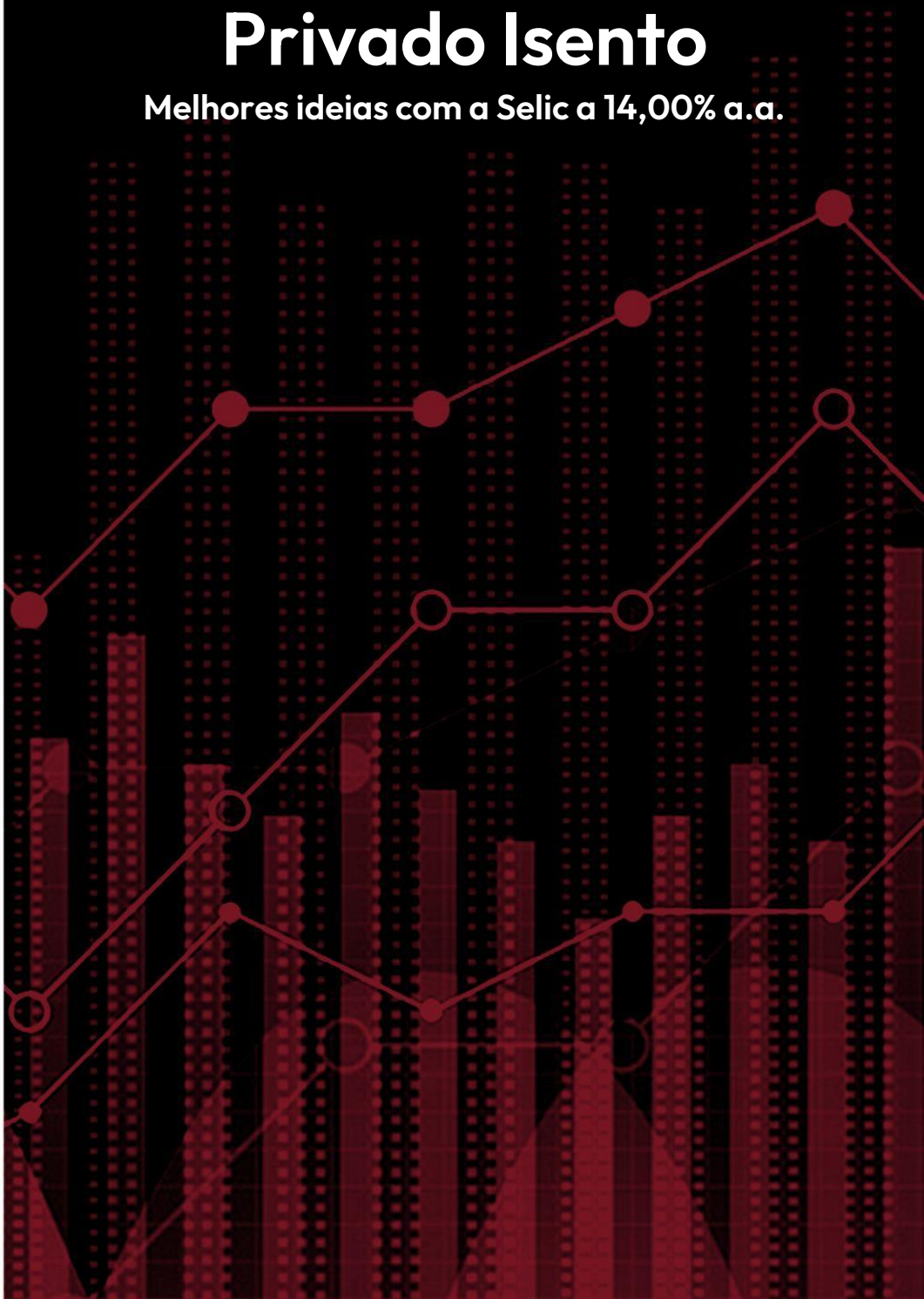
empiricus RESEARCH

Empiricus Research

Carteira de Crédito Privado Isento

Melhores ideias com a Selic a 14,00% a.a.



