

Eletrobras (ELET3) | Atualização de estimativas

Da adversidade à oportunidade!

Conclusão

Seguimos com a recomendação de COMPRAR para as ações da Eletrobras, introduzindo nosso novo preço-alvo de R\$47,50. Nossa redução no preço-alvo é reflexo da manutenção dos preços de energia de longo prazo abaixo do estabelecido no momento de sua privatização (consideramos em nossas estimativas R\$100/MWh para 2023-2025E e R\$130/MWh a partir de 2026E), menor GSF para os próximos anos, em função do maior despacho de fontes intermitentes em detrimento da energia hidráulica (consideramos um GSF de 90% para o longo prazo) e, aumento da taxa de desconto utilizada em nossos modelos (devido principalmente as altas taxas de juros dos títulos americanos - nossa taxa de desconto real é de 9,4%).

Mesmo com todos esses fatores negativos pairando sobre a empresa, aos atuais níveis de preços, vemos a empresa negociando com retorno potencial de 33% (+1,5% dividend yield 23E), com uma taxa interna de retorno implícita de 13,6%, 5,8x EV/EBITDA 23E e apenas 0,7x P/VPA 23E. Acreditamos que todos esses fatores negativos já estejam refletidos no preço e, com o passar dos trimestres, à medida que o turnaround da empresa avance e melhore em termos operacionais, vemos grande espaço para o crescimento da Eletrobras.

Geração: Como estão os reservatórios e os preços de energia?

É de conhecimento geral que 2022 foi um bom ano para a hidrologia do país, marcado por chuvas fortes e nos lugares corretos, elevando o nível dos reservatórios para a casa dos 80%, afastando o risco de racionamento e diminuindo o preço de energia ao mínimo regulatório (baixo consumo aliado a oferta abundante). O ano de 2023 não está sendo diferente, segundo o ONS (Operador Nacional do Sistema Elétrico), o volume útil dos reservatórios atingiu o maior nível em 20 anos, acima de 90% entre maio e junho.

Até o final do ano, estaremos no período de estiagem e observaremos o movimento natural de redução do nível dos reservatórios. Entre os anos de 2014 e 2020, essa redução que ocorreu entre os meses de setembro a dezembro foi, em média, de 19,7%. Se consideramos os atuais 82,9%, podemos esperar um volume útil ao final do ano de 63,2%. Ou seja, no pico da estiagem de 2023, podemos esperar níveis 5 pp. acima da média apresentada no pico do período chuvoso entre os anos de 2014 e 2020.

Empresas

Eletrobras (ELET3)

Recomendação	COMPRAR
Target Price 12M	R\$ 47,50
Preço Atual (R\$)	35,25
Upside	34,75%

