

Clube Small Caps 18 de dezembro de 2018

Análise de Eneva (ENEV3)

Conforme anunciamos no e-mail enviado na última quarta, estamos adicionando as ações da Eneva (ENEV3) à carteira Small Caps, com peso de 5% e preço teto em R\$ 20,00.

Apesar da Eneva não ser uma empresa pequena em capitalização de mercado ou em receitas, e possuir um modelo de negócios regulado e de baixo risco, acreditamos que o valuation atual das ações proporciona uma expectativa de retorno acima da média, em linha com o de algumas ações na carteira Small Caps.

Para adequar esta ação na carteira, optamos por reduzir a participação da Shulz (SHUL4) para 5%. Esta é uma ação que negocia hoje acima do teto, e por ser economicamente similar à Metisa, que ainda não foi reprecificada, optamos por diminuir sua alocação, mantendo as ações da Metisa em 10%.

Ressaltamos que não há a necessidade de venda das ações da Shulz, e é possível que venhamos a aumentar o teto. No momento, contudo, acreditamos que este rebalanceamento ajude a calibrar melhor a relação risco e retorno da carteira para quem pretende adquirir estas ações.

Histórico

As origens da Eneva remontam a 2001, quando Eike Batista fundou a MPX Mineração e Energia Ltda, com foco nas atividades de geração de energia termoeleétrica.

Entre 2001 e 2004, o principal investimento da companhia era uma participação de 51% na Termoceará, uma companhia que detinha uma geradora a gás natural em Caucaia (CE). Os outros dois sócios eram a Montana Dakota Utilities (MDU) e a Petrobras.

Em 2005, a Petrobras comprou o capital inteiro da Termoceará.

Nos dois anos seguintes, a companhia expandiu seu portfólio de ativos geradores.

Já no final de 2007, a MPX e a EDP do Brasil (ENBR3) firmaram uma Joint Venture 50/50 para explorar a usina Pecém I, realizando a venda de energia a longo prazo através de um contrato de 15 anos, reajustado pelo IPCA.

Nesse mesmo leilão, em condições similares, a companhia garantiu a venda da energia gerada pela sua termoelétrica Itaqui.

No dia 14 de dezembro de 2007, a empresa realizou um IPO no Novo Mercado, segmento de listagem no qual a companhia permanece listada até hoje.

No leilão de setembro do ano seguinte, a companhia conseguiu realizar a venda de energia da sua unidade termoelétrica (UTE) Pecém II por um prazo de 15 anos, e também prevendo reajuste anual por índice de inflação.

Já em 2009, deu-se o início de sua estratégia de verticalização.

A companhia firmou com a sociedade Petra um acordo para utilização do gás produzido na Bacia do Parnaíba, (Petra detinha 30% de vários blocos na região) em novos projetos de geração a serem desenvolvidos, em parceria, pelas duas companhias.

No ano seguinte, a MPX adquiriu 33,3% da participação da OGX nos blocos mencionados anteriormente (o que equivalia a cerca de 23% de participação total). OGX e Petra ficaram, portanto, com 46,69% e 30% de participação, respectivamente.

Em 2011, a companhia recebeu aumento de capital da gestora Gávea, do Eike Batista, e do BNDESPAR. Estes recursos foram

utilizados para adquirir duas sociedades geradoras, que detinham também direitos para construção de novas usinas.

Neste mesmo ano, a companhia consolidou o seu modelo integrado de geração de energia, dando origem ao modelo atual R2W (Reservoir-To-Wire).

Nos anos seguintes, a companhia continuou expandindo seus negócios em Parnaíba. Em 2012, o grupo Uniper entrou no capital da empresa através de uma JV com a companhia para novos projetos no Brasil e Chile.

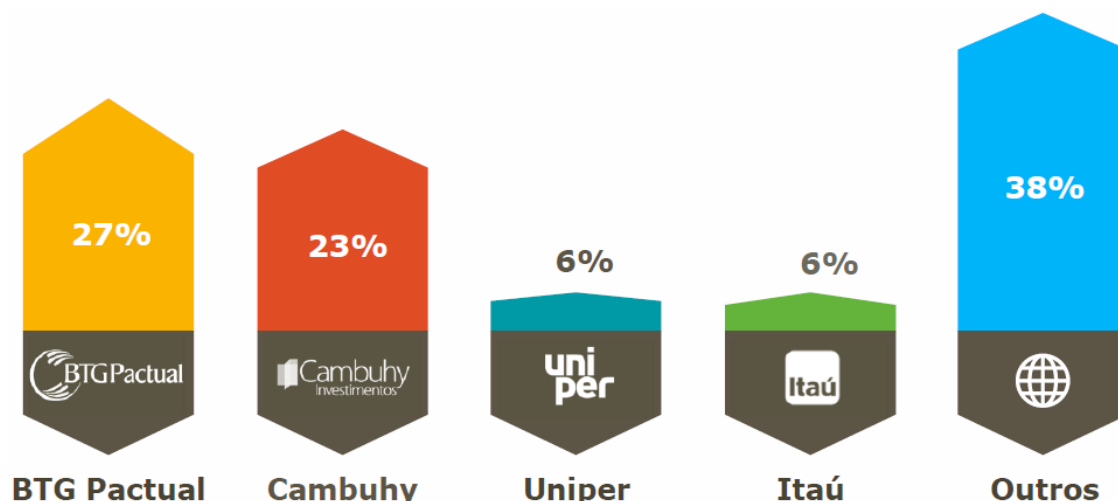
Em 2013, foi a vez do grupo Cambuhy aportar dinheiro em uma das empresas do grupo.

Devido a dificuldades financeiras na empresa, diversos aumentos de capital foram realizados na empresa desde então.

Não obstante, foi protocolado o pedido de recuperação judicial da Eneva em 2014, situação da qual saiu somente na metade de 2016.

Ao longo dos anos, Eike Batista teve sua participação diluída, e hoje, não possui mais participação na Eneva.

Composição Acionária



Gostamos da composição acionária da empresa, que inclui acionistas com orientação financeira (BTG, Cambuhy e Itaú) assim como expertise operacional (Uniper).

Acreditamos que esta combinação foi importantíssima para o turnaround da companhia, do qual falaremos mais adiante.

A Cambuhy é a empresa de Pedro Moreira Salles, um dos controladores do Itaú. Já a Uniper é um dos maiores grupos geradores do mundo.

Destacamos também o controle pulverizado da Eneva, não havendo, portanto, acordo de acionistas.