Laís Costa, CNPI
Analista Responsável
Empiricus Research

Índice

1. Águas do Rio (RIS422) 3

2. Rota das Bandeiras (CBAN12) 7

3. Equatorial (CGOSA2) 10

Atualização de cenário:

Nos EUA, o Federal Reserve manteve a taxa básica de juros no intervalo de 3,5%-3,75% ao ano, em linha com a expectativa de mercado. A decisão não foi unânime. Três diretores defenderam uma alta de 25 pontos-base, o que adicionou um tom duro (hawkish) à decisão.

Por outro lado, a entrevista de imprensa do presidente Warsh deixou dúvidas sobre a forma com que o comitê monetário deve atuar para conduzir a inflação à meta. Warsh afirmou que a política de juros pode fazer parte da solução, mas não deve ser analisada de forma isolada dos demais instrumentos e canais de transmissão da política monetária.

Além disso, Warsh afirmou que o PCE continua sendo a referência formal da meta, mas indicou que o banco central acompanha um conjunto mais amplo de medidas para identificar a tendência subjacente dos preços.

As falas do presidente produziram mais dúvidas do que respostas e reforçam a percepção de uma comunicação deliberadamente menos dependente de forward guidance. Como consequência, o mercado passou a incorporar uma trajetória mais elevada para os juros americanos, e a curva futura indica atualmente cerca de 60% de probabilidade de uma alta na reunião de 16 de setembro.

No Brasil, o Comitê de Política Monetária (COPOM) reduziu a Selic em 25 pontos-base ontem (5), em linha com a expectativa de mercado.

No comunicado, o comitê reconheceu a desaceleração da atividade assim como as surpresas baixistas de inflação nas últimas leituras, embora tenha mantido o reconhecimento da desancoragem das expectativas futuras.

Ainda sobre inflação, o IPCA no horizonte (1T28) de 3,2% ao ano coincide com a precificação dos economistas e com a definição de inflação "em torno da meta" do próprio BC.

Por isso, mantemos nosso cenário de mais um corte adicional de 25 pontos-base na Selic na reunião de setembro, levando a Selic para 13,75% ao ano.

A continuação do ciclo de afrouxamento depende sobretudo da política fiscal do próximo governo.

Nossas recomendações

Em relação aos títulos recomendados a seguir, a ausência da debênture de Mata de Santa Genebra se deve exclusivamente por falta de lastro do papel em plataforma. Não houve alteração relevante na dinâmica de spreads do papel, segundo dados do idex e da Ambima, em linha com a nossa percepção de continuidade da tese. Para os investidores que detém o papel, recomendamos a manutenção do título em carteira.

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)
Aegea / Águas do Rio	Debênture incentivada	Saneamento	PG	RIS422	A	IPCA	11,18%	14,24%	★★★	617	7,58
Rota das Bandeiras	Debênture incentivada	Transporte e Logística	PG	CBAN12	AAA	IPCA	7,85%	10,26%	★	241	4,16
Equatorial	Debênture incentivada	Energia Elétrica - distribuição	PG	CGOSA2	AAA	IPCA	8,04%	10,54%	★★★	273	7,2

[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. Águas do Rio (RIS422)

Características da emissão			
Emissor	Águas do Rio	**Taxa BTG**	IPCA + 11,18%
Setor	Saneamento	**Taxa bruta**	IPCA + 14,24%
Ticker	RIS422	**Spread over (bps)**	617
Instrumento	Debênture incentivada	**Investidor**	Geral
Data de emissão	15/07/2023	**Rating**	A
Vencimento (duration)	15/01/2042 (7,58 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.

No 2T26, a Aegea deu continuidade à melhora operacional observada no início do ano. Na visão proforma do Ecossistema, a receita líquida cresceu 14,4% a/a, para R$ 4,6 bilhões, enquanto o EBITDA recorrente avançou 45,7%, para R$ 2,9 bilhões, com margem de 62,5%.