Performance



Vitor Sousa

vitor.sousa@genial.com.vc

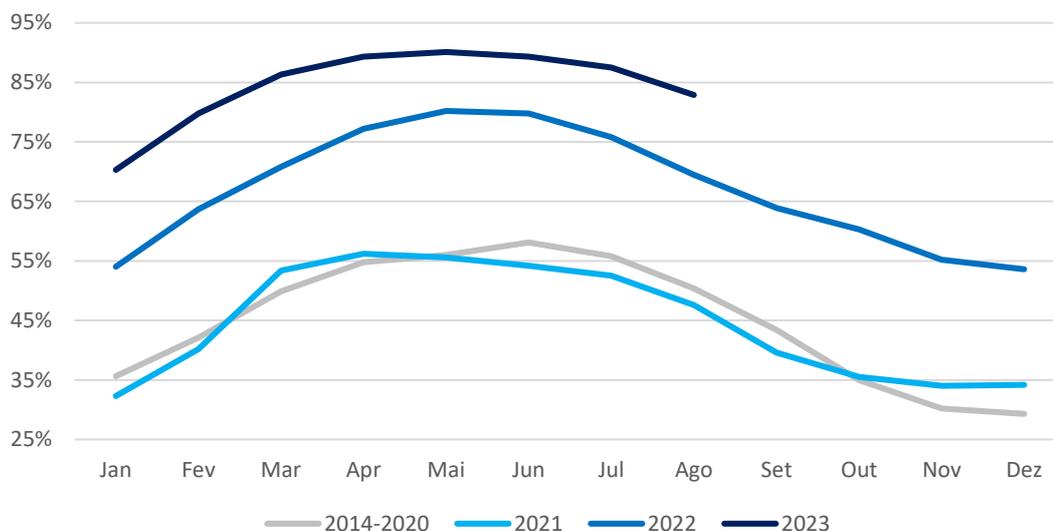
Israel Rodrigues

israel.rodrigues@genial.com.vc

Brasil - Genial Investimentos
Genial Institucional S.A. CCTVM

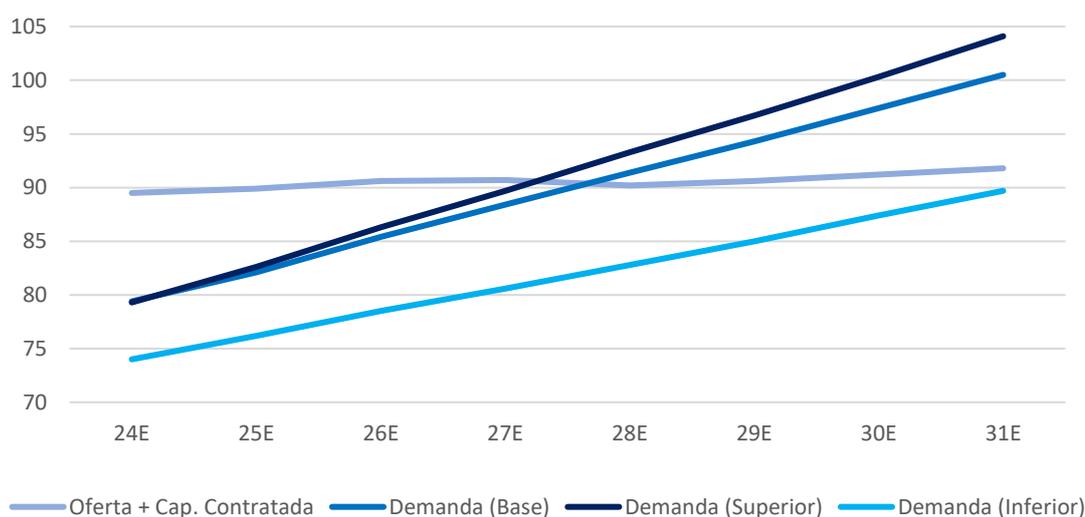
Av. Brig. Faria Lima, 3400 - 9º

Volume Util dos Reservatórios (%)

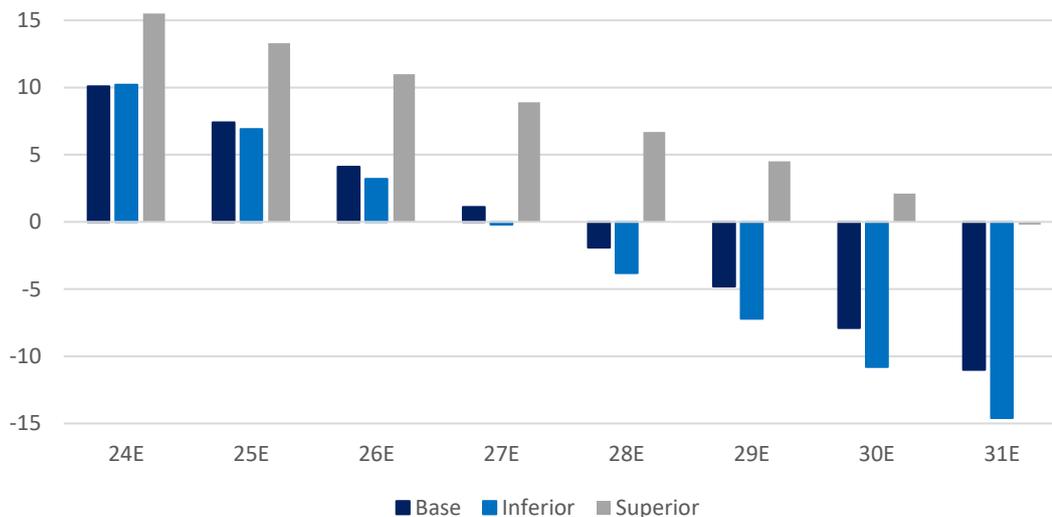


Os reservatórios cheios, aliado a entrada de novas usinas eólicas e solares e ao crescimento da geração distribuída criaram um cenário de grande oferta de energia no país. Ao mesmo tempo, a demanda por energia não tem acompanhado o crescimento da geração, criando um cenário de **sobreoferta estrutural de energia até 2027**, mesmo no cenário mais otimista. Mas é uma realidade que o Brasil já enfrenta há anos, sem que necessariamente os preços de energia sejam afetados negativamente. Entretanto, no passado, a hidrologia ruim elevava os preços spot (curto prazo), trazendo certo equilíbrio aos preços de longo prazo, fundamental à viabilidade das empresas de geração.

Carga vs Oferta + Cap. Contratada (GW)



Sobras/Déficit (GW)



O fato é que, por dois anos consecutivos as chuvas colaboraram e o nível dos reservatórios se elevou à patamares históricos - e deve permanecer relativamente alto por mais um ano. Com isso, desde dezembro de 2021, os preços de curto prazo de energia desabaram para o mínimo regulatório, o que acaba também por afetar os preços de energia de longo prazo - se entre 2015 e 2021 contratos de cinco anos negociavam próximo à R\$160/MWh, hoje vemos preços na casa dos R\$95/MWh (para maiores informações, [clique aqui](#)).

Como fica a Eletrobras nesse cenário?

