
1 de dezembro de 2025

Relatório Consolidado de Resultados

Atualização do 3T25



Safra

Yuri Machado, CNPI
Credit Research
yuri.machado@safra.com.br

Roberto Pasqualini, CNPI
Credit Research
roberto.felize@safra.com.br

Índice

[Comentário Geral e Destaques Setoriais](#).....pg 3

[Variação da Alavancagem e do EBITDA](#).....pg 4

1. Águas do Rio	pg 5	23. JSL	pg 46
2. Araguaia	pg 7	24. Kallas	pg 48
3. Arteris	pg 9	25. Localiza	pg 50
4. Axia (ex-Elektrobras)	pg 11	26. MBRF	pg 52
5. Braskem	pg 13	27. Minerva	pg 54
6. Cerradinho	pg 15	28. Motiva (ex-CCR)	pg 56
7. Cooxupé	pg 17	29. Movida	pg 58
8. Copersucar	pg 19	30. MRV	pg 60
9. Corsan	pg 21	31. Neoenergia	pg 62
10. Ecorodovias	pg 23	32. Nissei	pg 64
11. Enel Ceará	pg 25	33. Oncoclínicas	pg 65
12. Energisa	pg 27	34. Patrimar	pg 67
13. Eneva	pg 29	35. PRIO	pg 69
14. Engie	pg 31	36. Raízen	pg 71
15. Ferrari	pg 33	37. SLC Agrícola	pg 73
16. FS	pg 34	38. Smart Fit	pg 74
17. Gasmig	pg 36	39. Unidas	pg 75
18. Grupo Cereal	pg 38	40. Vale do Tijuco	pg 77
19. Grupo José Alves	pg 39	41. Vamos	pg 78
20. Hapvida	pg 41	42. Vicunha	pg 80
21. Havan	pg 43	43. Zamp	pg 82
22. JF Citrus	pg 44		



Comentário Macro e Setorial

Sinais de desaceleração e o efeito no crédito corporativo

O ambiente macroeconômico no final de 2025 é marcado por desaceleração gradual da atividade, refletindo os efeitos defasados da política monetária restritiva. A leitura da PNAD reforça esse diagnóstico: apesar da queda da taxa de desemprego para 5,4%, a redução contínua da força de trabalho e da população ocupada indica um mercado de trabalho em arrefecimento e mais dependente de fatores estatísticos do que de criação efetiva de vagas. Ainda assim, a massa salarial permanece sustentada pela resiliência dos rendimentos, o que evita uma deterioração mais intensa da demanda no curto prazo.

A inflação segue trajetória benigna, com núcleos em moderação disseminada e leituras mais próximas do centro da meta. A deflação em alimentos ao longo do semestre e a apreciação cambial contribuíram para aliviar pressões em bens industriais, enquanto os serviços mostram desaceleração consistente após o pico de 2024. Esse cenário projeta uma convergência para 3,7% ao longo de 2026 e 3,0% em 2027, criando condições para que o ambiente monetário se torne gradualmente menos apertado, mesmo com a atividade perdendo fôlego.

A dinâmica macroeconômica mais fraca se refletiu diretamente nos indicadores de crédito corporativo. Em um ambiente de juros elevados, desaceleração da atividade e consumo mais contido, observamos maior pressão sobre geração de caixa livre, custo da dívida e alavancagem em setores mais expostos ao ciclo econômico. Empresas intensivas em capital, dependentes de volumes domésticos ou com estruturas financeiras mais alavancadas, enfrentaram maior dificuldade para expandir margens operacionais e absorver o impacto das despesas financeiras. Por outro lado, companhias com receitas reguladas, contratos de longo prazo ou exposição a cadeias mais resilientes – como energia, saneamento, concessões e parte do agro – apresentaram maior estabilidade de fluxo de caixa e preservação de margens.

Entre os destaques positivos, sobressaem os setores regulados e de infraestrutura, que mantiveram resiliência mesmo com a atividade arrefecida. Concessões rodoviárias apresentaram bom crescimento de tráfego e margens elevadas; distribuidoras de energia e companhias de saneamento mostraram disciplina operacional, controle de perdas e avanço de EBITDA; e as incorporadoras, especialmente do segmento de baixa renda, sustentaram bom ritmo de vendas e margens estáveis. No agro, empresas ligadas a fertilizantes e manejo de grãos se beneficiaram tanto da safra favorável quanto da demanda externa.

Por outro lado, segmentos mais sensíveis ao ciclo econômico ou dependentes de volumes domésticos apresentaram resultados mais fracos. Empresas ligadas ao varejo enfrentaram compressão de margens e competição intensa; petroquímica e siderurgia foram penalizadas por *spreads* reduzidos, câmbio valorizado e menor demanda global; enquanto companhias com alavancagem mais elevada sentiram de forma mais direta o impacto do custo de capital ainda alto.

Destaques Setoriais no Trimestre

Grãos / Sucroalcooleiro

- ▲ Custos de aquisição do milho estáveis beneficiando a produção de etanol de milho e coprodutos.
- ▼ Etanol de cana pressionado por *mix* mais açucareiro no trimestre. Riscos climáticos seguem relevantes (estiagem/queimadas) e podem afetar produtividade da cana.

Energia Elétrica

- ▲ Redução de perdas, inadimplência controlada e margens de distribuidoras em expansão / Reajustes tarifários recentes, ainda que sob pressão pela migração para o mercado livre.
- ▼ Aumento do CAPEX regulatório pressiona fluxo de caixa em algumas concessionárias / Riscos climáticos afetando qualidade de serviço / *Curtailment* pressiona margens dos operadores de renováveis.

Imobiliário

- ▲ Segmento de baixa renda segue forte, com repasses estáveis e avanço de margens.
- ▼ *Players* locais de média e alta renda operam com margens mais pressionadas frente a concorrentes listados / Queda na velocidade de vendas e maior desconto para estoque pronto.

Locação de Veículos

- ▲ Demanda aquecida por mobilidade favorecem utilização de frotas e preços / Normalização da oferta de veículos novos reduz pressão de custos de renovação.
- ▼ Balanço alavancado e custo financeiro alto limitam expansão de frota e exigem maior disciplina na renovação / Segmento de pesados ainda impactado pela retomada de ativos e venda de seminovos.

Proteína Animal

- ▲ Exportações sustentando demanda, com destaque para proteínas de aves e suínos. Ambos permanecem com margens elevadas, sustentadas por preço de insumos e por condições de venda.
- ▼ Margens pressionadas de boi gordo nos EUA / Setor exposto ao ciclo econômico global e a mudanças regulatórias e sanitárias.