O desempenho refletiu o crescimento das operações, a maturação das concessões e a redução de custos, com captura de aproximadamente R$ 352 milhões do plano de eficiência até junho. A companhia também avançou no fortalecimento dos controles internos e do processo de fechamento contábil após os ajustes divulgados no trimestre anterior.

A liquidez permanece confortável, com R$ 12,4 bilhões em caixa no Ecossistema, suficiente para cobrir 3,5x as amortizações dos próximos 12 meses. A alavancagem societária, referência para os covenants, está em 3,87x, ainda próxima ao limite mais restritivo de 4,0x. Contudo, o aporte adicional de R$ 2,1 bilhões aprovado pelos acionistas reduz o indicador proforma para cerca de 3,63x e amplia a folga financeira.

Em Águas do Rio, principal ativo para a tese da RIS422, a evolução operacional teve continuidade. A receita líquida cresceu 11% a/a, para próximo de R$ 1,6 bilhão, enquanto o EBITDA avançou 84%, para R$ 679 milhões, com margem de 43%, beneficiado por reajustes tarifários, desconto na compra de água e redução de custos. A alavancagem também melhorou de 8,3x para 5,8x, embora a dívida líquida tenha continuado crescendo e a concessão ainda demande investimentos relevantes.

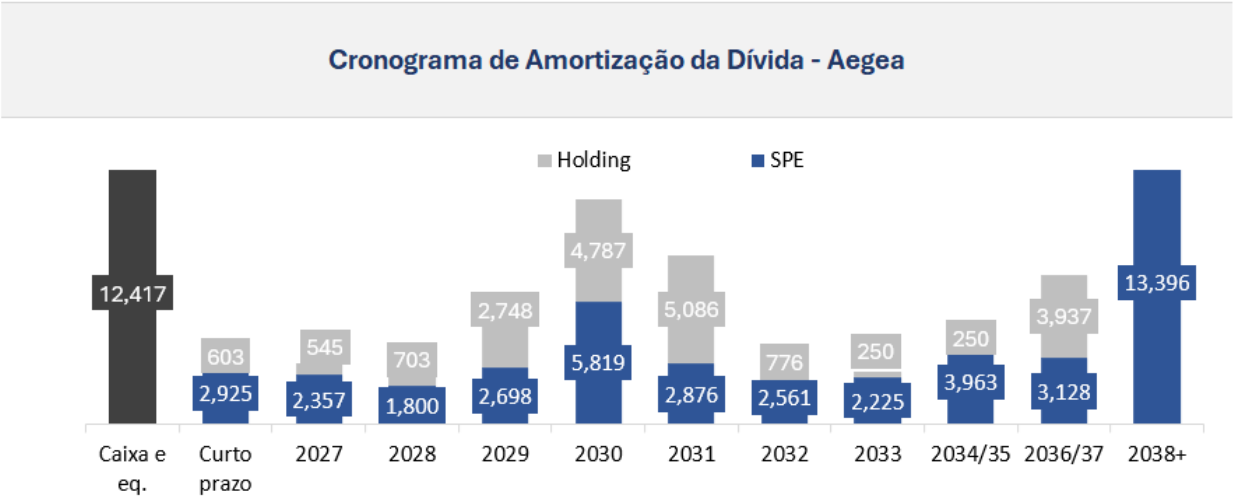
Diante da continuidade da melhora operacional, especialmente em Águas do Rio, do suporte adicional dos acionistas e do prêmio ainda atrativo do papel, elevamos nossa convicção na RIS422 para três estrelas. Com isso, passamos a recomendar uma exposição máxima de até 6% em uma carteira de debêntures, mantendo o acompanhamento da desalavancagem, da evolução dos controles internos e aportes dos controladores na Aegea..

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 alavancagem após reapresentação dos resultados.