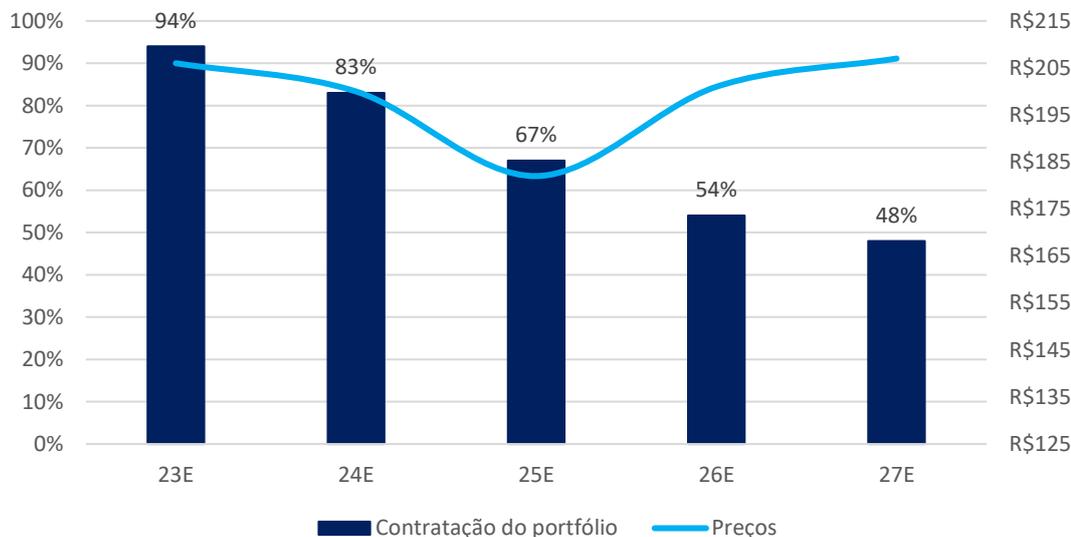
Com a privatização da empresa, parte dos recursos levantados no processo foram utilizados para comprar novas outorgas de usinas hidroelétricas que antes operavam no chamado "regime de cotas", que obrigava a empresa a vender sua energia a preços muito abaixo do mercado - R\$60/MWh vs R\$150-160/MWh a valores de mercado. Agora essa energia está migrando para o mercado livre (ACL) e deve ser gradualmente ofertada ao mercado.

Essa energia que passará a ser comercializada no ACL era um dos brilhos que o case apresentava na época da privatização. A nova realidade dos preços de energia acabou por impactar as expectativas que o mercado tinha para esse processo de reprecificação.

Como podemos observar pelo gráfico abaixo, a empresa foi capaz de afastar parte desse risco ao contratar boa parte do seu portfólio para os anos de 2023 e 2024 à preços interessantes (+R\$200/MWh). Mas para os anos seguintes, ainda observamos um alto nível de desconstrução do portfólio, que a empresa terá que trabalhar para conseguir vender à níveis de preços interessantes. Ainda assim, vale notar que a empresa tem um grau de

contratação bem elevado para 2023 e 2024.

Nível de contratação 23-27E (%) e Preços Médios (R\$/MWh)



Dado esse contexto, estamos considerando em nossas estimativas preços de energia de R\$100/MWh para 2024 e 2025, respectivamente. Para o longo prazo, acreditamos que, mesmo a hidrologia permanecendo favorável por um período maior de tempo, os preços de energia tenderão à subir, pois a energia comercializada aos patamares atuais se encontra **muito abaixo do Custo Marginal de Expansão (CME)** (O CME refere-se ao preço teórico de energia necessário para viabilizar a expansão do parque de geração em uma unidade adicional e, hoje se encontra próximo à R\$90/MWh, segundo a EPE), o que significa que projetos que se encontram em desenvolvimento, ou até nos estágios iniciais de construção, poderão ser cancelados por inviabilidade financeira, acarretando em um choque de novas ofertas esperadas e com isso eventual reequilíbrio nos preços de energia. **Por isso, consideramos o preço de R\$130/MWh a partir de 2026.**

Com relação as garantias físicas e hedge hidrológico de longo prazo, no contexto de chuvas favoráveis, faria sentido guardar uma menor porção do portfólio energético da empresa para proteção contra o GSF (para maiores informações sobre o funcionamento do GSF, [leia nosso início de cobertura aqui!](#)), entretanto com o aumento de fontes renováveis intermitentes na matriz elétrica brasileira, o ONS tem optado por **priorizar o despacho dessas fontes que não podem ser armazenadas** sobre a energia das hidroelétricas. Com isso, em 2022, o GSF atingiu 85% e tende a se manter nesses níveis ao longo de 2023 também. Por esses motivos, **estamos adotando um GSF de 90% para o longo prazo**, nível igual ao divulgado pela Eletrobras como estratégia de hedge para os próximos anos.

