



Análise

Alupar

ALUP11

Produzido por SIMPLA CLUB

Pedro Despessel

Última Atualização

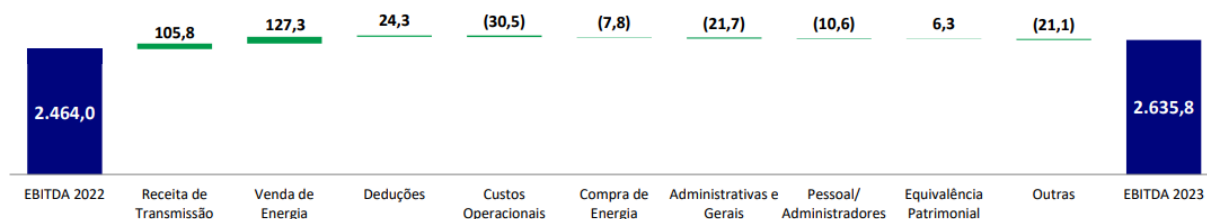
O ano de 2023 se encerra em linha com o esperado para a Alupar. Em meio a novos projetos, a companhia encerrou o quarto trimestre com um aumento de 3,6% na receita líquida regulatória.

No ano, impactada por um efeito positivo no resultado financeiro, decorrente principalmente da queda no custo da dívida através da redução da taxa de juros, a Alupar apresenta um lucro líquido regulatório de R\$ 688 milhões, 27,7% acima do ano anterior. A tabela abaixo exhibe os destaques financeiros regulatórios da companhia.

R\$ MM	3T23	4T23	4T22	Var. %	2023	2022	Var. %
Receita Líquida	797,3	787,5	759,8	3,6%	3.189,2	2.931,9	8,8%
EBITDA (Res. 156/22)	662,4	620,2	617,3	0,5%	2.635,8	2.464,0	7,0%
Margem EBITDA	83,1%	78,8%	81,2%	(2,4 p.p.)	82,6%	84,0%	(1,4 p.p.)
Resultado Financeiro	(213,1)	(182,8)	(216,0)	(15,4%)	(873,3)	(961,5)	(9,2%)
Lucro Líquido	292,6	286,6	276,7	3,6%	1.166,1	966,5	20,7%
(-) Minoritários Subsidiárias	129,3	129,2	117,3	10,2%	498,1	443,6	12,3%
Lucro Líquido Alupar	163,4	157,4	159,5	(1,3%)	668,0	522,9	27,7%
Lucro Líquido/Unit (R\$)²	0,54	0,52	0,54	(5,1%)	2,19	1,78	22,8%
Dívida Líquida	8.862,3	8.942,9	8.810,9	1,5%	8.942,9	8.810,9	1,5%
Dívida Líquida/EBITDA ³	3,4	3,4	3,6		3,4	3,6	

*Destaques financeiros - Regulatório.
Fonte: RI Alupar.*

Ao todo, o exercício de 2023 trouxe um EBITDA 7% acima do ano anterior. A evolução operacional foi impulsionada majoritariamente por uma maior receita de transmissão e venda de energia elétrica. O gráfico abaixo expressa a variação no EBITDA entre os anos de 2022 e 2023.

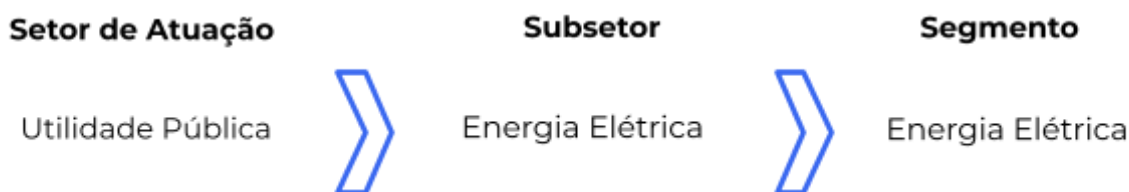


*Evolução do EBITDA (em R\$ Milhões).
Fonte: RI Alupar.*

Não só isso, mas a Alupar continua a sua trajetória de diversificação regional das receitas. Buscando novas oportunidades, a companhia conta com diversos avanços ainda no segmento de transmissão.

No Brasil, destacamos o arremate do Lote 2 do Leilão Aneel 02/2023, que trará uma nova Receita Anual Permitida (RAP) de R\$239,5 milhões para a empresa. No exterior, a companhia consolida a sua marca com novos projetos na Colômbia (TEL), Peru (TCN) e Chile (TES), que juntos trarão mais de US\$15 milhões de RAP.

Área de Atuação



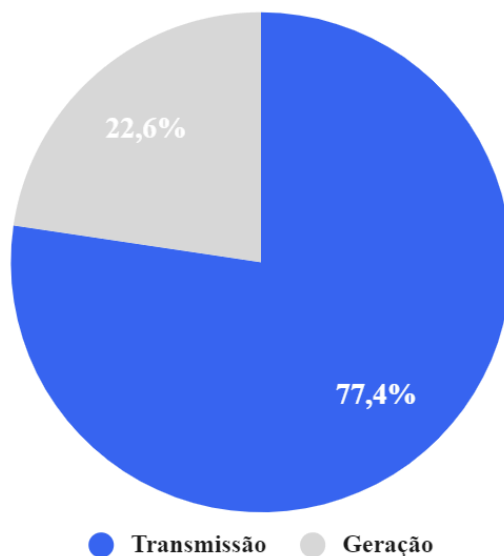
A Alupar é a maior empresa de capital privado em transmissão de energia elétrica do país, além de ser uma das principais em termos de Receita Anual Permitida (“RAP”), atualmente com cerca de 5% de *market share*. Sua atuação também se expande à geração de energia, com ativos até mesmo fora do Brasil.