Saúde

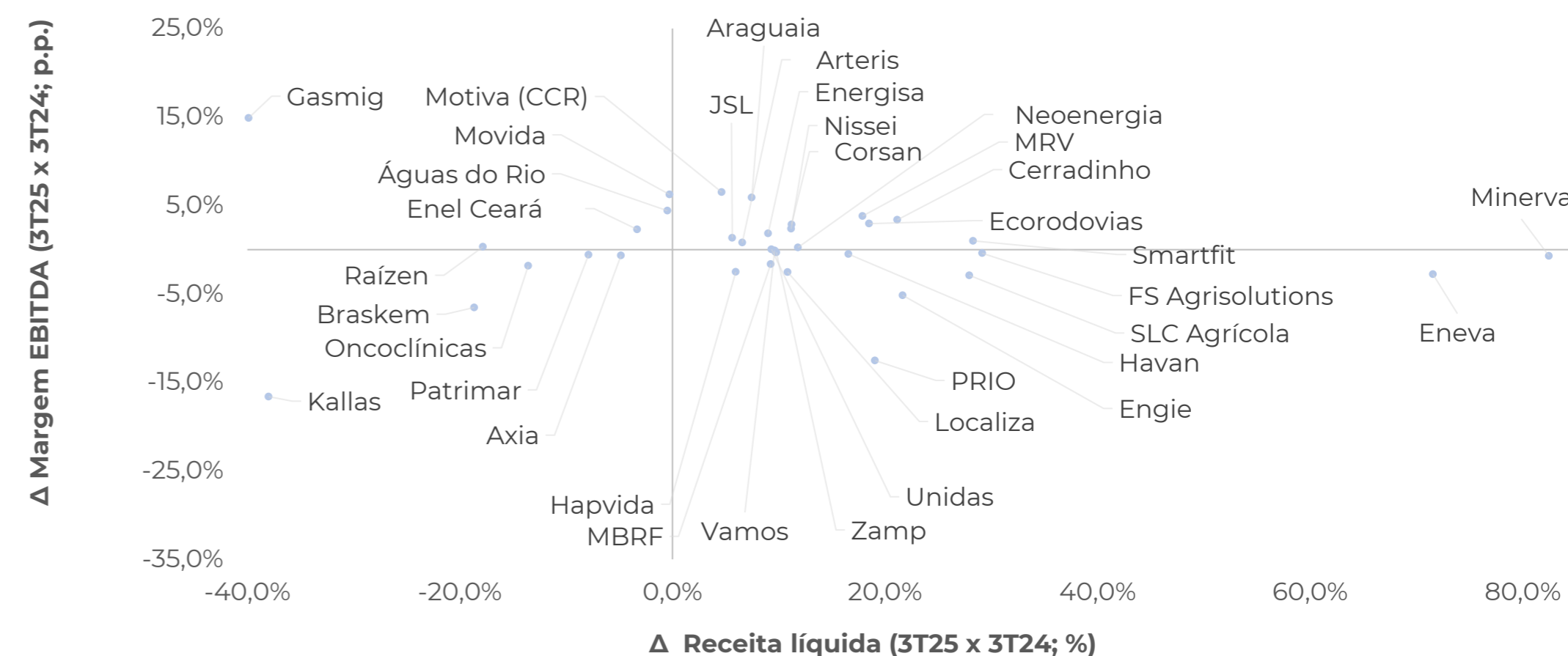
- ▲ Resultados de hospitais com melhora gradual, preços subindo acima da inflação médica em algumas regiões / Varejo farmacêutico segue resiliente, com maior venda de genéricos e avanço nos produtos de maior valor agregado.
- ▼ Planos de saúde ainda pressionados por sinistralidade elevada e ambiente competitivo.



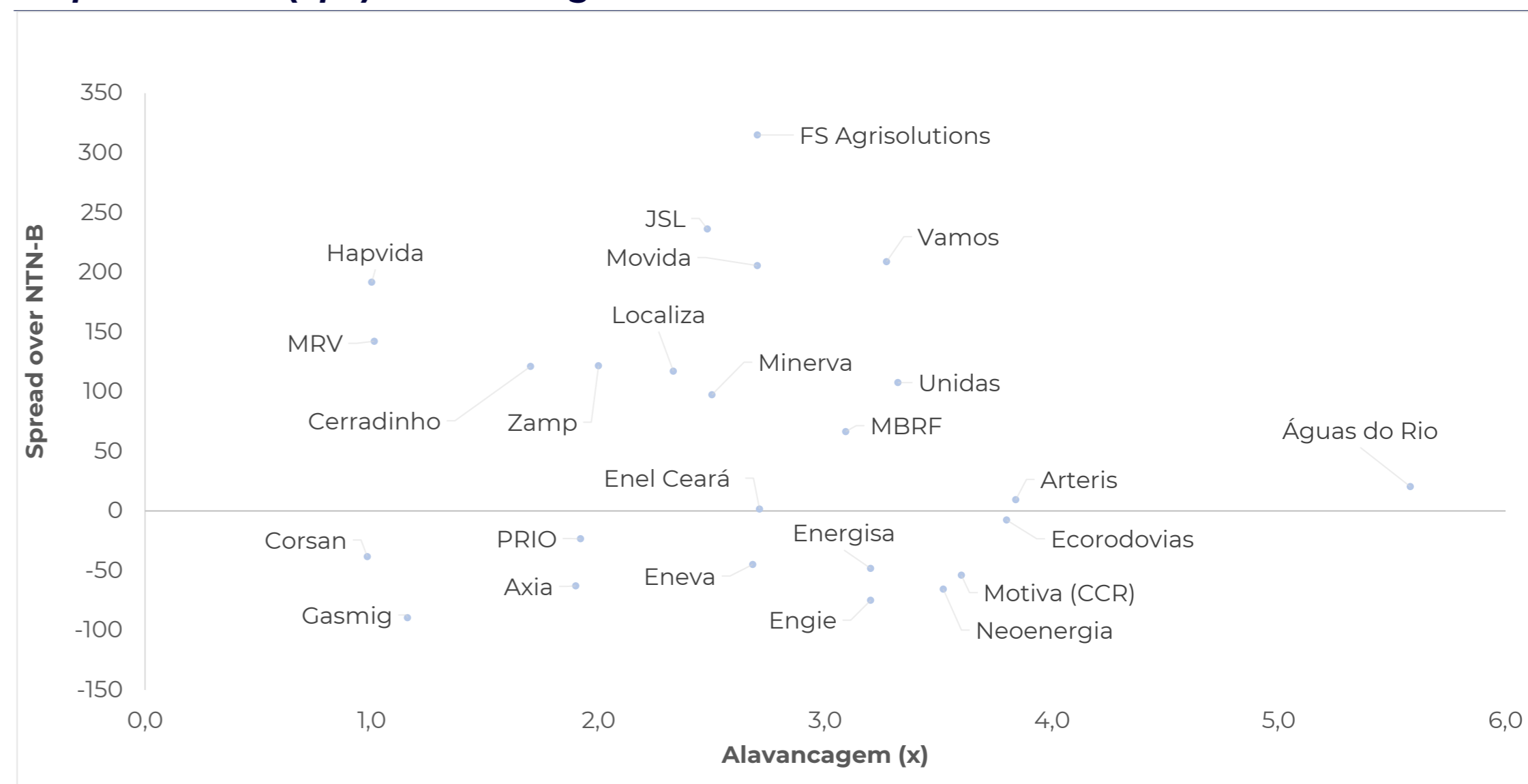
Resumo – Variação da Alavancagem e do EBITDA