Sensibilidade: LT Energy Prices x GSF

	R\$ 110	R\$ 120	R\$ 130	R\$ 140	R\$ 150
80%	R\$ 44,0	R\$ 45,4	R\$ 46,7	R\$ 48,0	R\$ 49,3
85%	R\$ 44,4	R\$ 45,7	R\$ 47,0	R\$ 48,4	R\$ 49,7
90%	R\$ 44,7	R\$ 46,0	R\$ 47,4	R\$ 48,7	R\$ 50,1
95%	R\$ 45,0	R\$ 46,4	R\$ 47,7	R\$ 49,1	R\$ 50,4
100%	R\$ 45,4	R\$ 46,7	R\$ 48,1	R\$ 49,4	R\$ 50,8

Otimização de custos e despesas operacionais

Em conjunto com a situação energética do país, outro ponto sensível ao turnaround da empresa refere-se ao corte de custos operacionais da empresa. Nesse quesito, a situação é bem mais favorável para a Eletrobras. Se compararmos as despesas com pessoal, excluindo os custos dos PDVs, vemos uma redução de R\$1.21 bilhão no 2T22 para R\$1.06 bilhão no 2T23, reflexo da otimização da folha de pagamento com adesão superior à 3.000 funcionários aos Programas de Demissão Voluntária.

Com base nos dados fornecidos pela empresa, estimamos uma economia de R\$2 bilhões/ano, representando uma **redução de aproximadamente 40% dos custos de PMSO**, fator que ajudou a compensar o efeito negativo que os preços de energia tiveram no *valuation* da empresa.

Outro fator favorável ao case da Eletrobras diz respeito a reversão de provisões relacionadas a celebração de acordos judiciais referentes aos empréstimos compulsórios. Do total provisionado de R\$22.1 bilhões, a empresa conseguiu reduzir essa conta em R\$2.1 bilhões somente no 2T23, dos quais R\$1.4 bilhão se trata de reversão de provisões, relacionado aos deságios obtidos em acordos judiciais.

Valuation

Como detalhamos em nosso início de cobertura (para maiores informações, acesse - [Eletrobras \(ELET3\): O que muda com a empresa privatizada?](#)), nosso *valuation* é realizado através da combinação do método SOTP (*Sum of the parts*) e DCF (*Discount Cash Flow*), "quebrando" a estrutura da empresa e analisando separadamente cada aspecto que julgamos necessário.

Ativos Operacionais (Total)	R\$80.5 bi	+R\$35,2/ação
Furnas	R\$31.4 bi	+R\$13,7/ação
CHESF	R\$23.5 bi	+R\$10,2/ação
CGT Eletrosul	R\$7.2 bi	+R\$3,2/ação
Eletronorte	R\$21.4 bi	+R\$9,4/ação
Eletronuclear (35,9%)	R\$4.4 bi	+R\$1,9/ação
Custos de Holding	-R\$7.4 bi	-R\$3,2/ação
Ativos Financeiro (Total)	-R\$4.4 bi	-R\$1,9/ação
Ativos Financeiros	R\$5.5 bi	+R\$2,4/ação
Passivos Financeiros	-R\$9.9 bi	-R\$4,4/ação
Ativos (Total)	R\$11.2 bi	+R\$4,9/ação
Ativos Listados	R\$8.2 bi	+R\$3,6/ação
Ativos Não-Listados	R\$2.9 bi	+R\$1,2/ação
Investimentos (Total)	R\$22.1 bi	+R\$9,7/ação
Furnas	R\$6.2 bi	+R\$2,7/ação
CHESF	R\$6.8 bi	+R\$3,0/ação
CGT Eletrosul	R\$2.4 bi	+R\$1,1/ação
Eletronorte	R\$6.6 bi	+R\$2,9/ação
Outros (Total)	-R\$1.0 bi	-R\$0,5/ação
Emp. Compulsórios	-R\$5.0 bi	-R\$2,2/ação
Indenização Eletronuclear	R\$3.9 bi	+R\$1,7/ação

Total	R\$108.5 bi	+R\$47,5/ação
Ativos Op.	R\$80.5 bi	+R\$35,2/ação
Ativos/Pas. Fin.	-R\$4.3 bi	-R\$1,9/ação
Ativos List. /Não-List.	R\$11.2 bi	+R\$4,9/ação
Investimentos Minoritários	R\$22.1 bi	+R\$9,7/ação
Outros	-R\$1.0 bi	-R\$0,5/ação

i. Ativos Operacionais: +R\$35,2/ação. Furnas, CHESF, Eletronorte, CGT Eletrosul, Eletronuclear (35,9%) e custos de holding. Cada um desses ativos é avaliado pelo fluxo de caixa descontado (DCF), utilizando uma **Taxa de Desconto de 13,8%** e, considerando seus atuais contratos de energia e com **preço de longo prazo de R\$130/MWh** para a capacidade descontratada. Como já comentado ao longo desse relatório, o que afetou os ativos operacionais são os baixos preços de energia, alta descontração do portfólio de modo geral a partir de 2025 e a pouca perspectiva de mudança no cenário hidrológico do país no futuro próximo. Outro fator que já incorporamos no modelo foi a recente extinção do Juros sobre Capital Próprio (JCP) e, como até o momento não sabemos se haverá algum mecanismo que substituirá o JCP, não adicionamos nenhum redutor da base tributária da empresa. Todos esses fatores acabaram por reduzir a precificação dos ativos operacionais com relação à *valuations* passados, mas foram parcialmente compensados pela expectativa de redução de custos de PSMO.