Suas unidades de negócios são descritas a seguir:

- ❖ **Transmissão:** através de um total de quase 9 mil km de linhas de transmissão, divididos em 35 ativos, sendo 19% ainda em implantação. Os contratos de concessões são feitos com base na disponibilidade da rede de transmissão, ou seja, não importa o volume de energia que se passa na rede, por isso, não existe risco de demanda enfraquecida. É a maior unidade da companhia, assim como a mais lucrativa.
- ❖ **Geração:** as atividades são concentradas em ativos geradores com 100% de energia renovável, focadas em usinas de pequeno e médio porte,

sendo 4 UHEs, 5 PCHs, 1 complexo de energia eólica (5 parques), 2 parques eólicos e 1 parque fotovoltaico, com capacidade de 673,8 MW em operação e outros 23,0 MW hídrico, 63,0 MW eólico e 61,7 MWp solar em implantação.

Abaixo, ilustra-se a participação de cada unidade de negócios no faturamento da companhia.



Composição receita líquida.
Fonte: RI Alupar.

Os contratos de transmissão da Alupar são de longo prazo, todos esses têm vencimentos a partir de 2030, sendo boa parte para além de 2040. Além disso, esses contratos são reajustados conforme a inflação, seja pelo índice IPCA (padrão desde 2005) ou pelo índice IGP-M (leilões antigos).

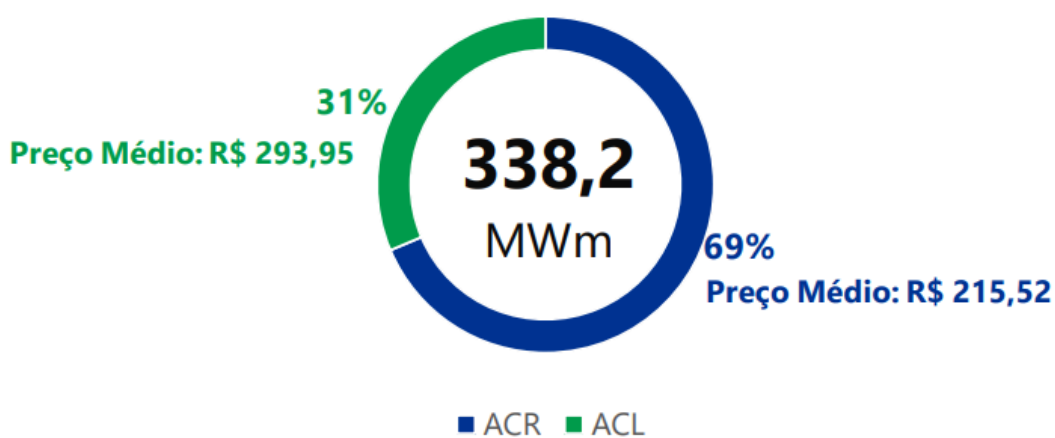
Esses contratos podem ser renovados uma vez por igual período, desde que a ANEEL aprove, com base nos parâmetros definidos e que devem ser seguidos pela própria Alupar.

O modelo de contrato das transmissoras garante muita previsibilidade às companhias, sendo essa uma das principais razões pelas quais essas empresas são ótimas pagadoras de dividendos.

Além disso, durante o prazo de vigência dos respectivos contratos, inexistem concorrência na exploração das atividades propostas. Porém, no período de licitação para outorga de novas concessões existe concorrência significativa. Hoje existem mais de 150 empresas de transmissão aptas a competir no mercado.

Os projetos que estão em implantação vão acrescentar, à medida que concluídos, mais 10% de Receita Anual Permitida (RAP) à companhia. Isso mostra que a empresa ainda vive um ciclo de expansão, embora seu ritmo de crescimento comece a contrair.

Na unidade de geração, 69% da energia é vendida em ambiente de contratação regulado (ACR), que seriam as concessões com as grandes distribuidoras, geralmente em contratos de fornecimento com prazo entre 15 e 30 anos.



Volume contratado.
Fonte: RI Alupar.

Outros 31% são negociados em ambiente de contratação livre (ACL), que vem se tornando mais popular devido ao menor risco de crédito dessas distribuidoras. Neste mercado, é possível capturar uma maior rentabilidade, já que a própria companhia determina os preços de compra e venda com seus clientes. Esse mercado vem ganhando muito espaço no Brasil.

Por outro lado, o ambiente de contratação livre está aberto à maior concorrência e seus contratos, mesmo que também sejam classificados como longo prazo, possuem uma duração média inferior aos contratos acordados no ACR.

Atualmente, o portfólio de contratos da Alupar é relativamente novo, com no máximo 18 anos para ativos de transmissão e 10 anos para ativos de geração. O que indica baixa necessidade de investimentos futuros ou manutenção.

A empresa deixa clara sua intenção em ampliar os investimentos, principalmente nas pequenas centrais hidrelétricas, parques eólicos e centrais fotovoltaicas, já que essas apresentam vantagens construtivas, operacionais e ambientais, visto o menor impacto em regiões adjacentes. Porém, o foco ainda continua sendo as linhas de transmissão.