Companhia	Alavancagem 3T25	Δ Alavancagem 3T25 X 3T24	Δ EBITDA 3T25 X 3T24
Braskem	14,8	8,7	-7%
Raízen**	5,1	2,5	0%
Oncoclínicas	4,2	1,5	-2%
PRIO	1,9	1,5	-13%
Águas do Rio	5,6	1,4	4%
Arteris	3,8	0,8	1%
Patrimar*	1,9	0,7	-1%
Zamp	2,0	0,6	2%
Ecorodovias	3,8	0,5	3%
Engie	3,2	0,5	-5%
Motiva (CCR)	3,6	0,5	7%
Gasmig	1,2	0,4	15%
Energisa	3,2	0,4	2%
SLC Agrícola	2,3	0,3	-3%
Axia	1,9	0,3	-1%
Enel Ceará	2,7	0,2	2%
MRV*	1,0	0,2	4%
Smartfit	1,0	0,1	1%
Kallas*	0,5	0,1	-17%
Neoenergia	3,5	0,1	0%
MBRF	3,1	0,0	-2%
Hapvida	1,0	0,0	-3%
Vamos	3,3	0,0	-12%
JSL	2,5	-0,1	1%
Minerva	2,5	-0,1	-1%
Havan	-0,4	-0,1	-1%
Localiza	2,3	-0,2	-3%
Unidas	3,3	-0,3	1%
Movida	2,7	-0,4	6%
Corsan	1,0	-0,5	3%
Nissei	2,7	-0,8	2%
Eneva	2,7	-0,9	-3%
Cerradinho**	1,7	-1,3	3%
FS Agrisolutions**	2,7	-2,2	0%
Araguaia	2,1	-6,8	6%

Variação da Receita vs. Variação da Margem EBITDA



Spread Atual (bps) x Alavancagem 3T25



Águas do Rio

Perfil. A Águas do Rio é uma concessionária de serviços de água e esgoto que atua em municípios do estado do Rio de Janeiro, atendendo cerca de 10 milhões de pessoas. A companhia iniciou suas operações em nov/21, após conquistar via leilão as operações dos blocos 1 (Zonal Sul da cidade do RJ + 18 municípios) e 4 (Centro e Zona Norte da cidade do RJ + 8 municípios da baixada fluminense).

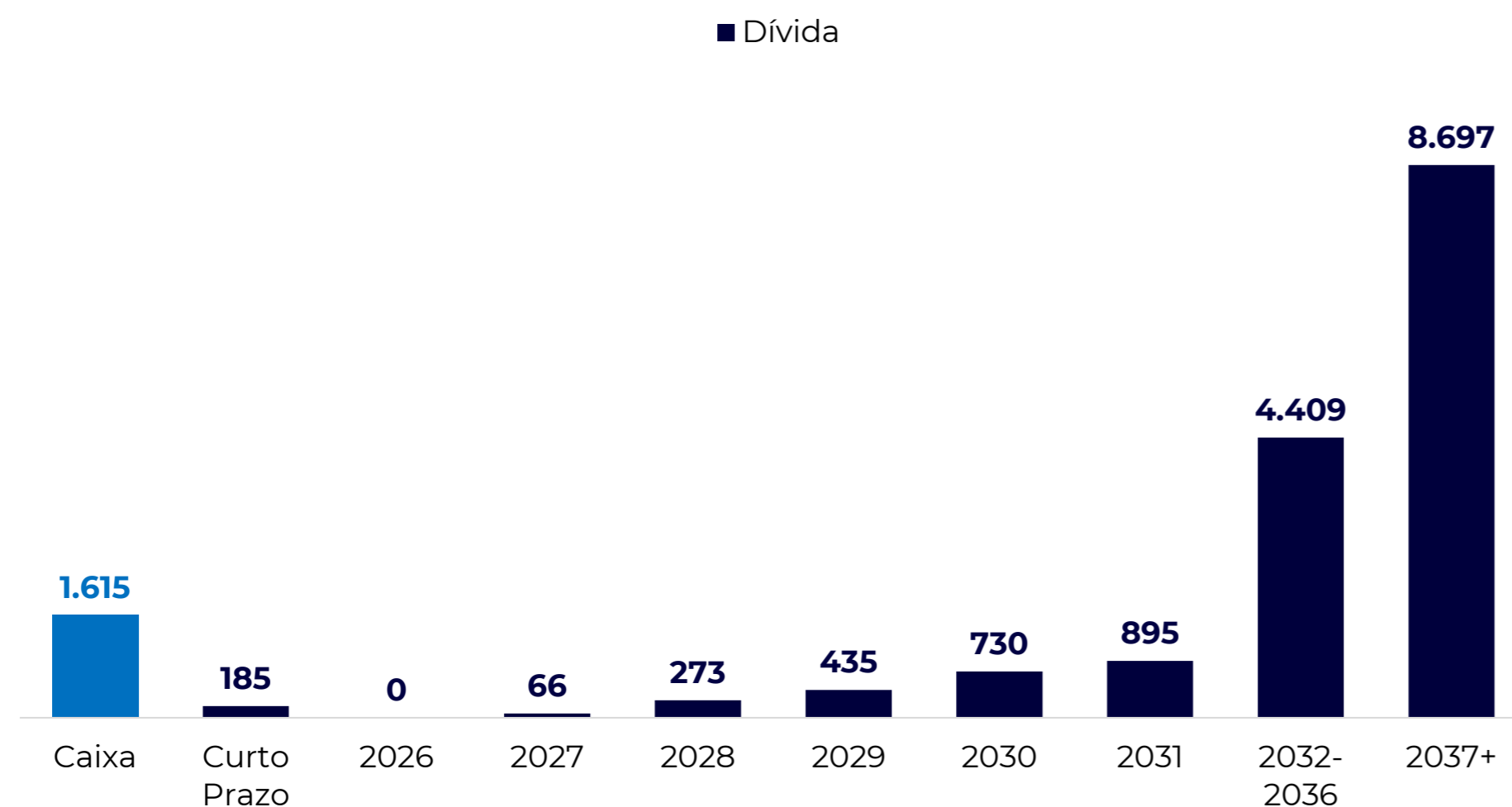
Operacional. No 3T25, houve queda de 3,0% a/a no volume de economias faturadas, com a continuidade das ações de cortes e alterações no faturamento desses clientes, conforme determinação da agência reguladora. O volume faturado caiu 0,7% a/a atingindo 251 milhões de m³, sendo 172 milhões de m³ em água (-1,3% a/a) e 79 milhões de m³ em esgoto (-0,4% a/a). O índice de perdas segue caindo, tendo atingido 46,6% no 3T25 (vs. 46,9% no 2T25 e 48,7% no 3T24).