LT Energy Prices x Ke					
	R\$ 110	R\$ 120	R\$ 130	R\$ 140	R\$ 150
15,5%	R\$ 40,7	R\$ 41,9	R\$ 43,0	R\$ 44,2	R\$ 45,3
14,5%	R\$ 42,9	R\$ 44,2	R\$ 45,5	R\$ 46,7	R\$ 48,0
13,5%	R\$ 44,7	R\$ 46,0	R\$ 47,4	R\$ 48,7	R\$ 50,1
12,5%	R\$ 48,4	R\$ 50,0	R\$ 51,5	R\$ 53,0	R\$ 54,5
11,5%	R\$ 51,8	R\$ 53,5	R\$ 55,2	R\$ 56,9	R\$ 58,6

ii. Ativos/Passivos Financeiros: -R\$1,9/ação. Como fomentadora direta do setor, a Eletrobras já atuou como um "banco" do setor, utilizando seu caixa com empréstimos para empresas diversas do setor. Para avaliar a sua carteira de crédito e de dívidas alocadas na holding, calculamos o preço/valor patrimonial implícito dos ativos/passivos considerando a sua rentabilidade vs custo de capital (ROE da Carteira/Custo de Capital).

No caso dos ativos, vemos a carteira de recebíveis (R\$8.1 bilhões) com um rendimento implícito de 14,4% e ROE da carteira de 9,5%. Alcançamos um P/VPA implícito de 0,70x para os ativos o que implica em uma avaliação de R\$5.6 bilhões (+R\$2,5/ação). **No caso dos passivos**, vemos a carteira de dívidas (R\$24.4 bilhões) com um custo implícito de 11,5% e ROE da carteira de 5,8%. Alcançamos um P/VPA implícito de 0,43x para os ativos o que implica em uma avaliação de -R\$10.1 bilhões (-R\$4,4/ação).

Receita Financeira		Despesa Financeira	
Recebíveis	R\$mn	Dívidas	R\$mn
Moeda Local	1.104	Moeda Local	44
Moeda Estrangeira	50	Moeda Estrangeira	2.025
Total (A)	1.154	Total (A)	2.069
Imposto de Renda (34%) (B)	-392	Imposto de Renda (34%) (B)	-704
Margem Financeira (A-B) = (C)	761	Margem Financeira (A-B) = (C)	1.366
At. Financ. @ Valor Pat. (D)	8.051	At. Financ. @ Valor Pat. (D)	23.545
ROE (C/D) = E	9,5%	ROE (C/D) = E	5,8%
Ke	13,6%	Ke	13,6%
E/Ke (G)	0,7x	E/Ke (G)	0,43x
Valor Justo Implícito (F x D)	5.620	Valor Justo Implícito (F x D)	10.078

iii. **Participações Minoritárias da Holding: +R\$4,9/ação.** A empresa possui uma série de investimentos em empresas do setor elétrico. Para avaliá-las, replicamos o valor de mercado para aquelas que possuem capital aberto e replicamos o seu valor patrimonial para aquelas que possuem capital fechado.

iv. **Participações Minoritárias/SPEs das subsidiárias: +R\$9,7/ação.** Para avaliar as SPEs alocadas dentro das subsidiárias da Eletrobras, **estamos considerando apenas 1,2x o valor patrimonial** - o que consideramos bem conservador, à medida que ativos do setor elétrico tendem a ser bem rentáveis desde que bem gerenciados. Vale lembrar que ativos de energia elétrica (geração ou transmissão) tendem a ser negociados acima do seu valor patrimonial em caso de ativos bem administrados, indicando potencial de destravamento de valor interessante ao longo do tempo.

Investimentos (Total)	R\$22.1 bi	+R\$9,7/ação
Furnas	R\$6.2 bi	+R\$2,7/ação
CHESF	R\$6.8 bi	+R\$3,0/ação
CGT Eletrosul	R\$2.4 bi	+R\$1,1/ação
Eletronorte	R\$6.6 bi	+R\$2,9/ação

Preço/VPA	Valor Estimado	Preço/Ação
1,00x	R\$18.4 bi	R\$45,8/ação
1,20x	R\$22.1 bi	R\$47,4/ação
1,50x	R\$27.7 bi	R\$49,8/ação
1,75x	R\$32.3 bi	R\$51,8/ação
2,00x	R\$36.9 bi	R\$53,8/ação

v. **Outros: -R\$0,5/ação.** Dentro desse item consideramos algumas dívidas e indenizações que ainda não foram reconhecidas no balanço da empresa. O primeiro item diz respeito aos valores não provisionados dos empréstimos compulsórios, atualmente em R\$5 bilhões, que preferimos reconhecer integralmente na construção de nosso preço alvo, por conservadorismo. E o segundo item é relacionado a indenização que a Eletrobras tem direito pelas suas participações na Eletronuclear.