Da mesma forma, de acordo com o Plano Decenal de Energia do Governo Federal, deverão ser alocados R\$ 90 bilhões em novos projetos de transmissão até 2030. A estratégia da Alupar passa por participar desses leilões. É importante destacar que, desde 2000, a empresa foi uma das maiores arrematadoras, tendo adquirido 14% de todas as linhas concedidas.

A Alupar tem boa eficiência em termos de alocação de recursos, isso porque, da estimativa de CAPEX divulgada pela ANEEL, em cada uma das licitações, a companhia consegue concluir o projeto utilizando em média 16% menos recursos. Inclusive essa gestão de recursos foi ainda maior antes da entrega dos últimos lotes de transmissão, devido ao aumento da inflação nos custos.

Comparando a Alupar com Taesa e Transmissão Paulista, vemos que a primeira possui um histórico muito favorável. A companhia busca arrematar leilões com bastante deságio, pois é assim que sua operação

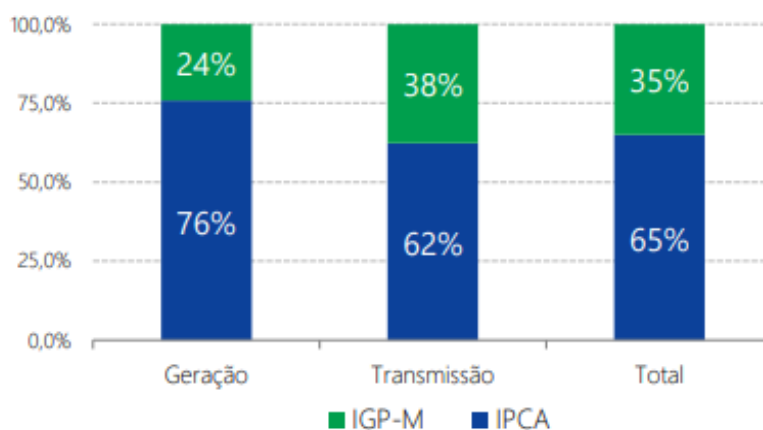
consegue rentabilizar mais o capital investido. Quando os leilões estão acirrados (baixo deságio), a empresa não é tão agressiva.

Na figura abaixo, temos acesso aos lotes arrematados pela companhia. O WACC regulatório está relacionado à rentabilidade do projeto.

	Participação em Leilões	Lotes vendidos pela Alupar	WACC Regulatório (%)	Capex Aneel ¹ (R\$ MM)
1999	✓	-	N/D	-
2000	✓	1	N/D	478
2001	✓	2	N/D	2.882
2002	✓	2	N/D	1.399
2003	✓	3	N/D	2.155
2004	✓	2	N/D	360
2005	✓	1	N/D	439
2006	✓	1	8,2%	100
2007	✓	-	7,5%	-
2008	✓	1	7,1%	635
2009	✓	3	6,6%	1.025
2010	✓	1	6,0%	60
2011	✓	2	6,6%	2.289
2012	✓	-	5,8%	-
2013	✓	-	5,8%	-
2014	✓	1	6,6%	437
2015	✓	-	8,0%	-
2016 ²	✓	7	9,8%	5.537
2017	✓	1	9,7%	1.220
2018	✓	-	7,9%	-
2019	✓	-	7,8%	-
2020	✓	-	6,0%	-
2021	✓	-	6,0%	-
2022	✓	1	7,0%	498
2023	✓	1	7,7%	2.598

Arremate de leilões.
Fonte: RI Alupar.

Já os reajustes contratuais das receitas da companhia são 65% atrelados ao IPCA, e 35% ao IGP-M. A próxima figura ilustra a distribuição do reajuste por índice e por segmento de atuação da companhia.



Reajuste contratual das receitas.

Fonte: RI Alupar.

História do Emissor

Em 2006, a partir de reorganização societária de sua controladora e, por meio de aquisições e investimentos, surge a Alupar. Logo de princípio, a companhia já tinha participações em 14 outras empresas, sendo 12 transmissoras e 2 geradoras.

No ano seguinte, a Alupar realizou novos investimentos em outras 2 empresas de geração de energia. Ainda em 2007, a companhia foi vencedora de 9 leilões realizados pela ANEEL, em mais um avanço importante de seu portfólio.

Em 2013, após o IPO realizado, a companhia aprovou o aumento de capital social, mediante emissão de ações ordinárias e preferenciais. Ainda no ano, foi autorizada a implantação de usina hidrelétrica no Peru e mais 2 leilões de venda de energia foram arrematados.

Em 2016 e 2017 a empresa conseguiu vencer leilões de transmissão. Ao todo seriam necessários investimentos acima de R\$ 2,5 bilhões. Os arremates foram um dos mais rentáveis da década.

Para atender o plano de negócios da empresa e aumento da liquidez das Units ALUP11, foram realizadas novas emissões de ações, com aumento do capital social.

De 2019 até março de 2021 foram abertas 6 novas operações das subsidiárias da Alupar. Em todas essas operações, o valor de investimento foi menor do que o orçamento da ANEEL, provando a qualidade da empresa em controlar e alocar seus recursos.

Governança Corporativa

A Alupar está inserida no segmento de Listagem Nível 2, o segundo nível de maior exigência conforme às boas práticas de Governança Corporativa.