Números da Empresa

Indicador	2T24	3T24	4T24	1T25	2T25	3T25	4T25	1T26	2T26
Receita Op Líquida	1725.4	1765	1741.9	1883.7	1426	1756.8	916.3	1551.6	1579.0
EBITDA	481.3	562	651.3	471.4	369	635.4	325.7	619.7	679.0
Margem EBITDA	28%	31%	37%	25%	42%	36%	36%	40%	43%
Dívida líquida	8.569,4	9.180,7	13.177,5	13.728,0	14.078	14.076,0	14.540,7	14.901,2	15.219
Dívida Líq. / EBITDA 12m	4,27	4,18	6,00	6,41	8,3	5,60	8,53	6,4	5,8

Fonte: Aegea

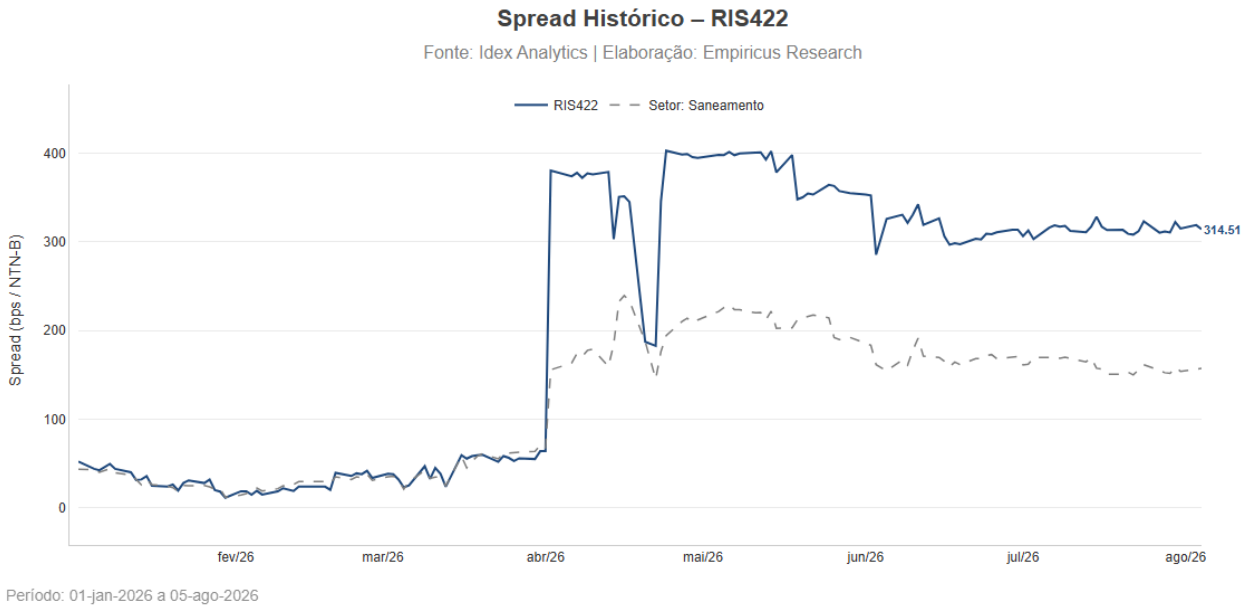


Fonte: Águas do Rio, Aegea

Dinâmica dos Spreads

No ano, o spread da RIS422 abriu cerca de 276 bps, impulsionado sobretudo pelo atraso na divulgação dos resultados do 4T25 e revisões contábeis, como comentado anteriormente.

Desde o pico em maio, o papel registrou fechamento de spread e ficou estável por volta de 315 bps sobre a NTN-B equivalente. Continuamos convictos de que houve um movimento exacerbado de venda dos papeis da RIS422 e que o valuation é atrativo.



2. Rota das Bandeiras (CBAN12)

Características da emissão

Emissor	Rota das Bandeiras	**Taxa BTG Pactual**	IPCA + 7,85%
Setor	Transporte e Logística	**Taxa bruta**	IPCA + 10,26%
Ticker	CBAN12	**Spread over (bps)**	241
Instrumento	Debênture incentivada	**Investidor**	Geral
Data de emissão	15/11/2019	**Rating**	AAA (Fitch)
Vencimento (duration)	15/07/2034 (4,16 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 2T26 manteve uma leitura construtiva para o crédito da Rota das Bandeiras. As receitas de pedágio, principal fonte de recursos da concessão, chegou a R$ 324,3 milhões — crescimento de 4,7% a/a, comparado ao 2T25 —, impulsionadas pelo reajuste tarifário de julho de 2025. O tráfego recuou 0,4%, para 27,8 milhões de veículos equivalentes. Comparado ao 2T25, o EBITDA ajustado avançou 2,6%, para R$ 257,4 milhões, com margem ainda elevada de 85,0%.