DRE (R\$ bi)	2023E	2024E	2025E	2026E
Receita Líquida	36.8	39.4	40.7	43.1
Custos	-16.1	-16.1	-16.5	-18,2
D&A	2.9	3.4	4.0	4.4
EBITDA	20.7	23.3	24.2	24.9
Lucro Operacional	17.8	19.8	20.2	20.5
Resultado Financeiro	-12.8	-8.4	-2.6	-2.3
Participações	2.4	2.4	2.4	2.4
Lucro antes do IR	7.4	13.9	20.1	20.6
Imposto de Renda	-2.5	-3.5	-5.6	-6.2
Lucro Líquido	4.8	10.3	14.4	14.4
LPA	R\$2,1	R\$4,5	R\$6,3	R\$6,3

Valuation	2023E	2024E	2025E	2026E
P/L	17,0x	8,0x	5,7x	5,7x
EV/EBITDA	5,8x	5,2x	4,8x	4,6x
P/B	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x
Rend. Dividendos (%)	1,5%	6,3%	8,8%	13,1%
ROE	4,2%	8,6%	11,4%	11,0%
Dív. Líquida/EBITDA	1.8x	1.7x	1.4x	1.3x

O que fazer sem Wilson Ferreira?

Inevitavelmente, parte do brilho do case da Eletrobras residia no fato do Sr. Wilson Ferreira estar sentado na cadeira de CEO da empresa. A sua primeira passagem como presidente da empresa foi marcada por uma série de melhorias do ponto de vista operacional e de governança e, em sua segunda passagem, agora com a empresa privatizada, as expectativas eram ainda maiores. Infelizmente, no dia 14 de agosto, o executivo renunciou ao cargo de CEO da Eletrobras, pouco menos de um ano após assumir ao cargo. Não entrando nos motivos e méritos que levaram ao Sr. Wilson renunciar ao cargo, fato é que durante o tempo em que presidiu a empresa, ele a colocou na direção correta para realização do processo de turnaround da empresa.

Agora, com sua saída, quem assume o cargo é o Sr. Ivan Monteiro, que ocupava o cargo de presidente do Conselho de Administração da companhia. Ivan já foi CEO da Petrobras e CFO do Banco do Brasil e, é conhecido por ser um executivo com maior *know how* financeiro do que Wilson, que fez sua carreira no setor elétrico. Ainda assim, acreditamos que com o "empurrãozinho" que foi dado por Wilson e, a boa relação que novo CEO tem com o governo, podemos ver bons frutos sendo colhidos no futuro próximo.

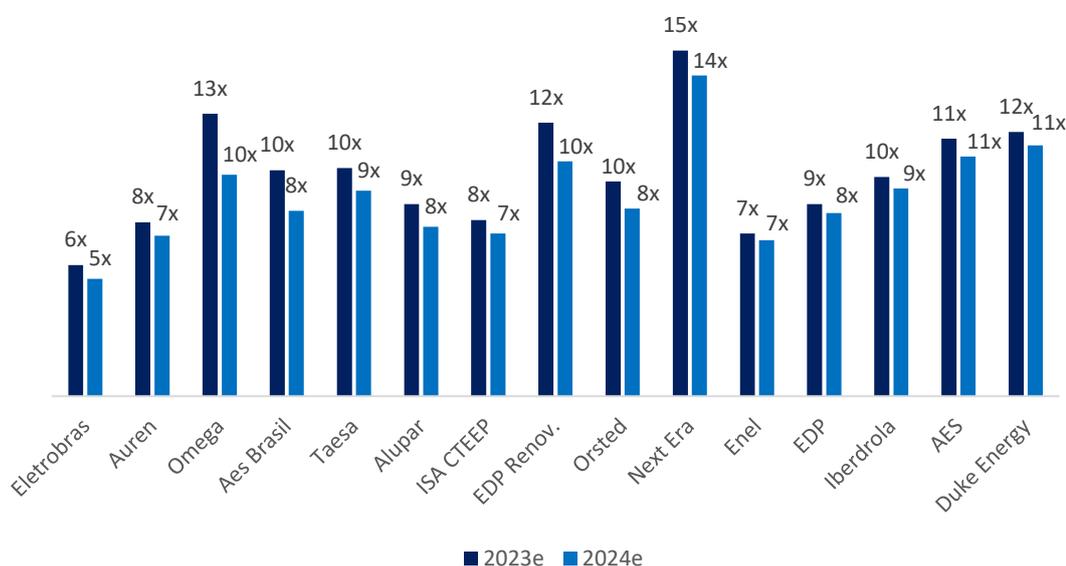
Pressão política: Risco ou oportunidade?