Modelo de negócios

A Eneva é hoje a única geradora privada de energia termelétrica que atua de maneira 100% integrada. Isto é, a companhia detém reservatórios do gás natural utilizado em suas usinas para produção de energia, que posteriormente é vendida.



Este modelo se chama R2W e pode ser visualizado na imagem acima. O gás extraído dos poços da Eneva é transportado via Gasodutos par unidades de tratamento. Após este tratamento, o gás segue para a usina termelétrica, onde as turbinas a gás geram a energia elétrica, que é então despachada.

Usinas a gás

Hoje a Eneva possui quatro empreendimentos localizados no Complexo Parnaíba, no Maranhão. São eles Parnaíba I, II, III e IV.

Empreendimento	Localização	Capacidade total	Combustível	Participação Companhia	Receita fixa anual (R\$ milhões) ⁽¹⁾	Data término CCEAR	de do
Parnaíba I	Santo Antônio dos Lopes/MA	675 MW	Gás natural	100%	R\$563,1	Dez/27	
Parnaíba II	Santo Antônio dos Lopes/MA	519 MW	Gás natural	100%	R\$346,5	Abr/36	
Parnaíba III	Santo Antônio dos Lopes/MA	178 MW	Gás natural	100%	R\$124,6	Dez/27	
Parnaíba IV ⁽²⁾	Santo Antônio dos Lopes/MA	56 MW	Gás natural	100%		Dez/18	

A Eneva monetiza esta geração de energia principalmente através de Contratos de Comercialização de Energia Elétrica no Ambiente Regulado (CCEAR).

Através dos CCEAR, a companhia tem direito a uma receita fixa, reajustada anualmente pelo IPCA, **independentemente do volume produzido** (exceto Parnaíba IV e Tauá, pequena planta solar).

Devemos lembrar que as usinas termelétricas servem como “backup” de energia no caso de insuficiência de geração das usinas hidrelétricas.

Assim, estas usinas são ativadas pelo Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS) somente em caso de necessidade.

Conforme pode ser visto na tabela acima, os principais contratos da companhia vencem após dezembro de 2027.

No caso de Parnaíba I, II e III, a Eneva também faz jus a uma remuneração variável, que está associada a custos de combustíveis e de operação e manutenção (O&M), em caso de despacho. A maior parte desta parcela da receita também é atualizada pelo IPCA.

A companhia também possui uma comercializadora para venda, no mercado livre, das sobras de energia geradas por Parnaíba I, II e III.

Hoje a companhia detém 18 contratos de concessão, com cinco campos de gás natural ativos e dois em desenvolvimento. Ao final

deste terceiro trimestre, as reservas somavam 17,7 bilhões de metros cúbicos de gás natural.



Usinas a carvão

Além das usinas a gás, cerca de 33% da capacidade total instalada da Eneva provém de usinas movidas à carvão mineral. Neste caso, contudo, a companhia precisa importar o carvão.

Empreendimento	Localização	Capacidade total	Combustível	Participação Companhia	Receita anual (R\$ milhões) ⁽¹⁾⁽²⁾	Data de término do CCEAR
Itaqui	São Luís/MA	360 MW	Carvão importado	100%	R\$403,0	Dez/26
Pecém II	São Gonçalo do Amarante/CE	365 MW	Carvão importado	50% ⁽³⁾	R\$361,9	Dez/27

⁽¹⁾ As receitas se referem às receitas do exercício social de 2017.

⁽²⁾ A Receita Fixa de Pecém II refere-se a 100% do ativo.

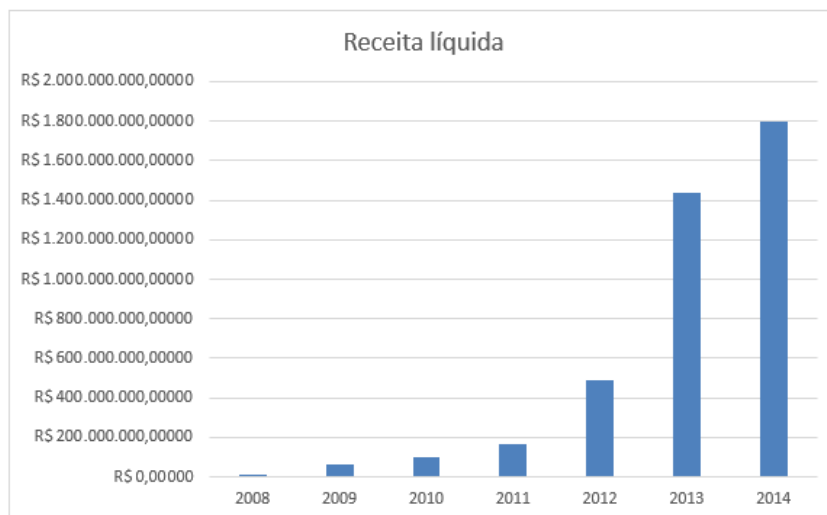
⁽³⁾ Em 12 de março de 2018, a Companhia adquiriu da Uniper Holding GmbH os 50% restantes do capital social de Pecém II, razão pela qual passou a ser acionista única de referida companhia.

As duas usinas estão localizadas junto a zonas portuárias, e a monetização desta energia também segue o mesmo padrão das usinas a gás.

Resultados Operacionais

Para entender os resultados da Eneva, achamos correto separar em dois períodos: antes de 2014 e depois de 2014 (turnaround).

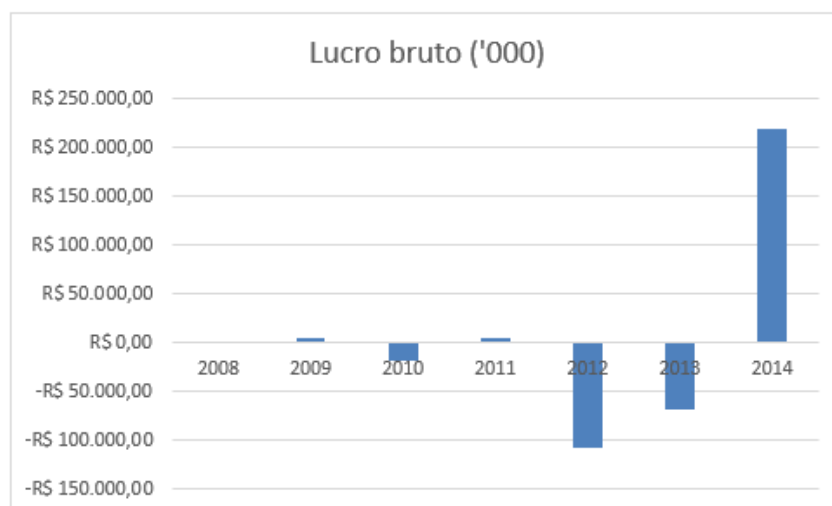
2008 – 2014



De 2008 a 2014 a Eneva aumentou sua receita substancialmente, a medida que novas usinas entravam em operação comercial e as receitas de CCEAR foram sendo reajustadas.