A dívida líquida subiu para R$ 2,67 bilhões, mas a alavancagem permaneceu confortável, em 2,48x dívida líquida/EBITDA. A companhia encerrou o trimestre com R$ 196,8 milhões em caixa e cobertura de 1,8x da dívida de curto prazo.

Os investimentos somaram R$ 69,1 milhões, mais que o dobro do 2T25, destinados principalmente à ampliação e manutenção das rodovias.

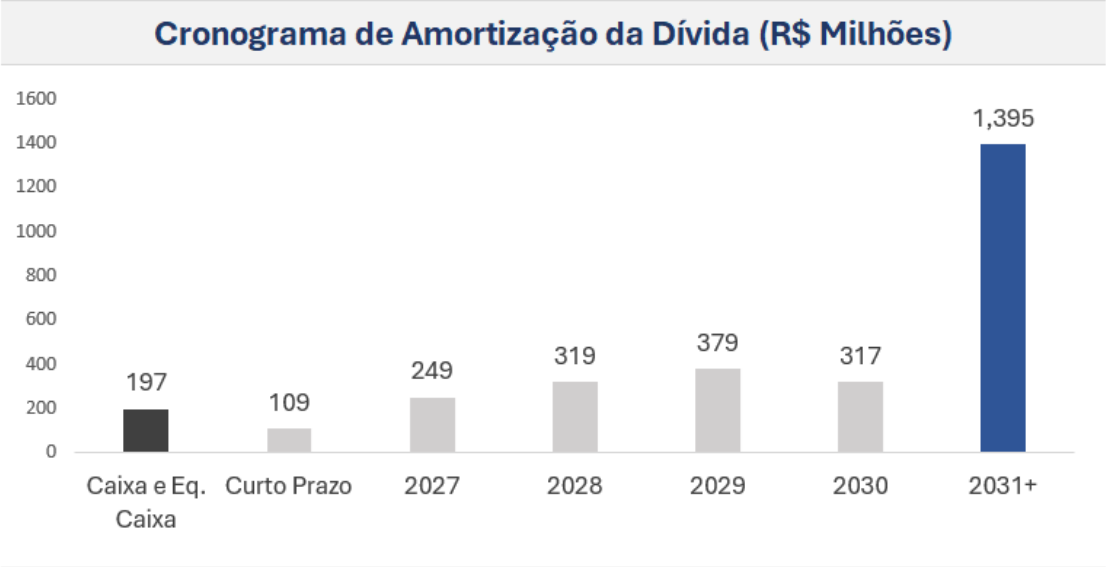
A tese segue apoiada em um ativo essencial, maduro e localizado em uma região de alta relevância econômica, com rating AAA reafirmado por Fitch e Moody's Local em fevereiro de 2026. A CBAN12 continua combinando emissor de baixo risco relativo, duration intermediária, indexação ao IPCA e garantias relevantes, 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	2T26
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	R$ 324,3 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	R$ 247,9 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	R$ 2,67 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	R$ 109,4 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	R$ 196,8 mi
Caixa + Apl. / Dívida CP	0.57x	0.58x	0.81x	0.75x	1.29x	3.48x	1.80x
Dívida Liq / EBITDA Ajust.	4.17x	3.84x	3.31x	2.67x	2.48x	2.39x	2.50x
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	R$ 69,1 mi