Até mesmo em reflexo dessa informação, vemos que a empresa negocia ações ordinárias, preferenciais e *units*. Somente a última, entretanto, possui liquidez. Já quanto ao *tag along*, todas as classes de ações são totalmente protegidas.

A *Guarupart* Participações é a controladora da companhia, tendo em seu quadro de acionistas a família Godoy. Membros dessa família também ocupam cargos no conselho de administração e diretoria executiva. Inclusive, Paulo Godoy, ex-presidente da Associação Brasileira de Infraestrutura e Indústrias de Base, é o atual *CEO*.



Estrutura acionária.
Fonte: RI Alupar.

A empresa não possui plano de remuneração variável baseado em ações, o que poderia garantir melhor alinhamento de interesses entre administradores e acionistas minoritários.

Atualmente, sua remuneração está baseada em honorários fixos (pró-labore/salário) e PLR (Participação nos Lucros e Resultados). A remuneração total dos órgãos prevista para o ano de 2021 não ultrapassa 1% do lucro líquido dos últimos 12 meses.

Riscos do Negócio

O ambiente de geração é mais arriscado do que o de transmissão, principalmente no ACL. Por isso, o Risco de Mercado envolve a geração de energia abaixo do volume contratado, em que a empresa precisa se expor ao preço de mercado para comprar a energia contratada.

A Alupar planeja ampliar sua operação em geração de energia, o que normalmente aumenta a alavancagem financeira nos primeiros anos de projeto, justamente pela alta necessidade de recursos iniciais. Da mesma forma, a empresa espera crescer via aquisições, também precisando de recursos financeiros para tal.

O Risco de Negócios surge à medida que a companhia possui contratos que a limitam na tomada de financiamentos. Ou seja, compromete sua estratégia de crescimento caso sua alavancagem suba além do permitido.

Além do mais, algumas subsidiárias da Alupar possuem benefícios fiscais federais que permitem a redução de imposto de renda na região da SUDAM (Amazônia) e SUDENE (Nordeste). Esses benefícios permitem redução de 75% do imposto de renda sobre o lucro da exploração dos ativos nessas regiões, pelo prazo de 10 anos a partir do ano em que entrar em operação. Logo, o Risco Fiscal envolve o vencimento desses benefícios sem

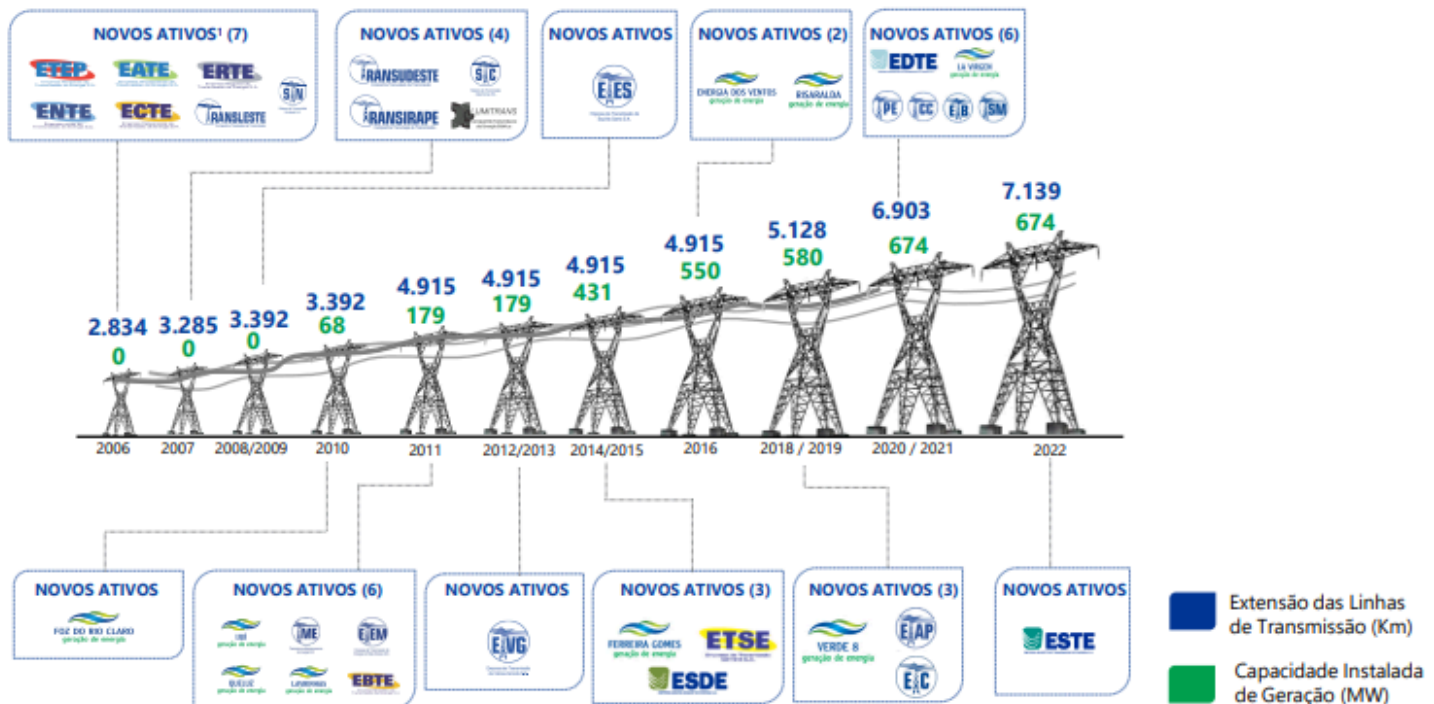
sua posterior renovação, sendo que a grande maioria vence até 2025, e poderiam impactar acima de R\$ 170 milhões por ano.