Apesar do bom desempenho do *top line*, uma série de despesas fizeram com que a Eneva literalmente “queimasse” centenas de milhões de Reais neste período.

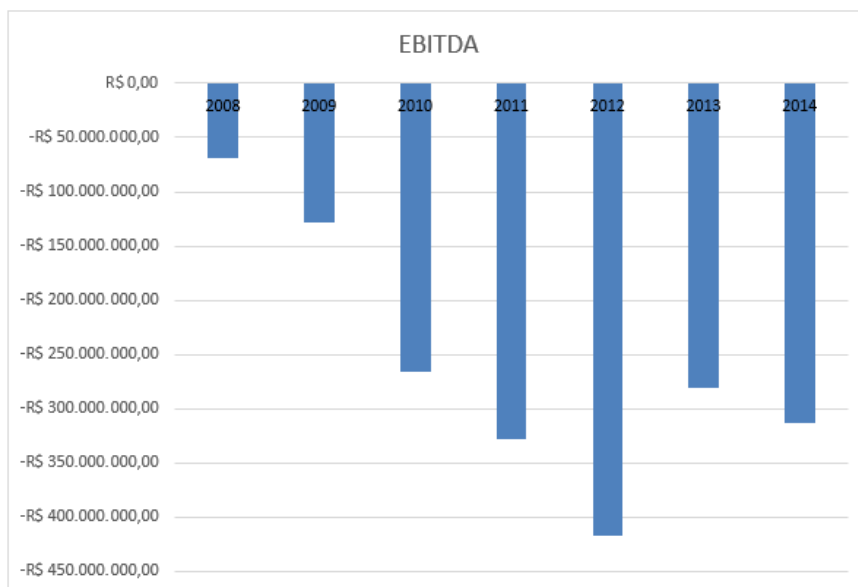
A começar pelos atrasos nas obras em Pecém I e Itaqui, que fizeram com que a companhia incorresse em custos de energia no mercado livre, pois a Eneva precisava comprar esta energia para honrar os compromissos de entrega ora assumidos.



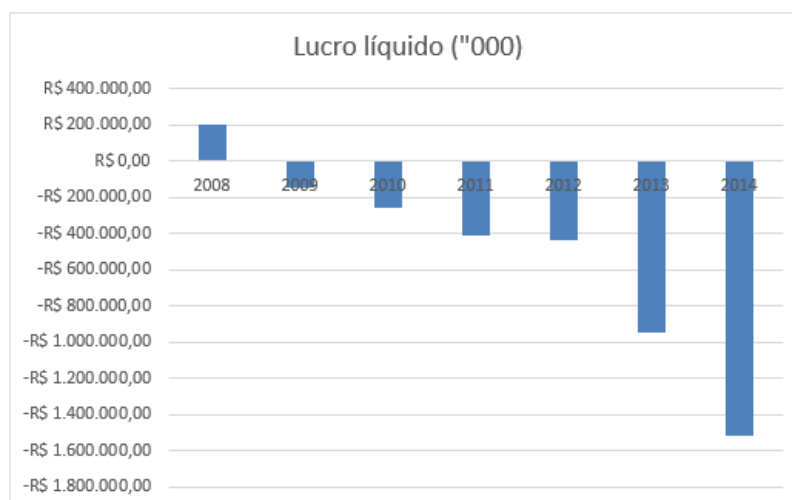
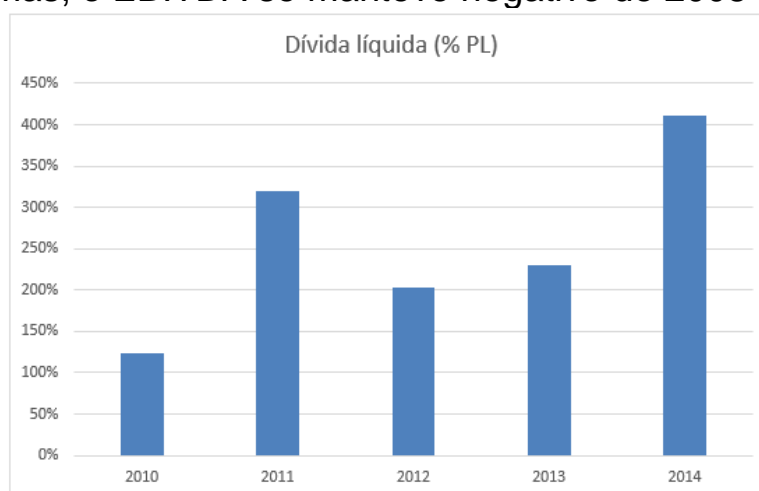
A companhia acabou sendo ressarcida por estes gastos em 2014. Apesar disso, de 2008 a 2013, a Eneva apresentou prejuízo bruto em três anos.



Ainda, a companhia incorria em despesas administrativas (essencialmente pessoal) absurdamente altas, superando a receita total, de 2008 a 2011.



Com um resultado bruto fraco e despesas operacionais elevadíssimas, o EBITDA se manteve negativo de 2008 a 2014.

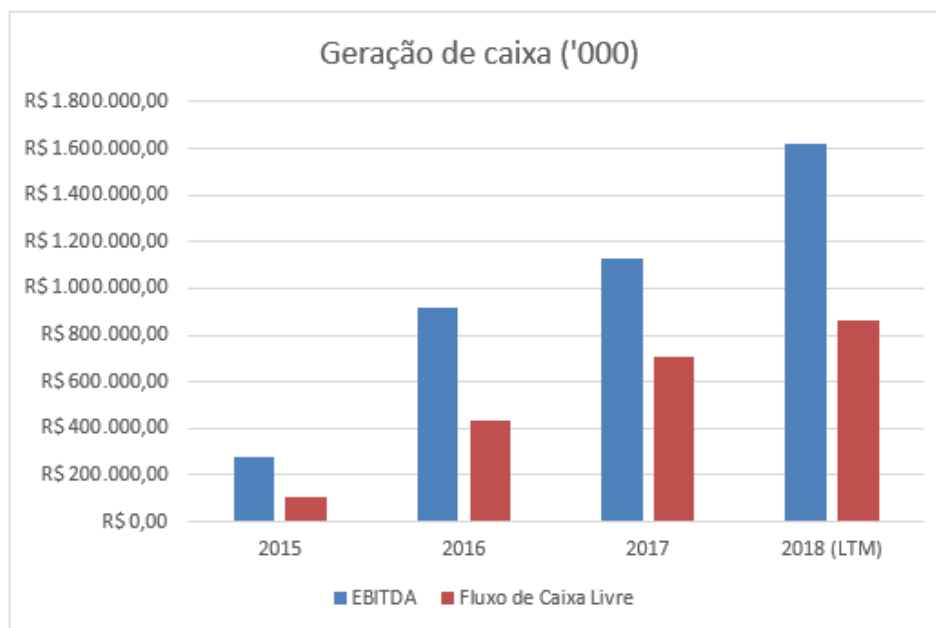


Com prejuízos operacionais sucessivos, o endividamento da companhia aumentou exponencialmente, passando de 120% em 2010 para mais de 2014 ao final de 2014.