Já escrevemos outros relatórios sobre o assunto (Saiba mais: [aqui](#), [aqui](#) e [aqui](#)), mas em suma acreditamos que as chances do STF mudar a interpretação da lei que limita o direito ao voto da União como uma opção muito remota tendo em vista não apenas todo o processo muito recente da privatização da empresa, como também os riscos que tal mudança de interpretação poderia causar ao ambiente institucional brasileiro. Para além disso, acreditamos que tal disputa ainda possa ser resolvida com diálogo entre as partes e, referente a isso, o novo CEO pode servir como uma nova peça no tabuleiro, dado que o

Ivan Monteiro possui uma relação com a União mais próxima, se comparado ao Wilson Ferreira.

Ainda assim, esse deve ser um processo que levará um certo tempo para ser encerrado e, enquanto isso, vemos a Eletrobras negociando em níveis bem descontados, próximos aos de uma empresa estatal (0,7x P/VPA e 5x EV/EBITDA contra 3,9x P/VPA e 8x EV/EBITDA para a Engie - um case premium do setor e geração), onde julgamos que já esteja incorporado no preço boa parte do cenário mais negativo que possa vir a se concretizar no futuro. Ou seja, à medida que as eficiências operacionais comecem a se mostrar relevantes e os riscos políticos ficarem no passado, o que sobra é um cenário de grande valorização para as ações da empresa.

Eletrobras x Comparáveis



Disclaimer

A Genial pode fazer negócios com empresas que constam nos seus relatórios de pesquisa. Como resultado, os investidores devem estar cientes de que a empresa pode ter um conflito de interesses que poderia afetar a objetividade deste relatório. Os investidores devem considerar este relatório como apenas um dos fatores na tomada de sua decisão de investimento. Para as declarações do analista e outros disclaimers importantes, consulte a Seção de Disclaimers, localizada no final deste relatório.

1. DISCLAIMER GERAL

Este relatório foi produzido pelo departamento de Research da Genial. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Genial. A Genial não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.

Este relatório de Research destina-se à distribuição somente em circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório de Research não leva em consideração os objetivos específicos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de qualquer indivíduo em especial, mesmo quando enviado a um único destinatário. Este relatório de Research não se propõe a ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos aqui referidos. Nem a Genial nem qualquer um de seus conselheiros, diretores, funcionários ou representantes terá qualquer responsabilidade decorrente de qualquer erro, imprecisão ou imperfeição de fato ou opinião contida neste relatório, ou será responsabilizado por quaisquer perdas ou danos que possam surgir a partir da utilização deste relatório de Research.

A Genial poderá contar com barreiras de informação, tais como "chinese walls", para controlar o fluxo de informações dentro de suas áreas, unidades, divisões, grupos ou afiliadas.

O desempenho passado não é necessariamente um indicador de resultados futuros e nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é feita pela Genial em relação ao desempenho futuro. Rendimentos de aplicações podem variar. O preço ou valor dos investimentos aos quais este relatório de Research se refere, direta ou indiretamente, podem cair ou subir contra o interesse dos investidores. Qualquer recomendação ou opinião contida neste relatório de pesquisa pode se tornar desatualizada em consequência de alterações no ambiente em que o emitente dos valores mobiliários sob análise atua, além de alterações nas estimativas e previsões, premissas e metodologia de avaliação aqui utilizadas.

2. DECLARAÇÕES DO ANALISTA

O analista de investimento declara que as opiniões contidas nesse relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e autônoma, inclusive em relação a GENIAL.

A remuneração dos analistas está, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela GENIAL.

Além disso, o analista certifica que nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será direta ou indiretamente relacionada com as recomendações ou opiniões específicas expressas neste relatório de Research.

A remuneração do analista não se baseia nas receitas de outras empresas de grupo, mas pode, no entanto, derivar de receitas oriundas dos negócios e operações financeiras da GENIAL, suas afiliadas e/ou subsidiárias como um todo. A remuneração paga aos analistas é de responsabilidade exclusiva da GENIAL.

O analista declara que é responsável pelo conteúdo deste relatório e atende às exigências da Resolução CVM nº 20/2021.

O analista declara que pode ser diretamente, em nome próprio, titular de valores mobiliários objeto do presente relatório.

Salvo disposição em contrário, os indivíduos listados na capa deste relatório são analistas devidamente credenciados.

3. DECLARAÇÕES DA EMPRESA

A Genial, suas afiliadas, coligadas, controladoras e/ou subsidiárias têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação aos emissores ou aos valores mobiliários objetos da análise.

4. DISCLOSURES ADICIONAIS

(i) Este documento foi preparado pelo Research da Genial e é publicado com o único propósito de fornecer informações sobre as empresas e seus valores mobiliários.