Por fim, o Risco de Regulamentação permeia todas as empresas de energia elétrica, já que o setor é alvo constante de políticas públicas e alterações de regulamento. O setor de transmissão ainda é menos exposto aos demais, embora alterações de lei também possam impactar.

Resultados Anteriores

Operando em um dos setores mais perenes da bolsa de valores e, ainda por cima, atuando na unidade de transmissão, a mais previsível do setor elétrico, a Alupar conseguiu manter constância em seus resultados.

Do início do século até os dias atuais, a companhia aumentou consideravelmente a extensão das suas linhas de transmissão e a capacidade de geração de energia em operação. Lembrando que a RAP é anualmente reajustada de acordo com indexadores de inflação.



Evolução das atividades operacionais.
Fonte: RI Alupar.

Em breve, a Alupar completará quase 9000 km de linhas de transmissão e 745 MW de capacidade instalada para geração de energia, sabendo que alguns projetos serão entregues nos próximos anos. À medida que alguns empreendimentos são entregues, a companhia reduz seu ritmo de expansão.

Nos últimos anos, a empresa se fez presente em diversos leilões de transmissão e admite o interesse em assim permanecer para o futuro. Merece destaque o arremate de 8 ativos nos anos de 2016 e 2017, os mais rentáveis da década. Esse ponto mostra a força e visão da empresa em entrar com competitividade em projetos com maior potencial de geração de valor aos acionistas.

Além do mais, a empresa tem foco em ativos *greenfield*, que são construídos a partir do “zero”. Com isso, a Alupar consegue ter controle dos custos e investimentos do projeto. O forte *know-how* de construção da companhia reflete, na média, em um CAPEX efetivo 16% menor do que o estimado pela ANEEL.

Dessa forma, o aumento da operação junto ao reajuste anual desses contratos com a inflação foram determinantes para o crescimento constante da receita líquida, EBITDA e lucro líquido. Vale destacar que alguns desses contratos ainda são reajustados de acordo com o IGP-M, que apresentou uma volatilidade superior ao IPCA recentemente.

Importante ressaltar que, assim como a Taesa, a Alupar divulga duas formas de resultados: (i) societário, seguindo as normas da contabilidade internacional e (ii) regulatório, seguindo praticamente as mesmas normas, mas sem aplicar alguns dos pronunciamentos contábeis.

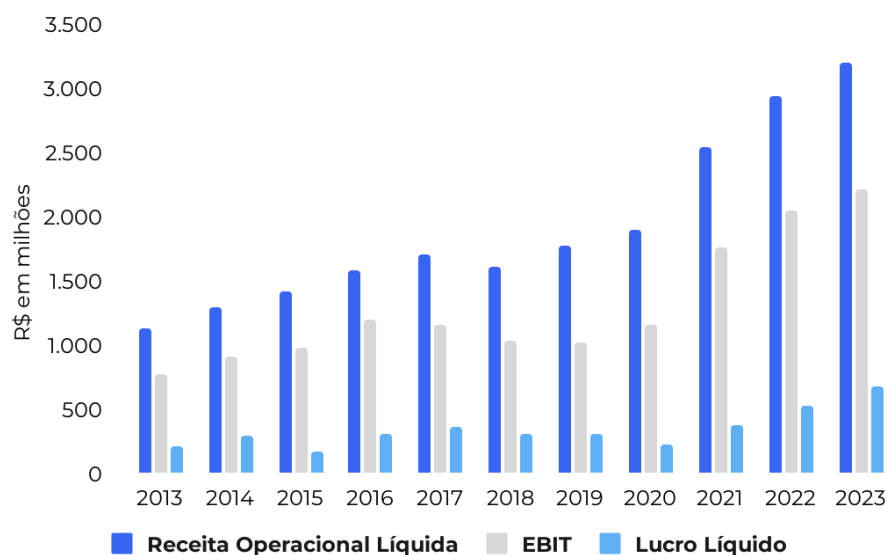
Para a Alupar, a principal diferença no modelo societário é a inclusão dos investimentos em CAPEX na sua receita líquida, como se o investimento já

fosse automaticamente monetizado. Enquanto que no regulatório, a receita líquida considera apenas sua operação, de fato.

Assim, para melhor visualização, focaremos na demonstração dos resultados pela óptica do modelo regulatório, ilustrado no próximo gráfico, mesmo que esse não seja o padrão contábil.

Acontece que esse padrão regulatório é o que mais se aproxima da geração de caixa da Alupar. Nele vemos que a empresa passou por um forte ciclo de expansão, uma vez que a cada ano que se passava a receita da empresa subia.