Destaques resultado 3T25. Receita operacional líquida de R\$1,8 bilhão (estável a/a), beneficiada pelo reajuste tarifário aplicado em dez/24 de 9,8% na Águas do Rio 1 e de 12,78% na Águas do Rio 4, que compensaram a redução do volume faturado consolidado das operações. O EBITDA foi de R\$635 milhões (+13,1% a/a), com margem EBITDA de 36,2% (+4,4 p.p. a/a), impulsionado pela redução da PECLD (-33,2% a/a) após adequações das provisões ao risco de inadimplência, compensando o aumento nas linhas de pessoal (+23,1% a/a) e serviços de terceiros (+3,3% a/a). A dívida líquida totalizou R\$14,0 bilhões (+1,4% t/t), com a alavancagem saindo de 5,78x no 2T25 para 5,58x no 3T25.

Acionistas. Aegea Saneamento (73,8%), FIP Colibri Verde (18,5%), Angelo Investment (5%) e Itaúsa (2,7%).

Rating. S&P: brAA+

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Águas do Rio, Copasa, Sabesp e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Bom perfil de liquidez, com caixa fortalecido e dívida alongada;
- Forte capacidade de geração de caixa conforme avanço nas obras das concessões;
- Vencimento alongado da concessão (2056).

Pontos de Atenção

- Metas de qualidade de serviço são desafios a cumprir até 2033, dado o elevado nível de perda na região da concessão;
- Perdas na distribuição de água e inadimplência geram impactos na margem operacional.

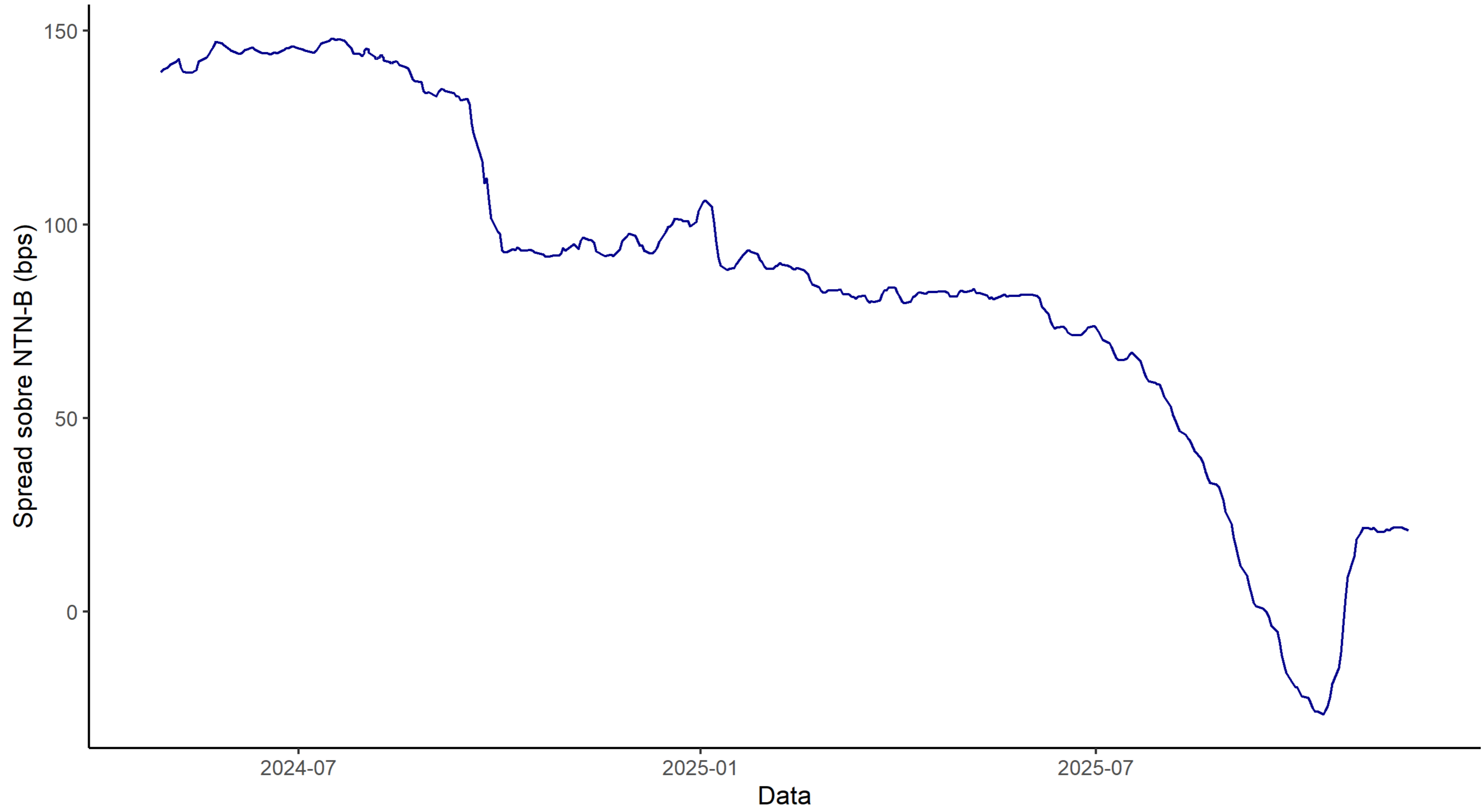
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	6.246	6.956	1.765	1.757
Margem Bruta	24,7%	30,8%	20,9%	23,2%
EBITDA (R\$ Mi)	1.955	2.195	562	635
Margem EBITDA	31,3%	31,6%	31,8%	36,2%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	614	498	124	87
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	8.089	13.177	9.181	14.076
Dívida Bruta/PL	1,1	1,6	1,5	1,6
Dívida Líquida/EBITDA	4,1	6,0	4,1	5,6
Ativo CP/ Passivo CP	0,7	2,1	1,1	1,9
Caixa/Dívida CP	9,3	8,2	24,5	8,7
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	-4	335	52	228
FCI	-1.571	-5.392	-445	-353
FCF	2.348	5.535	172	-24
Δ Caixa	773	478	-221	-149

Copasa 3T25	Sabesp 3T25
1.836	5.501
47,4%	54,4%
727	3.069
39,3%	55,8%
361	2.159
6.056	23.277
0,8	0,9
2,1	1,9
1,1	1,2
0,8	2,0
701	3.173
-763	-3.773
-370	3.707
-432	3.107



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima RISP14 – Evolução do *Spread*



Araguaia

Perfil. A companhia está entre as maiores misturadoras e comercializadoras de fertilizantes da região Centro-Oeste do país, tendo ainda operações de comercialização de sementes de soja, sorgo, produtos agropecuários, defensivos agrícolas e ração animal. A companhia atua em 9 estados, possui 7 fábricas, 60 lojas e uma equipe de consultores no campo que ajudam na capilarização das vendas.