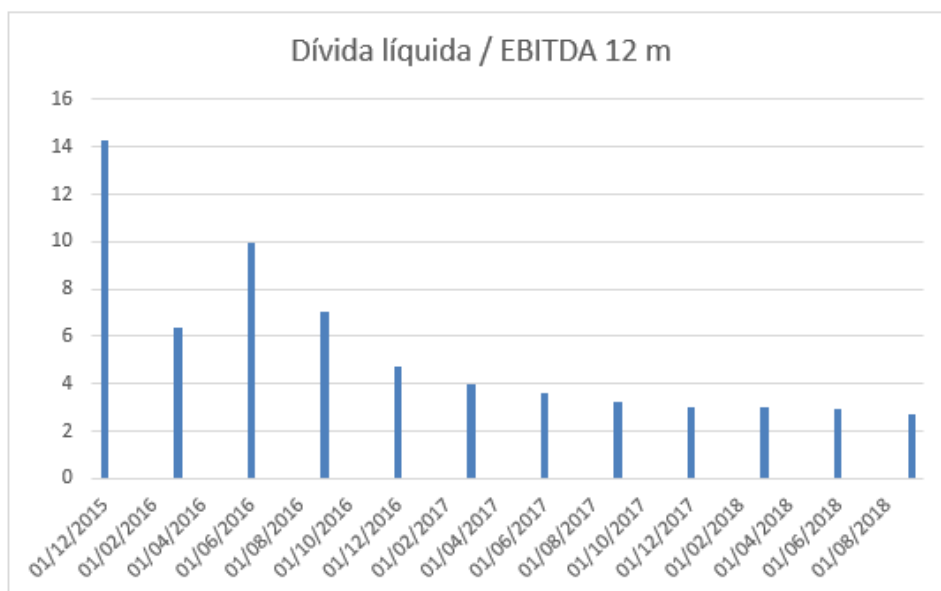
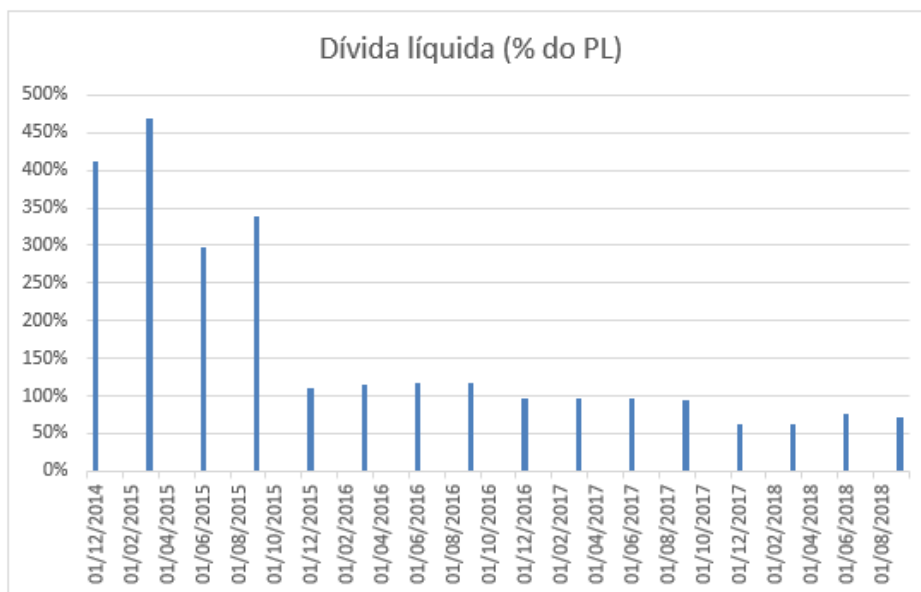
Não podendo ser diferente, a Eneva acumulou uma série de prejuízos de 2008 a 2014, ano no qual pediu sua recuperação judicial.

2015 em diante – O processo de turnaround

A partir das vendas de Pecém I e 50% de Pecém II (recomprada este ano), e de um processo de recuperação judicial composto por aportes de ativos pertencentes à credores/acionistas/investidores, capitalização de crédito quirografários, e contribuição em moeda, as finanças começaram a entrar em ordem.



Com as obras prontas, e os custos administrativos sob controle, a empresa realizou uma impressionante melhora na sua geração de caixa, conforme exemplificada na imagem acima.



A companhia segue em processo de desalavancagem, reduzindo sua dívida líquida para cerca de 72% do patrimônio neste terceiro trimestre. Já em relação ao EBITDA dos últimos 12 meses, a relação é de 2,7 vezes.

O índice de cobertura, que mede a relação entre o lucro operacional e os encargos com dívidas, encerrou os nove primeiros meses do ano em 3,2 vezes. A Eneva possui hoje uma condição financeira saudável.

Perspectivas

Estamos confiantes com os prospectos da Eneva. A companhia vem conseguindo ano após ano melhorias de eficiência nos seus processos e redução de custos significativas, melhorando a rentabilidade da operação e diminuindo os riscos operacionais.

De acordo com contatos que temos na indústria, a empresa vem terceirizando diversas atividades a fim de reduzir os seus custos.

O retorno sobre capital investido (ROIC) passou de 2,5% em 2015 para 6% em 2016, e 7% em 2017.