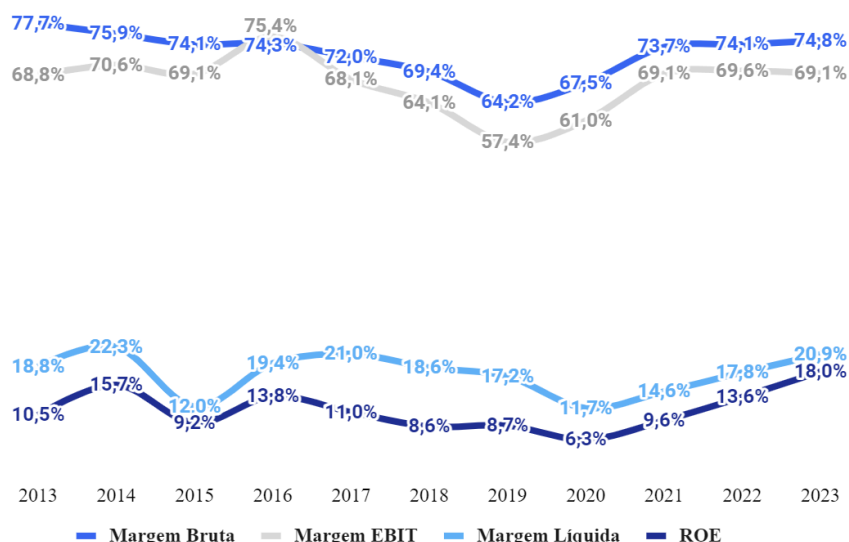
O ano de 2018 foi o único que ficou de fora do padrão de crescimento, já que o modelo de concessão anterior (até 2006) previa a redução de 50% da RAP a partir de seu 15º aniversário, consequentemente, afetando alguns contratos da Alupar.



*Desempenho operacional (regulatório).
Fonte: RI Alupar / Elaboração: Simpla Club.*

De posse dessas informações, na figura abaixo, analisamos a rentabilidade e lucratividade da companhia pelos dados regulatórios. O setor de energia elétrica exige dispêndio elevado de recursos no início de construção dos

projetos. Porém, depois que já em operação, a manutenção se torna bem menos onerosa, por isso as margens de lucro são maiores. Essa informação faz sentido principalmente para a unidade de transmissão.



Rentabilidade e lucratividade (regulatório).
 Fonte: RI Alupar / Elaboração: Simpla Club.

Como complemento, pelos fatos destacados anteriormente, apenas para fins de comparação, é mostrado abaixo as margens de 2023 através dos modelos IFRS e Regulatório. Essa diferença, observada muitas vezes de forma drástica, corrobora com o mencionado anteriormente, e salienta ainda mais a importância de utilizar os dados no padrão regulatório para maior precisão da análise dentro do segmento de transmissão.

2023	Regulatório	IFRS
Margem Bruta	74,8%	75,8%
Margem EBIT	69,1%	71,9%
Margem Líquida	20,9%	23,5%
ROE	18,0%	9,9%

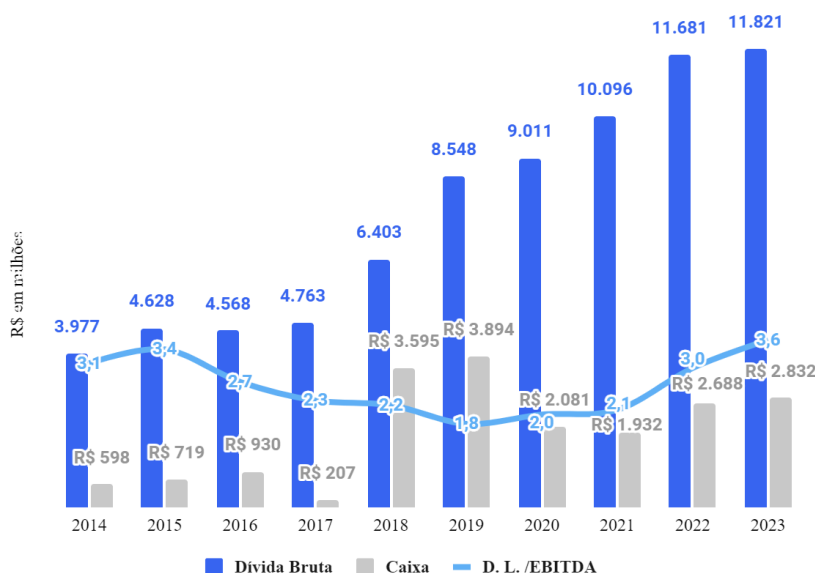
Rentabilidade e lucratividade Regulatória vs IFRS.
 Fonte: RI Alupar / Elaboração: Simpla Club.

Além do mais, destacamos o trabalho da gestão frente à redução da alavancagem financeira, atualmente em patamares controlados. A

empresa ainda deixa clara sua intenção em usar capital de terceiros para arrecadar esses recursos.

Dessa forma, é importante que o próprio fluxo de caixa gerado por essas atividades operacionais destine-se ao pagamento de dívidas, de tal maneira que nos próximos leilões a empresa esteja apta a tomar mais empréstimos sem alto risco.

Abaixo, é retratado o endividamento histórico da Alupar. O cronograma de amortização da dívida também é concentrado no longo prazo e compatível com o perfil de baixo risco dos negócios da Alupar.