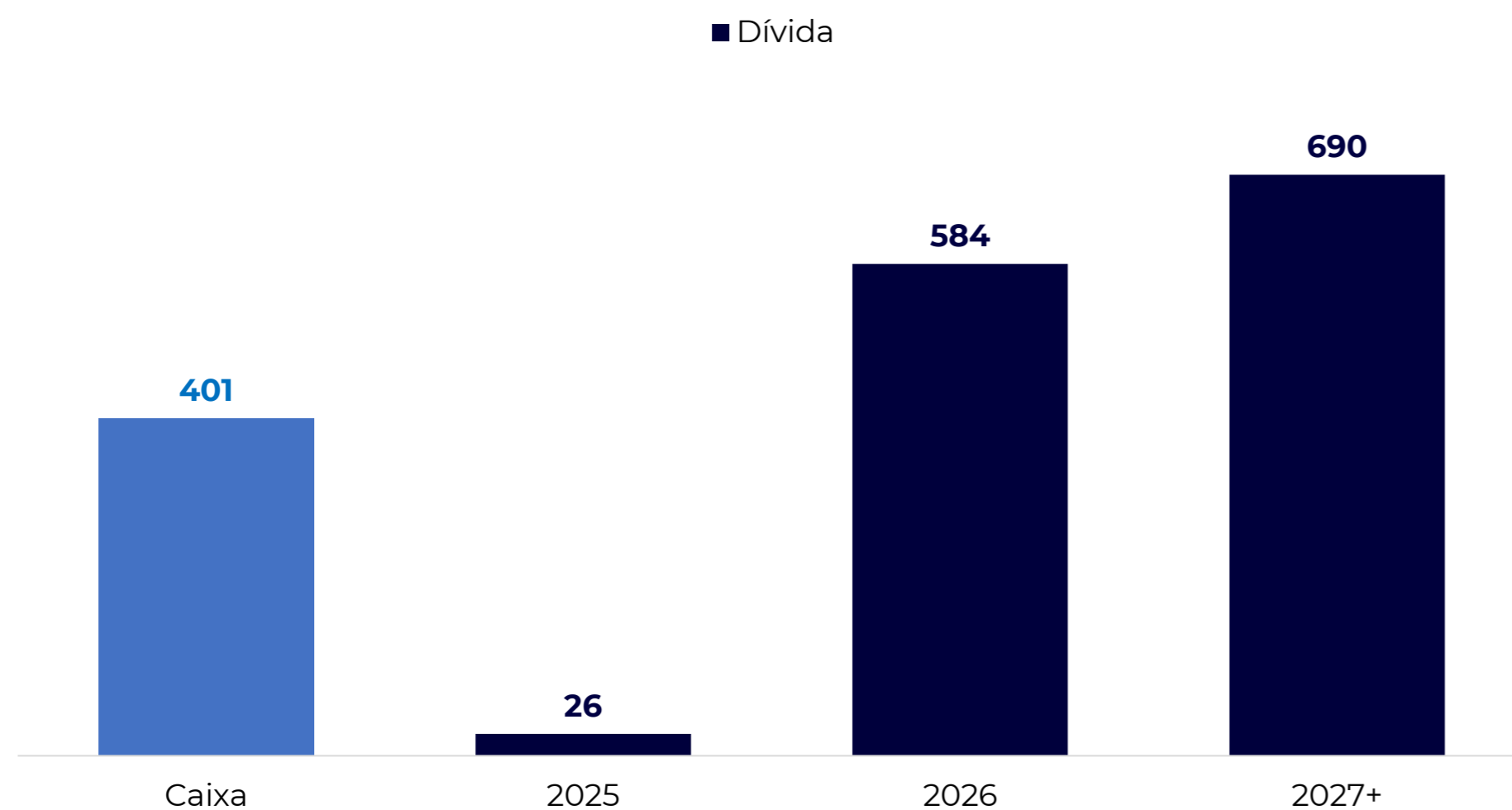
Operacional. O mercado de fertilizantes se encontrou pressionado por uma oferta restrita e demanda resiliente, gerando preços mais consistentes relacionados a incertezas geopolíticas e ao movimento de antecipação de compra. O volume de fertilizantes comercializado pela companhia sofreu queda de 4% a/a, influenciado pela perspectiva de preservação de margem. Os segmentos de sementes e químicos encontraram ambiente favorável para expansão de vendas, com preços internacionais relativamente estáveis, apesar da apreciação da moeda local. O foco do trimestre foi a rentabilidade de ativos existentes e a companhia cortou temporariamente seu capex de expansão.

Destaques resultado 3T25. A receita líquida de R\$1,2 bilhão representou avanço de 7% a/a, após a contribuição de químicos (+R\$73 milhões a/a) e sementes (+R\$14 milhões a/a), com leve queda de fertilizantes. O EBITDA foi de R\$136 milhões (vs. 63 milhões no 3T24), com margem de 11,8% (+5,9 p.p. a/a), retratando melhora de margem em fertilizantes e sementes, além da melhora na conta PDD devido à safra de crédito de soja mais robusta e à recuperação de recebíveis.

Acionistas. Emival Machado (98%) e Solange Machado (2%).

Rating. -

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Araguaia e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Histórico positivo de atuação no Centro-Oeste (desde 1978);
- Atuação em outros estados mitiga riscos de concentração geográfica;
- Produção recorde da safra (2024/25) favoreceu a demanda por insumos.