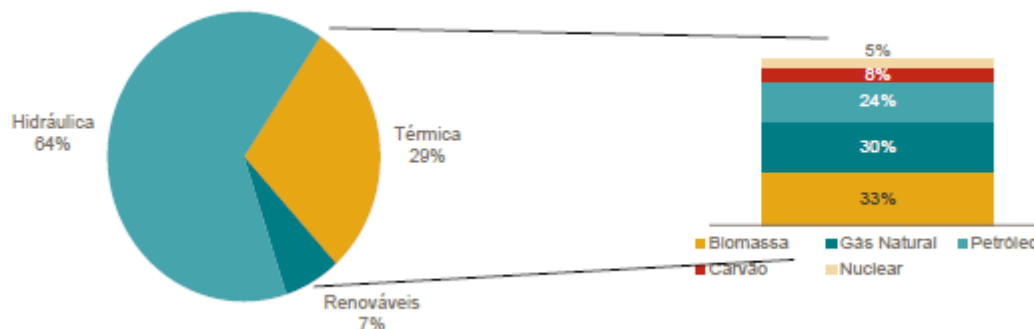
Ainda, a companhia segue trabalhando no alongamento das suas dívidas e no refinanciamento destes passivos, impulsionando ainda mais sua rentabilidade. A título de demonstração, o ROE da Eneva aumentou de 2% para 10% nos últimos 12 meses.

Na última apresentação de resultados, o CEO destacou que estes níveis de rentabilidade ainda são insatisfatórios e a companhia busca melhorá-los, visão com a qual concordamos ao olhar players mais rentáveis de geração.

Para ter uma ideia, a Engie, provavelmente a empresa de geração mais rentável do país, opera com ROE acima de 25%.

Dada a receita altamente previsível da companhia, estas reduções de custos operacionais e financeiros deverão fazer com que a companhia consiga crescer sua geração de caixa livre bem acima da inflação, o que já vem ocorrendo.

Gás para crescer – diminuindo o risco energético do Brasil



Como pode ser visto na imagem acima, a geração hidráulica ainda representa cerca de dois terços da capacidade instalada no país.

Este patamar já foi maior no passado e a expectativa da Empresa de Pesquisa Energética (EPE) é de que as fontes eólica e fotovoltaica atinjam uma representatividade de 18% em 2026.

O que ocorre é que estas fontes renováveis são intermitentes, ou seja, dependem de fatores sazonais, como vento e energia solar.

Assim, em países em que predominam estas fontes energéticas, a energia termelétrica é utilizada na base, pois se trata de uma fonte segura e menos poluente de geração de energia.

Em 2016, o Ministério de Minas e Energia (MME) lançou o programa “Gás para crescer”, aprovando diversas regulações que beneficiam o modelo de negócios da Eneva.

No passado, já tivemos período de racionamento de energia (2001), além de fortes secas no Sudeste em 2014.

Desta forma, é imperativo que a matriz energética do país se torne cada vez mais diversificada, e vemos fortes incentivos para o desenvolvimento da geração a gás natural no país.

Acreditamos que a expertise operacional na companhia irá permitir que a Eneva consiga aproveitar novas oportunidades neste mercado, como já vem ocorrendo.

Novos campos e usinas

A companhia está desenvolvendo uma série de iniciativas na expansão dos seus negócios, incluindo a perfuração de novos poços e a construção de novas usinas.

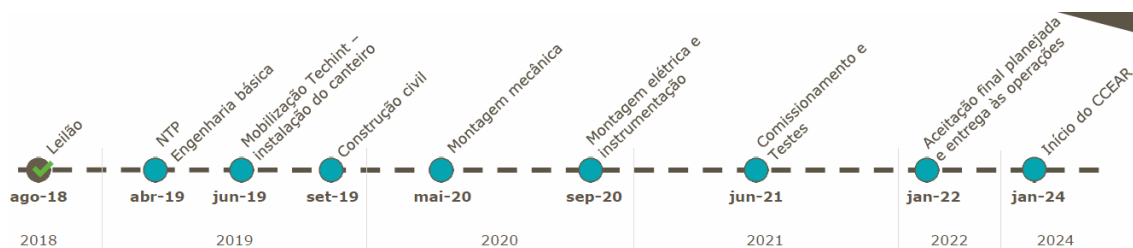
UTE Parnaíba V



Hoje a Eneva possui capacidade instalada de 1,4 GW nas termelétricas a gás, com licenças ambientais para expansão de 2,2 GW adicionais. Portanto, existe um espaço muito grande para crescimento orgânico.

Um dos projetos desta estratégia é a construção da UTE Parnaíba V (386 MW), que será uma usina movida a vapor. Isto é, esta usina irá aproveitar o vapor gerado na produção de UTE Parnaíba I, para então gerar energia adicional.

Desta forma, esta será uma energia de baixo custo, pois não será necessário utilizar as reservas de gás da companhia.



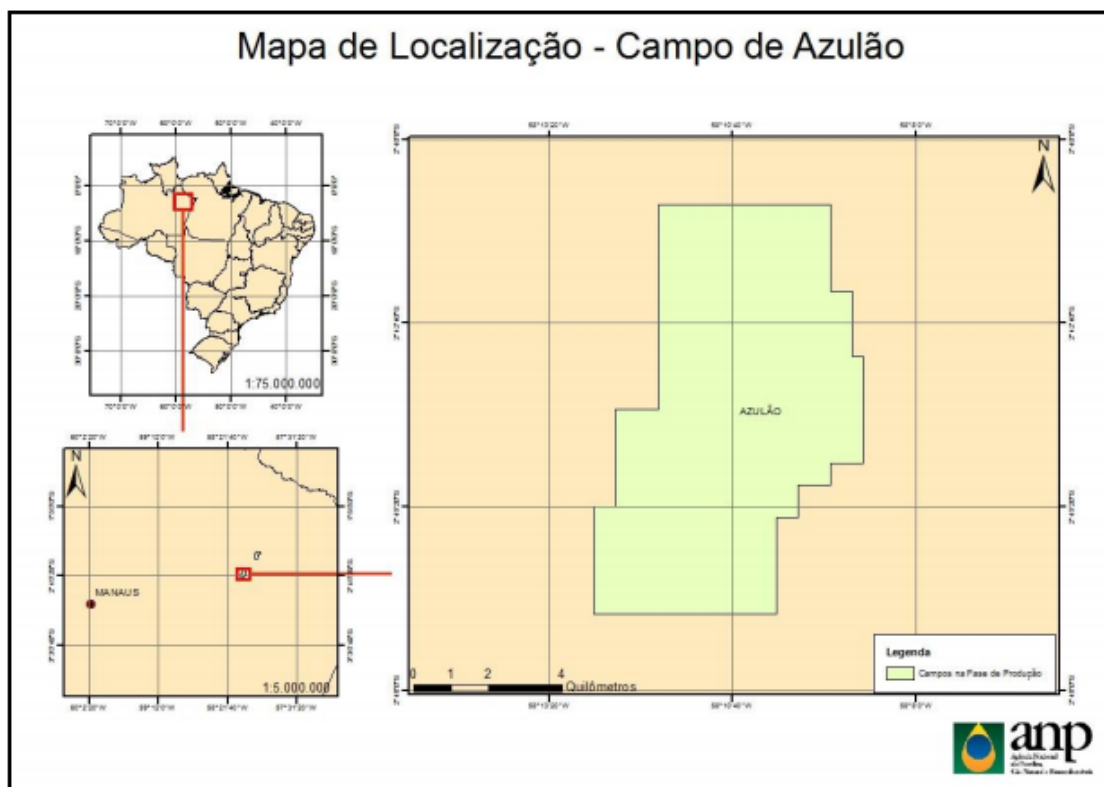
Além disso, esta UTE estará completamente integrada a infraestrutura de Parnaíba, o que é uma vantagem do ponto de vista operacional.