Fonte: Economatica e Rota das Bandeiras | Elaboração: Empiricus



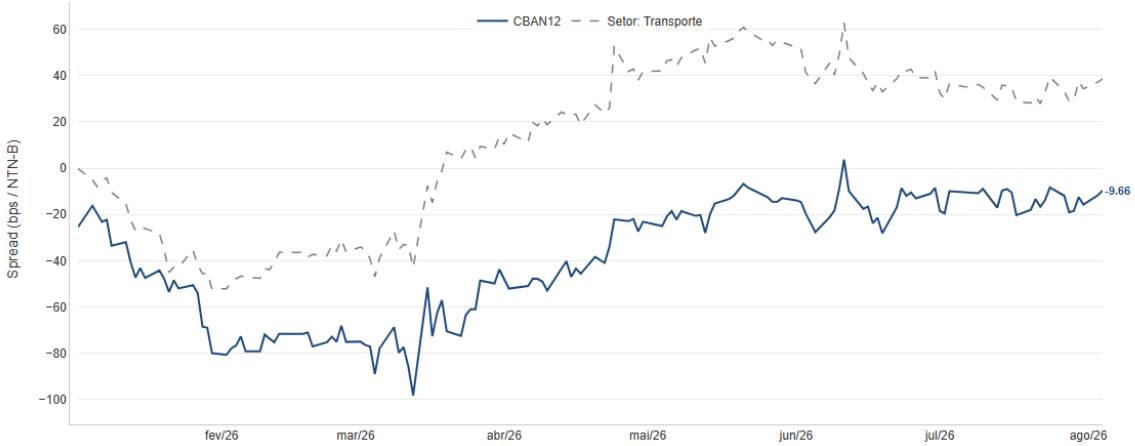
Fonte: Rota das Bandeiras

Dinâmica dos Spreads

Neste ano, a debênture CBAN12 abriu cerca de 15 bps, bastante abaixo de outras debêntures do setor.

Spread Histórico – CBAN12

Fonte: Idex Analytics | Elaboração: Empiricus Research



Período: 01-jan-2026 a 05-ago-2026

3. Equatorial (CGOSA2)

Características da emissão			
Emissor	Equatorial Goiás	**Taxa BTG Pactual**	IPCA + 8,04%
Setor	Energia Elétrica	**Taxa bruta**	IPCA + 10,54%
Ticker	CGOSA2	**Spread over (bps)**	273
Instrumento	Debênture incentivada	**Investidor**	Geral
Data de emissão	15/01/2026	**Rating**	AAA (S&P)
Vencimento (duration)	15/01/2038 (7,2 anos)	**Juros e amortização**	Semestral (a partir de janeiro/35)
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.

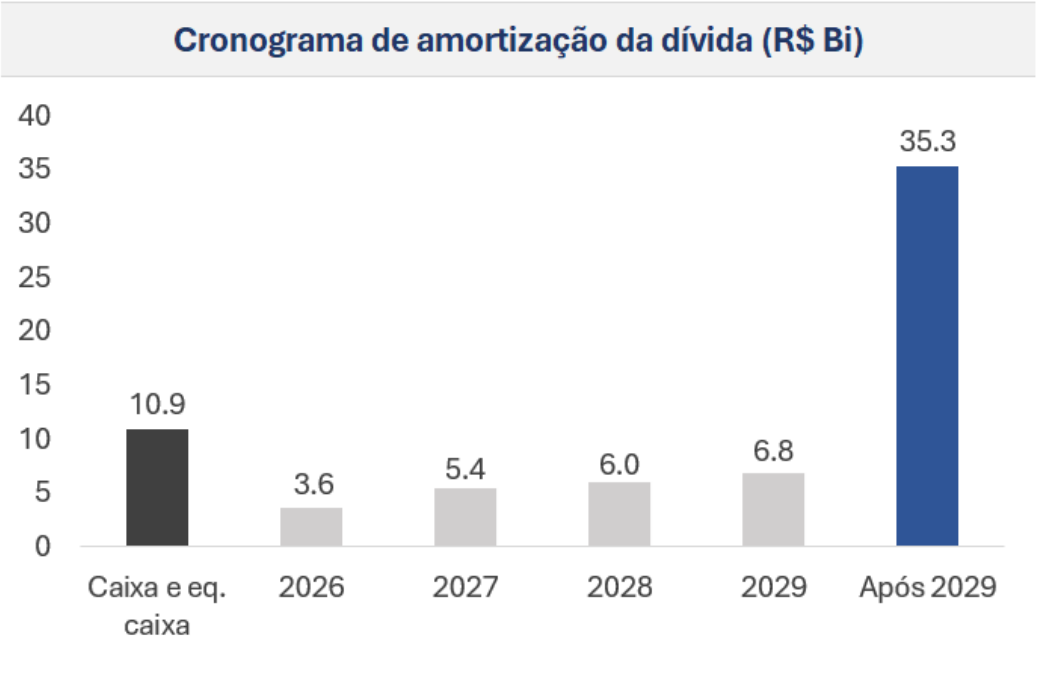
Pontos positivos	Pontos de atenção
✓ Capacidade de atrair capital e firmar parcerias estratégicas como a parceria com o IFC, a listagem no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3) e a venda dos ativos de transmissão com valuation elevado;	x Modus operandi baseado em turnaround de ativos deficitários, 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