Pontos de Atenção

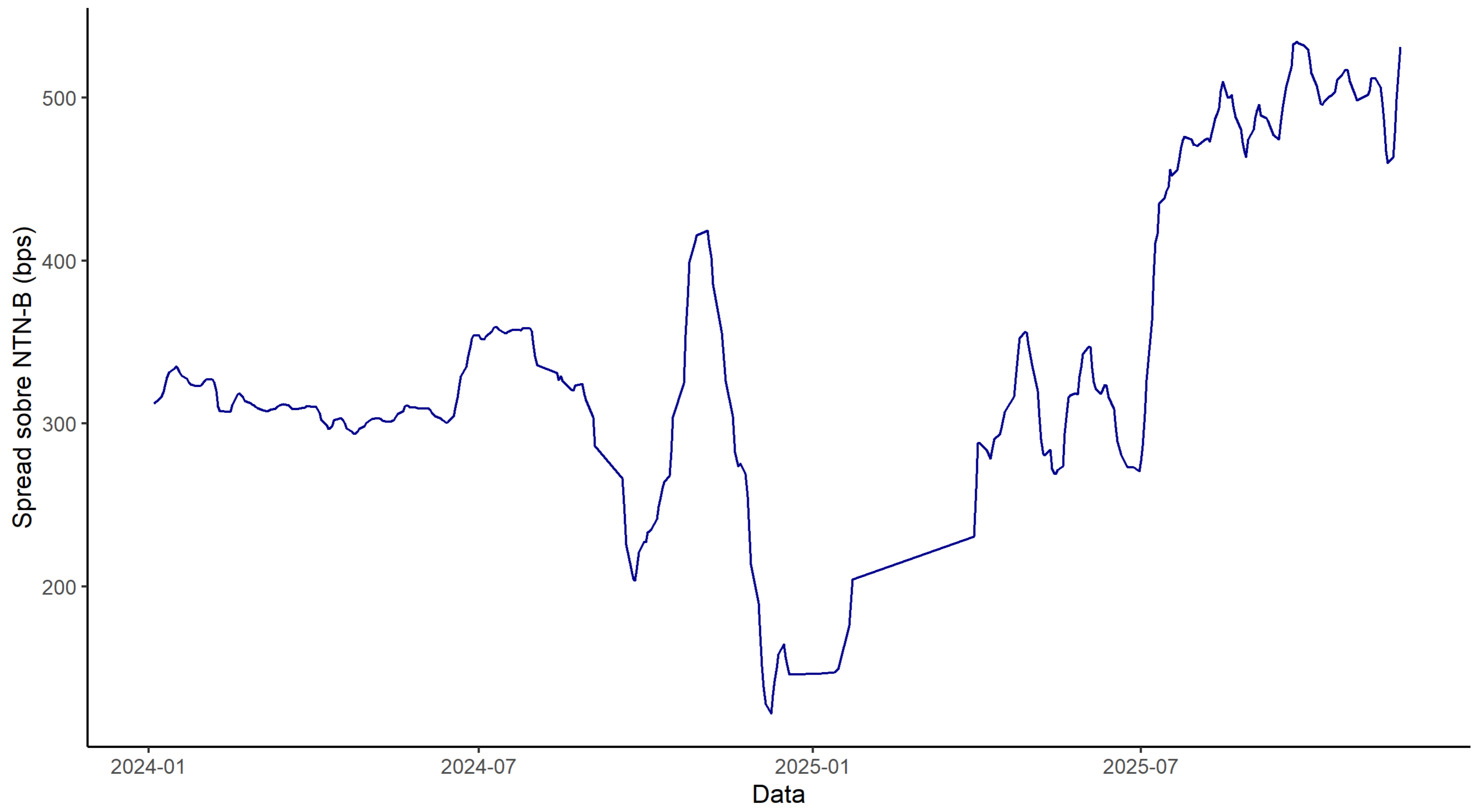
- Demanda parcialmente atrelada à lucratividade do produtor rural;
- Exposição ao preço global da matéria-prima e câmbio;
- Riscos relacionados à cadeia logística, dada a dependência externa;
- Risco de alavancagem – covenant medido no final do ano.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	4.922	3.816	1.072	1.152
Margem Bruta	9,3%	12,2%	15,7%	17,5%
EBITDA (R\$ Mi)	-12	161	63	136
Margem EBITDA	-0,3%	4,2%	5,9%	11,8%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	-194	-86	21	60
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	637	536	731	899
Dívida Bruta/PL	2,5	1,8	2,4	1,8
Dívida Líquida/EBITDA	-	3,3	8,9	2,1
Ativo CP/ Passivo CP	1,8	1,4	0,9	1,3
Caixa/Dívida CP	2,8	1,8	1,8	0,7
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	1.186	387	211	63
FCl	-214	-51	-6	-8
FCF	-244	-783	-119	-42
Δ Caixa	729	-447	86	13



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA02200795 – Evolução do *Spread*



Arteris

Perfil. A Arteris é um dos principais operadores de concessão de rodovias pedagiadas no país, com duas concessões estaduais em São Paulo e cinco concessões federais que abrangem os estados do Rio de Janeiro, São Paulo, Minas Gerais, Paraná e Santa Catarina, totalizando a gestão de 3.200 quilômetros de estradas. Suas rodovias, localizadas principalmente nas regiões Sudeste e Sul do Brasil, são interligadas e formam corredores estratégicos que conectam grandes centros urbanos – como São Paulo, Belo Horizonte, Curitiba e Florianópolis – e servindo como importantes rotas para produtos destinados a parceiros comerciais do Mercosul.

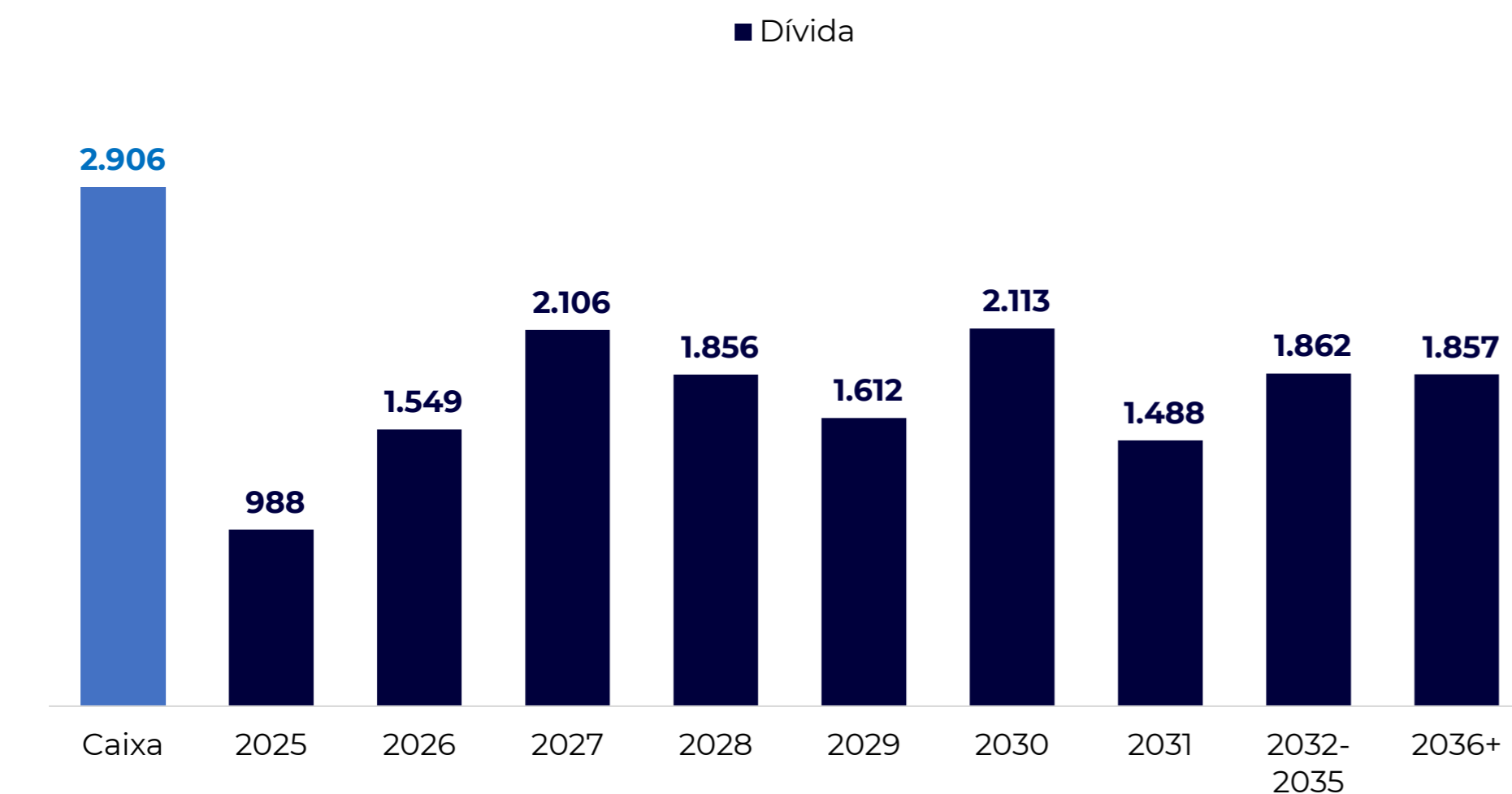
Operacional. Aumento do tráfego consolidado em 2,1% a/a, atingindo 206 milhões de veículos equivalentes, com contribuições positivas das concessões estaduais (+3,3% a/a), beneficiadas por maiores volumes de exportações, cobrança de eixos suspensos (MDF-e) e fatores sazonais como feriados prolongados e eventos regionais. Nas concessões federais, o tráfego cresceu 1,8% a/a, com destaque para o crescimento da Planalto Sul (4,1%) e Regis (3,0%), parcialmente impactado pela queda do tráfego na Litoral Sul (-0,1%) e na Fluminense (-1,2%), impactadas por efeitos climáticos na safra e retração de veículos pesados, respectivamente. A tarifa média, cresceu 5,5% a/a, atingindo R\$5,5 por veículo equivalente, em linha com a inflação do período reequilíbrios em alguns contratos.