(ii) As informações contidas neste documento são fornecidas apenas para fins informativos e não constituem uma oferta para comprar ou vender, e não devem ser interpretadas como uma solicitação para adquirir quaisquer valores mobiliários em qualquer jurisdição. As opiniões aqui expressas, no que diz respeito à compra, venda ou detenção de valores mobiliários, ou com relação à ponderação de tais valores mobiliários numa carteira real ou hipotética, são baseadas em uma análise cuidadosa feita pelos analistas que elaboraram este relatório e não devem ser interpretadas por investidores como recomendações para qualquer decisão de investimento. A decisão final do

investidor deve ser tomada levando em consideração todos os riscos e as taxas envolvidas. Este relatório é baseado em informações obtidas de fontes públicas primárias ou secundárias, ou diretamente das empresas, e é combinado com estimativas e cálculos elaborados pela GENIAL. Este relatório não pretende ser uma declaração completa de todos os fatos relevantes relacionados a qualquer estratégia da empresa, indústria, segurança ou mercado mencionados. As informações foram obtidas de fontes consideradas confiáveis; a GENIAL não faz nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, quanto à integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento são baseadas em dados atuais e estão sujeitas a alterações. Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. A GENIAL não está obrigada a atualizar ou revisar este documento, ou a avisar sobre quaisquer alterações em tais dados.

(iii) Os valores mobiliários discutidos neste relatório, bem como as opiniões e recomendações contidas neste documento, podem não ser apropriados para todo tipo de investidor. Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de um determinado investidor. Os investidores que desejam comprar, vender ou investir em títulos que são abrangidos por este relatório devem procurar aconselhamento financeiro independente que leve as características individuais e necessidades em consideração, antes de tomar qualquer decisão de investimento em relação aos valores mobiliários em questão. Cada investidor deve tomar decisões de investimento independentes depois de analisar cuidadosamente os riscos, taxas e comissões envolvidas. Se um instrumento financeiro for denominado numa moeda diferente da moeda do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar adversamente o preço ou valor, ou da renda derivada do instrumento financeiro e o leitor deste relatório assume todos os riscos cambiais. Resultados com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente. As informações, opiniões e recomendações contidas neste relatório não constituem e não devem ser interpretadas como uma promessa ou garantia de um retorno especial em qualquer investimento. O desempenho passado não necessariamente indica resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, é aqui feita sobre o desempenho futuro. Portanto, a GENIAL, suas empresas afiliadas, e os analistas envolvidos neste relatório não assumem qualquer responsabilidade por qualquer perda direta, indireta ou decorrente do uso das informações contidas no presente, e qualquer pessoa que use este relatório se compromete a indenizar irrevogavelmente a GENIAL e suas afiliadas por quaisquer reclamações e demandas.

(iv) Os preços neste relatório são considerados confiáveis a partir da data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes: (i) fontes expressamente especificadas junto aos dados relevantes; (ii) preço cotado no principal mercado regulamentado para o ativo em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; ou (iv) dados de propriedade da GENIAL ou disponíveis para a GENIAL.

(v) Nenhuma garantia expressa ou implícita é fornecida em relação à exatidão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas à GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas. Em todos os casos, os investidores deverão realizar sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação a títulos ou mercados que são analisados neste relatório.

(vi) A GENIAL não faz declarações neste documento de que os investidores vão obter lucros. A GENIAL não vai compartilhar com os investidores os lucros de investimento, nem aceita qualquer responsabilidade por eventuais perdas de investimento. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência na tomada de suas decisões de investimento. A GENIAL não aceita deveres fiduciários em nome dos destinatários deste relatório. Este relatório não deve ser considerado como substituto para o exercício de julgamento independente do destinatário. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas refletem a opinião atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório a partir da data em que foi emitido e são, portanto, sujeitas a mudanças sem aviso prévio e podem diferir ou ser contrárias a opiniões expressas por outras áreas de negócios da GENIAL, como resultado da utilização de diferentes critérios e hipóteses. As informações, opiniões e recomendações contidas neste relatório não constituem e não devem ser interpretadas como uma promessa ou garantia de um retorno especial em qualquer investimento.

(vii) Uma vez que as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, a GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas podem ter publicado ou podem vir a publicar outros relatórios que não apresentem uniformidade e/ou cheguem a conclusões diferentes daquelas aqui contidas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma garantia de que os assuntos nelas referidas de fato ocorrerá. O preço e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. Resultado com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente.

(viii) Este documento não pode ser: (a) fotocopiado ou duplicado de qualquer forma, no todo ou em parte, e/ou (b) distribuído sem o prévio consentimento por escrito da GENIAL. A GENIAL não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.

(ix) Nem a GENIAL nem quaisquer de suas afiliadas ou seus respectivos diretores, funcionários ou agentes, aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano resultante do uso de toda ou qualquer parte deste relatório.

(x) Genial Investimentos é a plataforma de negociações da Genial Investimentos Corretora de Valores Mobiliários, uma empresa do Grupo Genial.