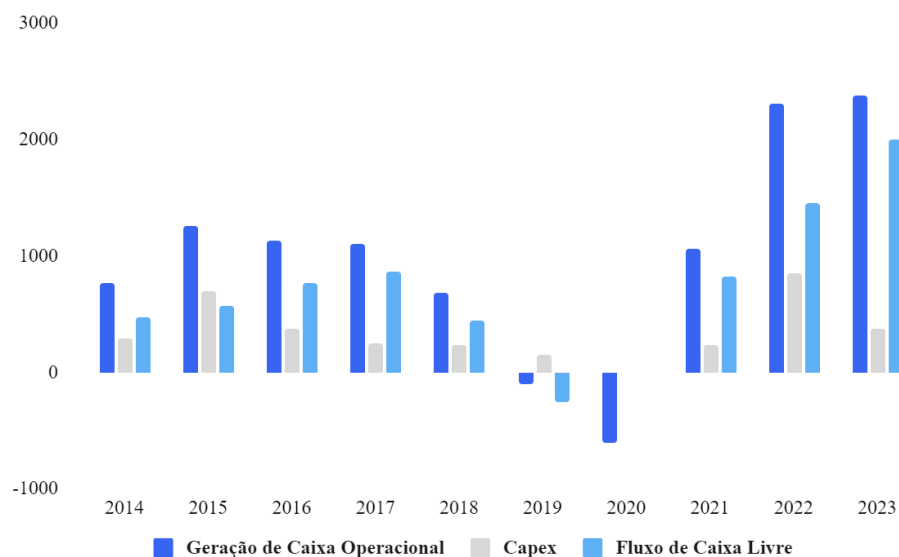
Endividamento (regulatório).

Fonte: RI Alupar / Elaboração: Simpla Club.

Por fim, voltamos nossa atenção à geração de caixa da companhia. Fica nítido que a partir do momento que a maior parte dos ativos de transmissão entraram em operação, a capacidade de gerar caixa da companhia se fortaleceu.

Considerando a atual geração de caixa e um *payout* compatível com a média da indústria das transmissoras, vemos que a Alupar tem total

capacidade de se tornar uma consistente distribuidora de proventos, com um *dividend yield* entre 7% a 9%.



Geração de caixa.
Fonte: RI Alupar / Elaboração: Simpla Club.

Valuation

Análise de Múltiplos

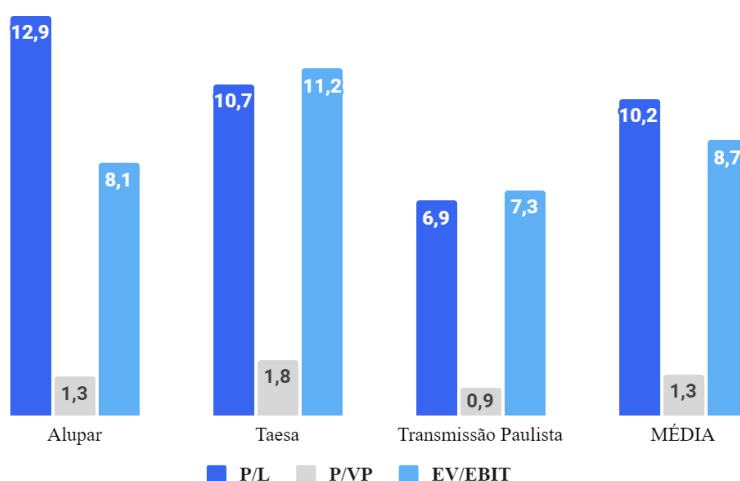
O método consiste na análise dos múltiplos das empresas. Para que sua eficiência seja atestada, é coerente que se compare empresas do mesmo setor de atuação e que, ainda por cima, essas empresas estejam no mesmo ciclo de vida. Isto é, se estão em expansão, maturidade ou decaimento de suas atividades.

Para a comparação de múltiplos, divulgados na próxima figura, foram selecionadas as empresas ISA CTEEP (TRPL4) e Taesa (TAEE11), em ordem decrescente de quantidade de linhas de transmissão.

- ❖ **P/L:** indica o quanto os acionistas estão dispostos a pagar pelo lucro da companhia; de outra forma, quantos anos os acionistas estão dispostos a investir de maneira a recuperar seu aporte inicial.

❖ **P/VP:** é a relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial da empresa. Valor patrimonial é o capital restante depois de já terem sido descontadas todas obrigações de capital de terceiros, em outras palavras, é o capital que sobra para os acionistas.

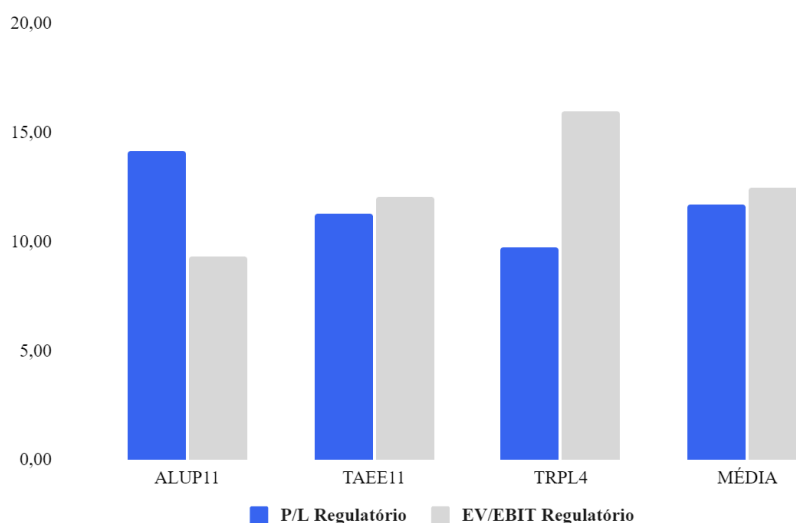
❖ **EV/EBIT:** é a relação entre o valor de firma da empresa pela aproximação de seu lucro operacional descontadas depreciação e amortização. Portanto, é um múltiplo que avalia a operação e a posição de dívida líquida da empresa.