Destaques resultado 3T25. Receita líquida de R\$1,1 bilhão (+6,6% a/a) e EBITDA ajustado de R\$850 milhões (+7,7% a/a), refletindo maior volume de tráfego, além dos reajustes tarifários do trimestre. Com melhorias nos custos e despesas, a margem EBITDA foi de 77,6% (+0,8 p.p. a/a). Já a dívida líquida permaneceu estável em R\$12,2 bilhões (+0,2% t/t), com a alavancagem saindo de 3,9x (2T25) para 3,8x (3T25) após o maior EBITDA acumulado 12 meses.

Acionistas. Participes em Brasil (82,3%, com Brookfield 49,0% e Abertis 51,0%) e Brookfield Ay (17,7%)

Rating. S&P: brAAA

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Arteris, Ecorodovias, Motiva e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Concessões possuem mecanismo de equilíbrio econômico-financeiro em caso de variações inesperadas no tráfego;
- Repactuação dos contratos e alongamento das concessões;
- Está previsto reembolso dos investimentos não amortizados em caso de não renovação de alguma concessão.

Pontos de Atenção

- Alto volume de Capex a ser realizado nos próximos anos, mantendo a alavancagem pressionada e demandando captações adicionais de dívida;
- Vencimento das concessões federais em 2033. A companhia já iniciou conversas para repactuação dos contratos.

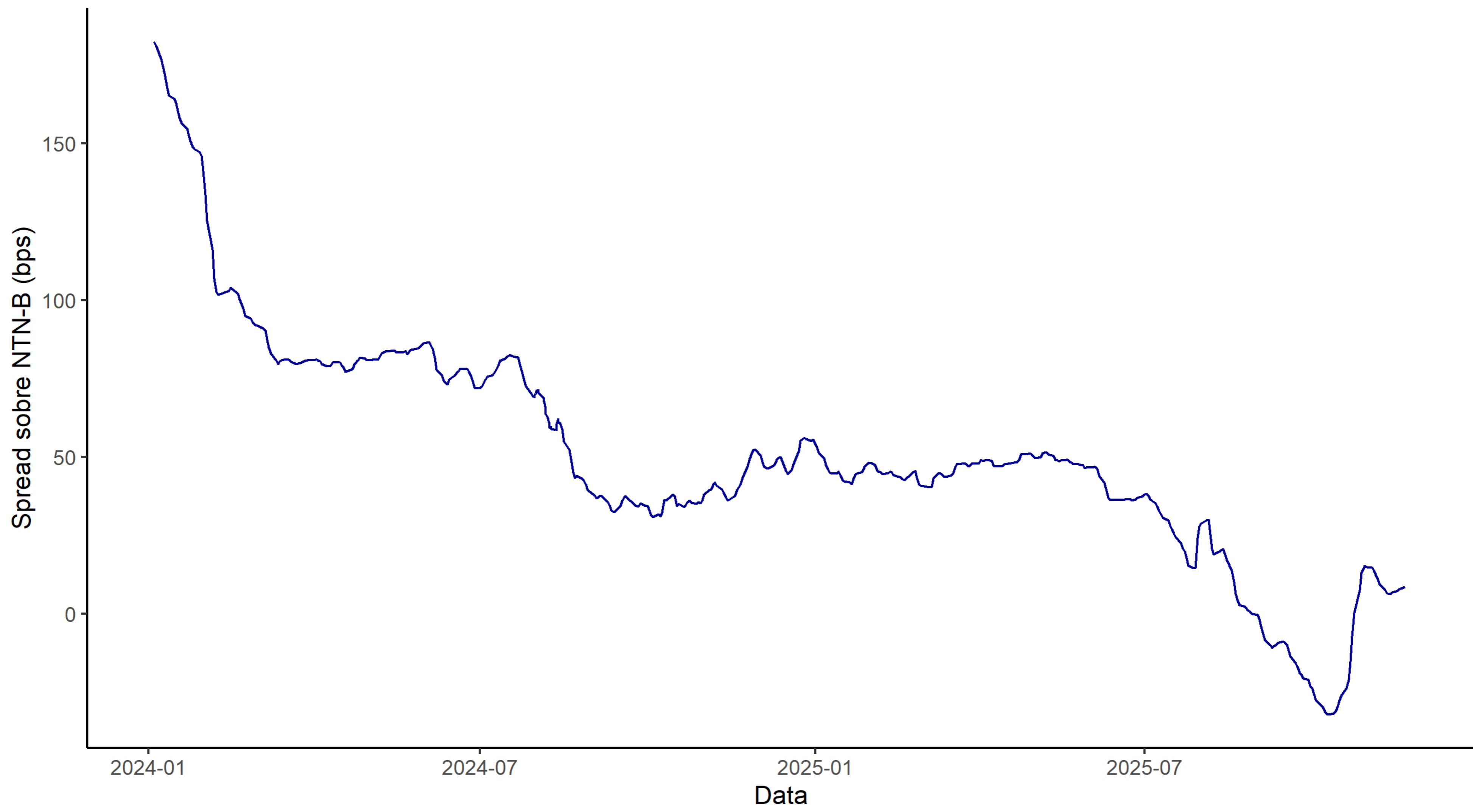
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	3.771	4.846	1.028	1.096
Margem Bruta	41,2%	37,7%	34,3%	34,3%
EBITDA (R\$ Mi)	2.751	3.869	789	850
Margem EBITDA	73,0%	79,8%	76,8%	77,6%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	-442	-841	-57	-133
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	10.716	11.828	11.652	12.234
Dívida Bruta/PL	2,8	4,1	3,1	5,2
Dívida Líquida/EBITDA	3,9	3,1	3,1	3,8
Ativo CP/ Passivo CP	0,6	1,1	1,3	0,9
Caixa/Dívida CP	1,1	2,0	2,7	1,3
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	1.452	1.151	480	676
FCI	-2.315	-1.814	-503	-390
FCF	525	1.690	-78	-227
Δ Caixa	-338	1.027	-101	60