No final de agosto deste ano, a companhia consagrou-se vencedora do leilão para venda desta energia. A receita fixa anual contratada foi de R\$ 272 milhões (base: março/2018), com reajuste anual pelo IPCA, pelo prazo de 25 anos contados a partir de janeiro de 2024.

As obras devem começar no segundo semestre do ano que vem. A alavancagem do projeto está estimada em 50-60% do investimento total estimado (R\$ 1,2 bi), cuja maior parte do desembolso está planejada para ocorrer em 2020 e 2021.

Projeto Azulão

A Eneva também busca replicar o modelo integrado de Parnaíba em outras regiões. E o primeiro alvo é o Campo de Azulão, localizado na Bacia Amazônica, aproximadamente a 300 km a leste Manaus, e que possui reservas provadas de 6,7 bilhões de m³ de gás natural.

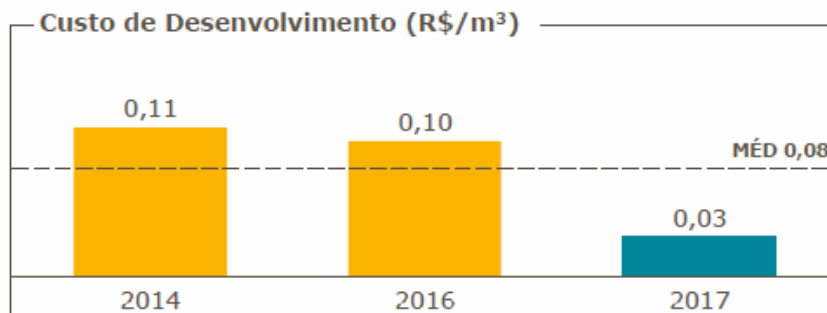


Portanto, a companhia irá operar no mesmo Submercado de Parnaíba, o que nos parece uma estratégia inteligente. O plano de desenvolvimento foi aprovado em agosto deste ano.

Campanhas de perfuração

Concomitantemente, a Eneva segue perfurando novos poços em Parnaíba, através de novas campanhas. As reservas seguem confortáveis, e o índice de acerto em poços pioneiros está em 35%.

Recentemente, a companhia declarou a comercialidade do Campo de Gavião Tesoura, adicionando reservas suficientes para repor o consumo deste ano.



Tão importante quanto manter boas reservas, é reduzir o custo de descoberta de novos reservatórios. Conforme vemos na imagem acima, a Eneva reduziu drasticamente estas despesas por m³ de gás.

Riscos

Garantia de entrega: Para as usinas de Parnaíba I, II, III, Pecém II e Itaqui, a Eneva é obrigada a entregar a energia contratada em caso de despacho.

Assim, caso a companhia tenha problemas operacionais e/ou suas reservas sejam exauridas, a empresa terá que comprar energia no mercado para poder atender esta demanda, além de haver a possibilidade de aplicação de multas.

Destacamos, contudo, as melhoras operacionais na empresa, que aumentaram significativamente a disponibilidade das usinas.

Além disso, a Eneva espera que os despachos se tornem mais previsíveis no Norte, o que irá facilitar a programação de paradas para manutenção, além de contribuir com o planejamento de novas perfurações.

Conforme vimos anteriormente, no passado, a companhia precisou comprar energia no mercado livre devido a atrasos na entrega de algumas usinas. Assim, em caso de atraso em projetos futuros (como Parnaíba V, por exemplo), este problema poderá ressurgir.

Variação do preço do carvão: Atualmente, a companhia não detém reservas de carvão mineral, importando 100% de seus insumos de um único fornecedor.

Como o carvão é uma commodity mineral cotada em Dólar, e as receitas são fixas em Reais, qualquer aumento na cotação e/ou câmbio, prejudicará as margens das usinas a carvão.

Leilão de energia: Para que a companhia consiga expandir suas receitas através de novos projetos, é imprescindível a vitória em leilões de energia sob condições atrativas.

Caso a competição se torne mais acirrada nos leilões futuros, alguns projetos poderão “não sair do papel”, ou então, serem levados adiante com uma rentabilidade projetada menor.

Valuation

Para realizar o valuation da Eneva, optamos pela análise comparativa (P/VPA e ROE), e também através do Free Cash Flow Yield, que é uma métrica mais abrangente do que o Dividend Yield.

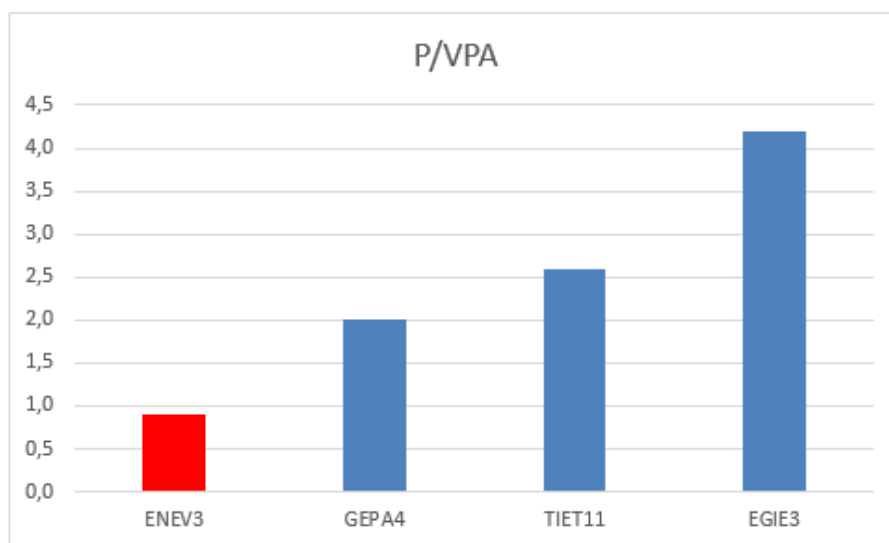
É importante notar que a Eneva possui prejuízos bilionários a compensar, além de novos projetos no horizonte. Desta maneira, não acreditamos no pagamento de dividendos pelos próximos seis anos, pelo menos.