Comparação de múltiplos (IFRS).
Fonte: FactSet / Elaboração Própria.

Através da análise dos múltiplos, notamos que as empresas negociam próximas à média. A Alupar, porém, está levemente acima da média no múltiplo P/L, visto a maior expectativa de crescimento e o impacto relativamente maior das despesas financeiras.

Considerando os múltiplos com base no lucro líquido e EBIT regulatórios, notamos que os ativos permanecem em patamares mais próximos ainda. Baseado no parâmetro regulatório, a Alupar mantém o maior P/L, porém opera com o menor EV/EBIT, conforme exibe o gráfico abaixo.



*Comparação de múltiplos em base regulatória.
Fonte: RI Empresas / Elaboração: Simpla Club.*

Considerando que a Alupar ainda tem ativos a serem entregues, que vai acrescentar RAP para os próximos anos, temos uma empresa levemente descontada.

Método Do Fluxo De Caixa Descontado (DCF)

Esse método projeta fluxos de caixa da empresa para os próximos anos e o traz a valor presente, descontado a uma taxa média ponderada, chamada de custo de capital, na sigla em inglês *WACC (Weighted Average Cost of Capital)*.

Essa taxa representa o quanto a empresa gasta com custos de dívida e de remuneração ao acionista. De maneira geral, é o custo de financiamento da empresa.

Para a Alupar, optamos por projetar individualmente seus projetos de transmissão e geração. Consideramos também os projetos de transmissão em implementação divulgados pela empresa, assim como o capex estimado para cada um deles e o custo de manutenção de seus projetos.

Com isso, chegamos ao fluxo de caixa anual gerado pela empresa até o ano de 2057. Posteriormente, trouxemos a projeção deste fluxo de caixa futuro a valor presente, utilizando o WACC. Após aplicar a nossa margem de segurança sobre o montante encontrado, encontramos um valor justo para a Alupar um pouco acima do atual valor de mercado da companhia, segundo o nosso modelo.

Opinião do Analista

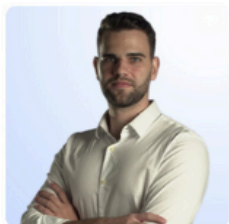
A Alupar possui alguns diferenciais interessantes de serem destacados, sendo uma companhia com bom histórico de arremates de leilão e alocação de capital eficiente, já que as obras têm menor dispêndio de recursos em relação ao que foi estipulado.

Além disso, dada a recém-idade dos ativos, a companhia possui excelente disponibilidade das suas linhas de transmissão, fator que assegura sua RAP.

Os contratos de longo prazo garantem ainda mais segurança à companhia. Não só, a Alupar pretende participar dos próximos leilões, já que até 2030 esse setor deve passar por expansão.

A Alupar é mais uma das boas opções para um setor que apresenta uma excelente previsibilidade nos seus resultados e boa qualidade em seu histórico. Seu potencial de crescimento está levemente acima do que o mercado reconhece, por isso, acreditamos que seu atual cenário é favorável a investidores que buscam uma ação mais estável, apesar de um potencial de crescimento mais limitado em relação a outras concorrentes do setor elétrico. Por causa disso, temos recomendação de compra nas ações da Alupar (ALUP11).

Equipe



Gabriel Bassotto

Analista CNPI especialista em

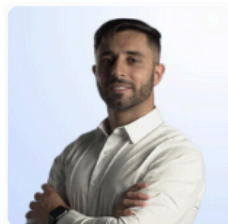
Ações Brasileiras



Carlos Júnior

Analista CNPI especialista em

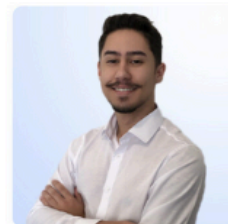
Fundos Imobiliários



Thiago Armentano

Analista CNPI especialista em

Investimentos no Exterior



Pedro Despessel

Analista CNPI especialista em

Ações Brasileiras

Acompanhamento

relatório atualizado em 25.03.2024

Nossa equipe de analistas está atenta a todas as movimentações relevantes, mantendo os *rankings* e seus respectivos fundamentos atualizados todas as semanas. Em caso de grandes mudanças, os relatórios também podem ser atualizados.

Disclaimer

Todas as análises aqui apresentadas foram elaboradas pelo analista de valores mobiliários autônomo Pedro Henrique Ribeiro Despessel (CNPI-P EM-3655), com objetivo de orientar e auxiliar o investidor em suas decisões de investimento; portanto, o material não se constitui em oferta de compra e venda de nenhum título ou valor imobiliário contido. O investidor será responsável, de forma exclusiva, pelas suas decisões de investimento e estratégias financeiras. O relatório contém informações que atendem a diversos perfis de investimento, sendo o investidor responsável por 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. Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Resolução CVM nº 20/2021, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à pessoa jurídica à qual estão vinculados. Além disso, os analistas envolvidos não estão em situação que possam afetar a imparcialidade do relatório ou que possam configurar conflitos de interesse. A elaboração desse material se deu de maneira independente, e o conteúdo nele divulgado não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem autorização prévia.