A divulgação do resultado referente ao 2T26 estão previstas para 12 de agosto, após o fechamento do mercado. O consenso aponta para receita de aproximadamente R$ 10,0 bilhões, EBITDA de R$ 2,74 bilhões e lucro líquido ajustado de R$ 551 milhões.

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

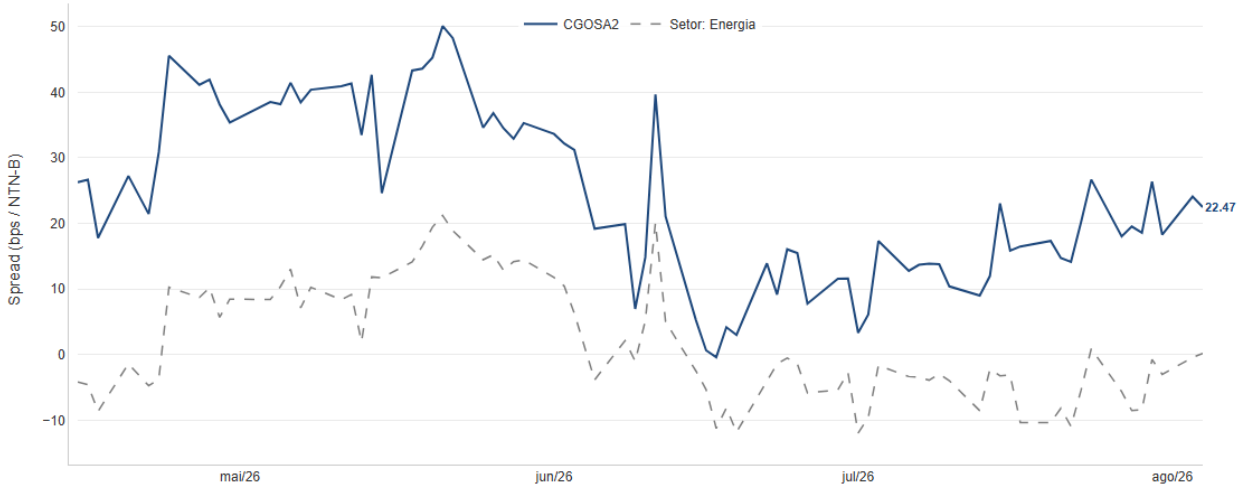
O título CGOSA2 foi emitido em janeiro deste ano e entrou em abril na base do Idex Analytics — que define critérios de liquidez para sua composição.

Desde abril, o papel fechou cerca de 6 bps, ficando todo esse período negociando acima da média de outras debêntures do mesmo setor.

Continuamos vendo o nível de spreads atual, acima das demais debêntures de energia, como uma oportunidade de compra.

Spread Histórico – CGOSA2

Fonte: Idex Analytics | Elaboração: Empiricus Research



Período: 15-abr-2026 a 05-ago-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.