pontos de atenção
✓ 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;	x Modus operandi baseado em turnaround de ativos deficitários, modelo que envolve alto risco operacional;
✓ Forte presença regional com escala operacional significativa. A diversificação geográfica também contribui para diluição de riscos;	x A entrada no setor de saneamento amplia a exposição da empresa a riscos regulatórios e aumenta a complexidade operacional;
✓ Foco em eficiência operacional e disciplina de custos.	x Riscos ambientais e climáticos.

Números da Empresa

Indicador	2021	2022	2023	2024	2025	1T26
EBITDA Ajustado	R$ 5,94 bi	R$ 7,31 bi	R$ 9,73 bi	R$ 11,09 bi	R$ 13,12 bi	R$ 2,88 bi
Dívida Líquida	R$ 15,03 bi	R$ 33,30 bi	R$ 34,21 bi	R$ 42,79 bi	R$ 43,99 bi	R$ 45,95 bi
Dívida CP	R$ 3,59 bi	R$ 10,81 bi	R$ 5,26 bi	R$ 6,38 bi	R$ 4,41 bi	R$ 4,68 bi
Caixa + Aplicações	R$ 10,37 bi	R$ 7,88 bi	R$ 12,24 bi	R$ 13,04 bi	R$ 10,48 bi	R$ 10,89 bi
Caixa + Apl. / Dívida CP	2.89x	0.73x	2.33x	2.04x	2.37x	2.33x
Dívida Líq / EBITDA Ajust.	2.53x	4.56x	3.52x	3.86x	3.35x	3.50x
Capex	R$ 2,88 bi	R$ 5,32 bi	R$ 10,89 bi	R$ 8,90 bi	R$ 10,98 bi	R$ 2,59 bi

Fonte: Economatica e Equatorial | Elaboração: Empiricus



Fonte: Equatorial

Dinâmica dos Spreads

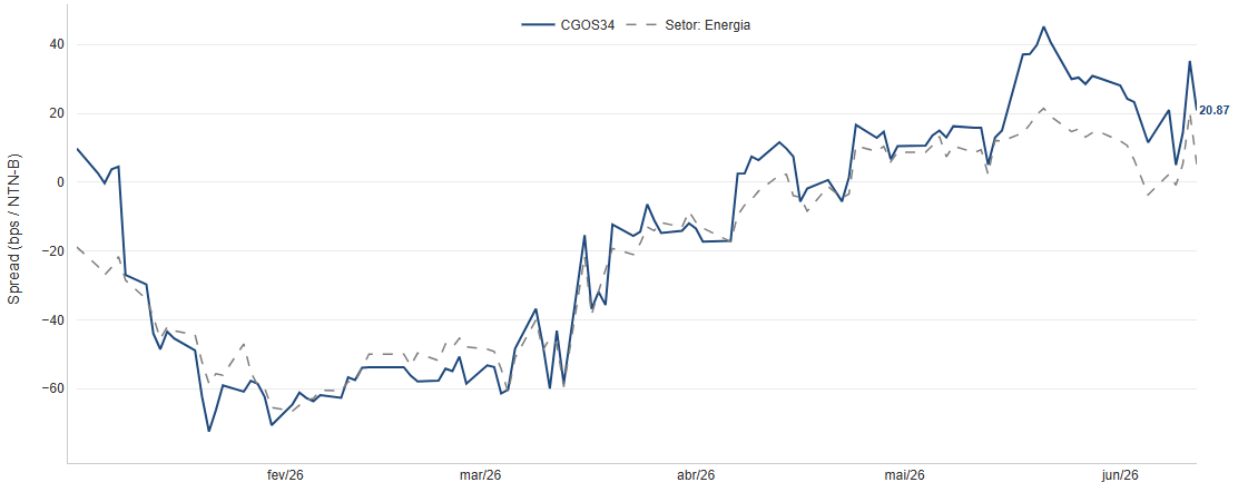
Neste ano, o spread da CGOS34 abriu cerca de cerca de 11 bps.

É importante ressaltar que a abertura não reflete nenhuma deterioração na tese da companhia, mas sim um movimento generalizado de abertura de spreads da indústria, como já comentamos anteriormente.

Como a Equatorial é uma companhia robusta e com forte presença na carteira de diversos fundos de crédito incentivado, acreditamos que ela tenha sido mais impactada pelo fluxo de resgates dessa indústria. Consequentemente, **vemos o nível de spreads atual, acima das demais debêntures de energia, como uma oportunidade de compra.**

Spread Histórico – CGOS34

Fonte: JGP | Elaboração: Empiricus Research



Período: 01-jan-2026 a 17-jun-2026

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.