P/VPA e ROE

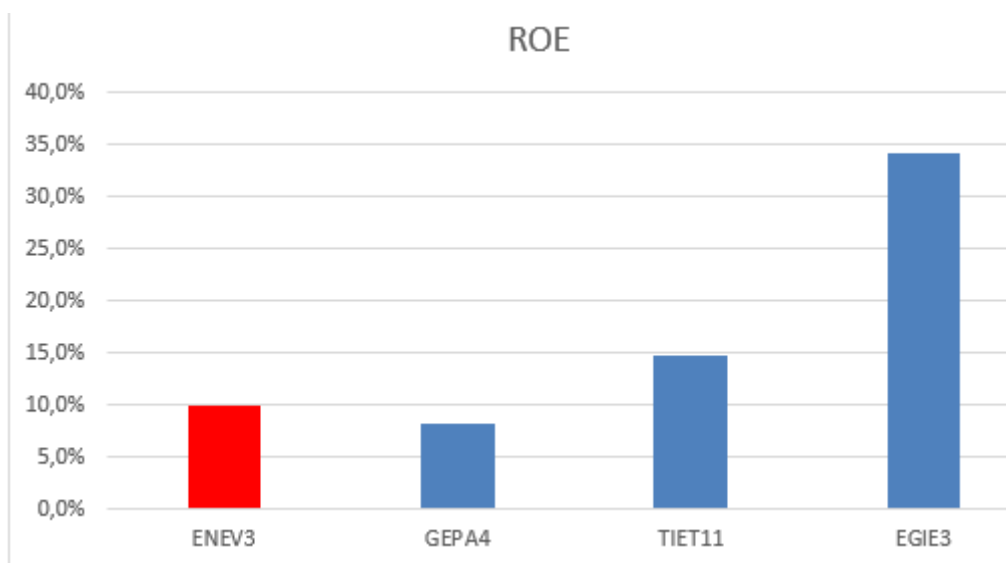
Escolhemos comparar o P/VPA e ROE da Eneva com outras três geradoras “puras”, que são a AES Tietê, Geradora Rio Paranapanema, e Engie.

Entretanto, estas empresas não são geradoras 100% térmicas, como é o caso da Eneva. Mas para fins de análise, são as empresas cujos fundamentos econômicos são os mais parecidos.

Como podemos ver no gráfico abaixo, a Eneva é, hoje a empresa mais barata quando analisamos somente o P/VPA, sendo negociada a 0,9 vezes.

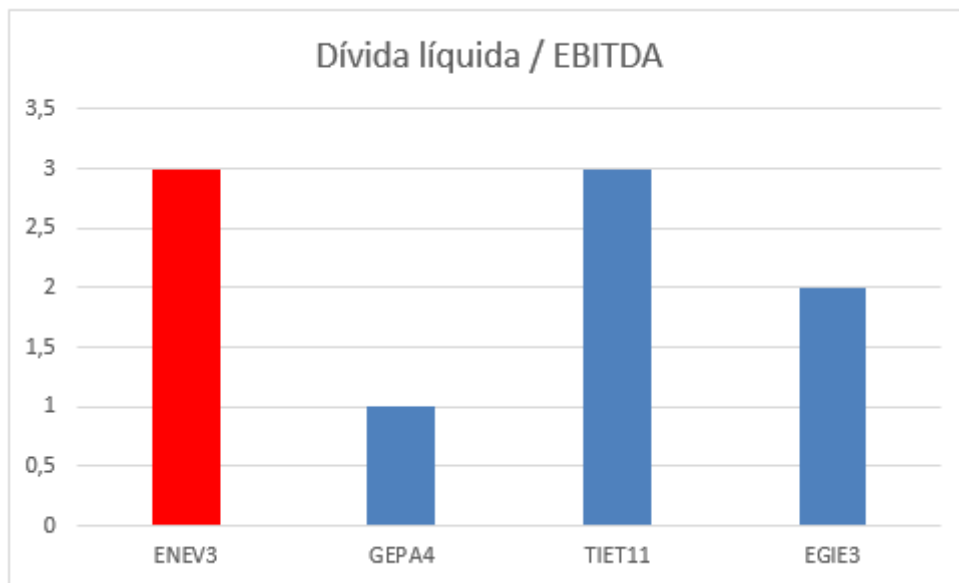


Logicamente, precisamos também comparar a rentabilidade entre estas empresas. Empresas mais rentáveis e com menos riscos merecem um prêmio maior.



Hoje a Eneva possui a terceira melhor rentabilidade do grupo. Acreditamos que em breve, ela poderá alcançar a rentabilidade da AES Tietê.

A Engie permanece sendo o benchmark a ser seguido dentro do setor de geração de energia.



Por fim, a Eneva apresenta um endividamento de três vezes o EBITDA dos últimos doze meses, o que é uma dívida parecida com a da TIET11, e acima dos outros dois pares.

Juntando todas essas informações, acreditamos que o múltiplo da ENEV3 é injustificado quando comparamos com TIET11 e GEPA4, por exemplo.

TIET11 é 50% mais rentável, e possui um endividamento parecido com o da companhia. Apesar disso, seu múltiplo é quase o triplo do múltiplo da Eneva.

Se levarmos em conta que a companhia vem melhorando sua rentabilidade, acreditamos que este múltiplo deva aumentar, como já vem acontecendo.

Ainda, GEPA4 possui uma rentabilidade parecida com a da ENEV3 e tem um endividamento de um terço da dívida da companhia.

Quando percebemos a tendência de desalavancagem da Eneva e o aumento da sua rentabilidade, conforme comentamos, acreditamos que não há justificativa da GEPA4 negociar pelo dobro do valor patrimonial.

Fazendo uma média simples entre estes três valores, chegamos a um P/VPA justo próximo de 1,8. Portanto, o dobro do múltiplo atual.

Free Cash Flow Yield

Nos últimos doze meses, a Eneva gerou um fluxo de caixa livre de aproximadamente R\$ 862 milhões. Quando comparamos com o valor de mercado da empresa de cerca de R\$ 5 bilhões, chegamos a um FCL Yield de 17%.

Se considerarmos a geração de caixa do ano passado, o FCL Yield cai para 14%. E se considerarmos a média em 12 meses dos últimos 45 meses, o indicador atinge 10%.

Ou seja, sendo bastante conservador neste indicador, temos a expectativa de um retorno satisfatório sobre o nosso investimento.

Lembrando sempre que as receitas são reajustadas em sua maioria pelo IPCA. E como a empresa está otimizando suas despesas operacionais e financeiras, é de se esperar que os custos cresçam abaixo da inflação.

Logo, a geração de caixa livre tem ótimas chances de apresentar um crescimento real.

Fazendo uma analogia simples, é como se a Eneva fosse um título NTN-B cuja taxa de remuneração acima da inflação (juro real) cresce com o tempo.

Ou seja, se daqui a três anos, por exemplo, o IPCA acumulado for de 20%, então o FCL Yield on cost médio pode alcançar níveis acima de 12% (assumindo 10% reajustado pelo IPCA), como por exemplo, 20%.

Resultado operacional após impostos – O indicador de Buffett

Outro indicador parecido com o FCL Yield é um indicador que o Warren Buffett costuma mencionar em suas cartas.

Este indicador é calculado através da divisão do resultado operacional após impostos pelo valor de mercado da companhia.

A lógica deste indicador é dar uma aproximação rápida da relação entre a geração de caixa operacional da companhia e o preço das ações.

A desvantagem do indicador é que ignora as despesas e receitas financeiras, assim como os investimentos em capital de giro.

E caso as despesas de manutenção de capital forem muito acima da depreciação reportada, então este indicador estará superestimando o retorno esperado.

Fazendo as contas para a Eneva a uma alíquota de IR e CSLL de 30%, chegamos a estes resultados

Últimos 12 meses	16%
2017	10%
Média (45 meses)	9%

Warren Buffet costuma exigir o mínimo de 15% após impostos sobre seus investimentos. Olhando por este indicador, grandes são as chances de que o “oráculo de Omaha” se interessasse por esta ação.

Conclusão

A Eneva é uma empresa que foi má gerida durante muito tempo. Remunerações excessivas, ineficiências operacionais, e atrasos em obras, tornaram uma excelente oportunidade de negócios em mais um dos fracassos de Eike Batista.

Estes problemas parecem ter ficado para trás.

Os principais acionistas impuseram melhorias na segurança e eficiência da operação, assim como estão trabalhando para reduzir a alavancagem da companhia. Os resultados falam por si só.

A Eneva está inserida em um setor de baixíssimo risco, muito importante para o país, e que oferece uma receita altamente previsível.

O modelo integrado R2W permite à companhia ter um baixíssimo custo de produção de energia, sem depender de infraestrutura de terceiros, como gasodutos.

E ao contrário da geração hidroelétrica, a produção via gás natural possui uma previsibilidade muito maior, visto não depender de fatores sazonais, como o regime de chuvas, vento ou sol.

A companhia segue consolidando o seu negócio na Parnaíba, além de replicar este modelo em outras regiões do país, como no Campo de Azulão.

Acreditamos que as melhorias operacionais e na estrutura de capital continuarão a impactar positivamente os resultados da empresa.

Além disso, as novas usinas também deverão trazer novos fluxos de receita para a Eneva.

Negociando com desconto frente aos pares e à sua geração de caixa, acreditamos que as ações da Eneva são uma ótima oportunidade aos preços atuais.



Rodrigo Wainberg

VP de Pesquisa sobre Small Caps, CNPI

Carteira Small Caps								
Ranking	Ativo	Início	Participação	Preço atual	Preço teto	Preço de entrada**	Recomendação	Desempenho
1	PRI03	19/10/2018	10%	107,97	150,00	121,10	Compra	-10,84%
2	SCAR3	31/07/2018	5%	30,39	32,00	29,00	Compra	4,79%
3	ENEV3	12/12/2018	5%	15,91	20,00	15,60	Compra	1,99%
4	MTSA4	02/05/2018	10%	15,13	18,00	17,09	Compra	-11,47%
5	SNSL3	02/05/2018	10%	24,90	28,50	27,93	Compra	-10,85%
6	CARD3	18/05/2018	10%	6,80	8,36	7,28	Compra	-6,59%
7	LEVE3	02/05/2018	5%	25,10	26,00	24,55	Compra	2,24%
8	SSBR3	02/05/2018	10%	25,70	24,00	22,40	Aguardar	14,73%
9	SHUL4	02/05/2018	5%	6,42	6,10	5,46	Aguardar	17,49%
10	TGMA3	06/07/2018	5%	26,74	19,00	17,77	Aguardar	50,48%
11	TRIS3	11/09/2018	5%	3,90	3,50	2,53	Aguardar	54,15%
12	BIDI4	02/05/2018	10%	37,71	20,00	18,50	Aguardar	103,84%
13	Renda Flxa	-	10%	-	-	-		-

ID: 75821

DISCLOSURE

As informações constantes deste material podem auxiliar o investidor em suas decisões de investimento, porém o investidor será responsável, de forma exclusiva, pela verificação da conveniência e oportunidade da movimentação de sua carteira de investimentos e pela tomada de decisão quanto à efetivação de operações de compra e ou venda de títulos e ou valores mobiliários.

Este material apresenta informações para diversos perfis de investimento e o investidor deverá verificar e atentar para as informações próprias ao seu perfil de investimento, uma vez que as informações constantes deste material não são adequadas para todos os investidores. Quaisquer projeções de risco ou retorno potenciais são meramente ilustrativas e não são e não devem ser interpretadas pelo investidor como previsão de eventos futuros e ou garantia de resultados.

Além disso, não garantimos a exatidão das informações aqui contidas e recomendamos ao investidor que não utilize este relatório com única fonte para embasar suas decisões de investimento. Os investimentos realizados pelo investidor para sua carteira estão sujeitos a diversos riscos inerentes aos mercados e aos ativos integrantes da carteira, incluindo, sem limitação, risco de mercado, risco de crédito, risco de liquidez, risco cambial, risco de concentração, risco de perda do capital investido e de disponibilização de recursos adicionais, entre outros.

Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Instrução CVM nº 598/18, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente.

Esse material destina-se única e exclusivamente aos assinantes da Suno Research, sua cópia ou distribuição integral ou parcial sem a expressa autorização acarretará multa de até 2000 mil vezes o valor desse relatório, apreensão das cópias ilegais além de responsabilização em processo civil.