Ecorodovias 3T25	Motiva 3T25
1.973	3.957
60,8%	69,9%
1.504	2.547
76,2%	64,4%
430	683
20.486	32.710
5,5	2,5
3,8	3,6
1,5	1,9
2,5	3,9
1.393	2.831
-1.181	-1.728
937	-105
1.148	998



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima PLSB1A – Evolução do *Spread*



Axia (Ex-Elektrobras)

Perfil. A Axia é a maior companhia elétrica da América Latina, atuando nos segmentos de geração e transmissão de energia, tendo também uma operação de comercialização de energia. Suas atividades se dão por subsidiárias como: CGT Eletrosul, Chesf, Eletronorte, Furnas e Eletronuclear, além das 69 SPEs e 18 coligadas das quais detém participação.

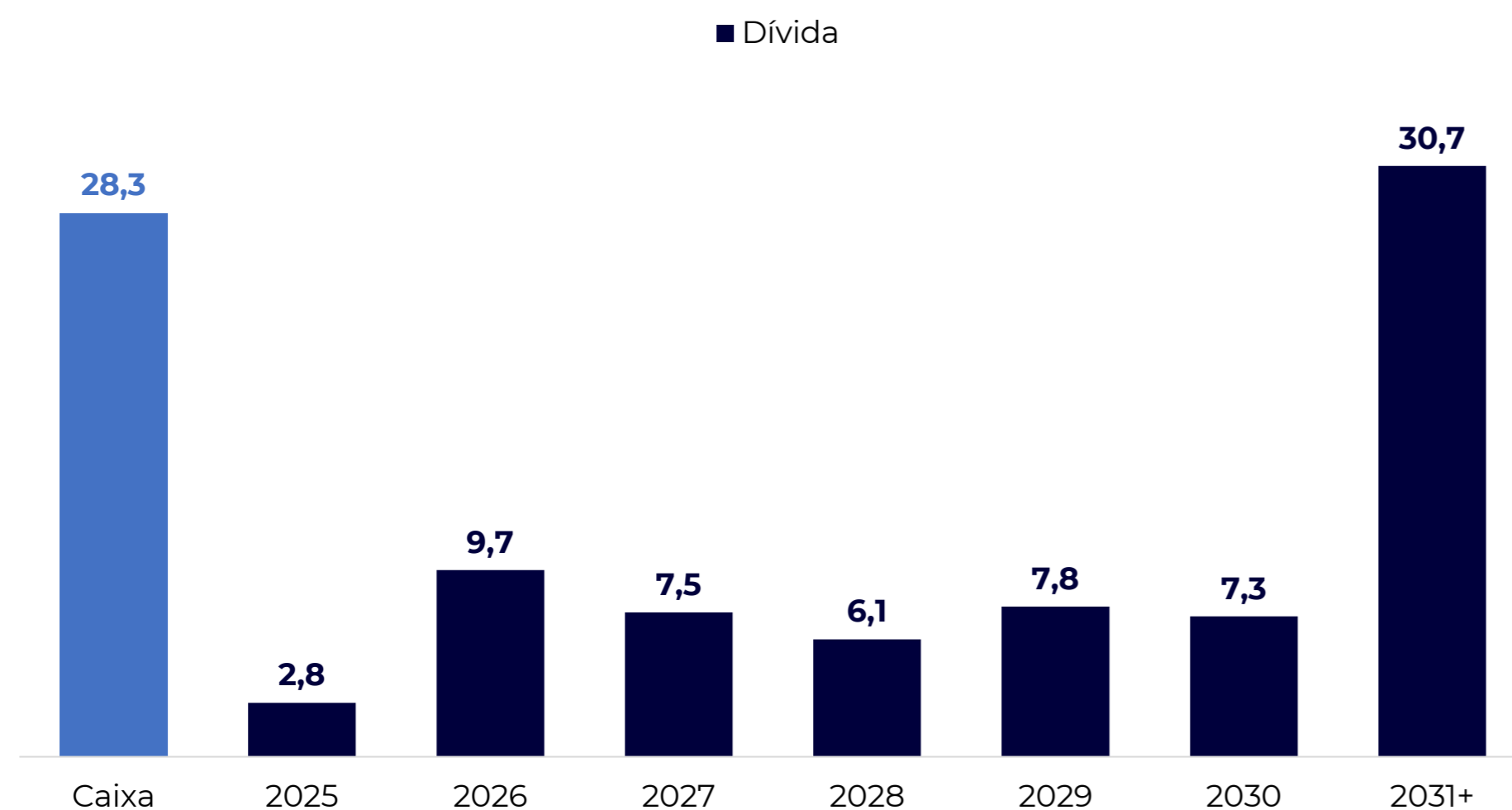
Operacional. O trimestre apresentou pelo menor volume comercializado após as vendas das térmicas no Amazonas para a J&F, concluída em mai/25 e efeitos pontuais relacionados a revisão da RBSE e venda de energia na UHE Tucuruí, registrada no 3T24. Vale destacar o forte avanço da política de simplificação da estrutura de ativos que vem sendo implementada pela companhia, que inclui a venda de participações minoritárias, consolidação de ativos e participação em novos leilões de transmissão.

Destaques resultado 3T25. A companhia reportou queda de 4,8% a/a na receita líquida regulatória, atingindo R\$9,9 bilhões. O EBITDA regulatório ajustado foi de R\$6,4 bilhões (-5,8% a/a), acompanhando a menor composição da receita líquida. O resultado foi parcialmente compensado pela redução dos custos e despesas com PMSO (-6% a/a) e menores gastos com combustível para produção de energia, decorrentes da venda das térmicas no Amazonas. A margem EBITDA, por sua vez, atingiu 64,2%, leve queda em relação à margem do 3T24 que foi de 64,8%.

Acionistas. União e Fundos do Governo (41,4%), Não residentes (32,2%) e Residentes (26,4%)

Rating. Fitch: AA(bra) / S&P: brAAA

Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)



Fonte: Axia, Eneva, Engie e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Robusta capacidade operacional em geração e transmissão de energia elétrica;
- Maior concessionária elétrica do país; Oportunidade de ganhos de eficiência e redução de custos após privatização;
- Robusto perfil de liquidez.

Pontos de Atenção

- Desafios quanto à gestão da dívida e necessidade de financiamento dos investimentos, ainda que tenha bom acesso ao mercado de dívida e forte geração de caixa;
- Plano de investimentos irá pressionar o fluxo de caixa livre.

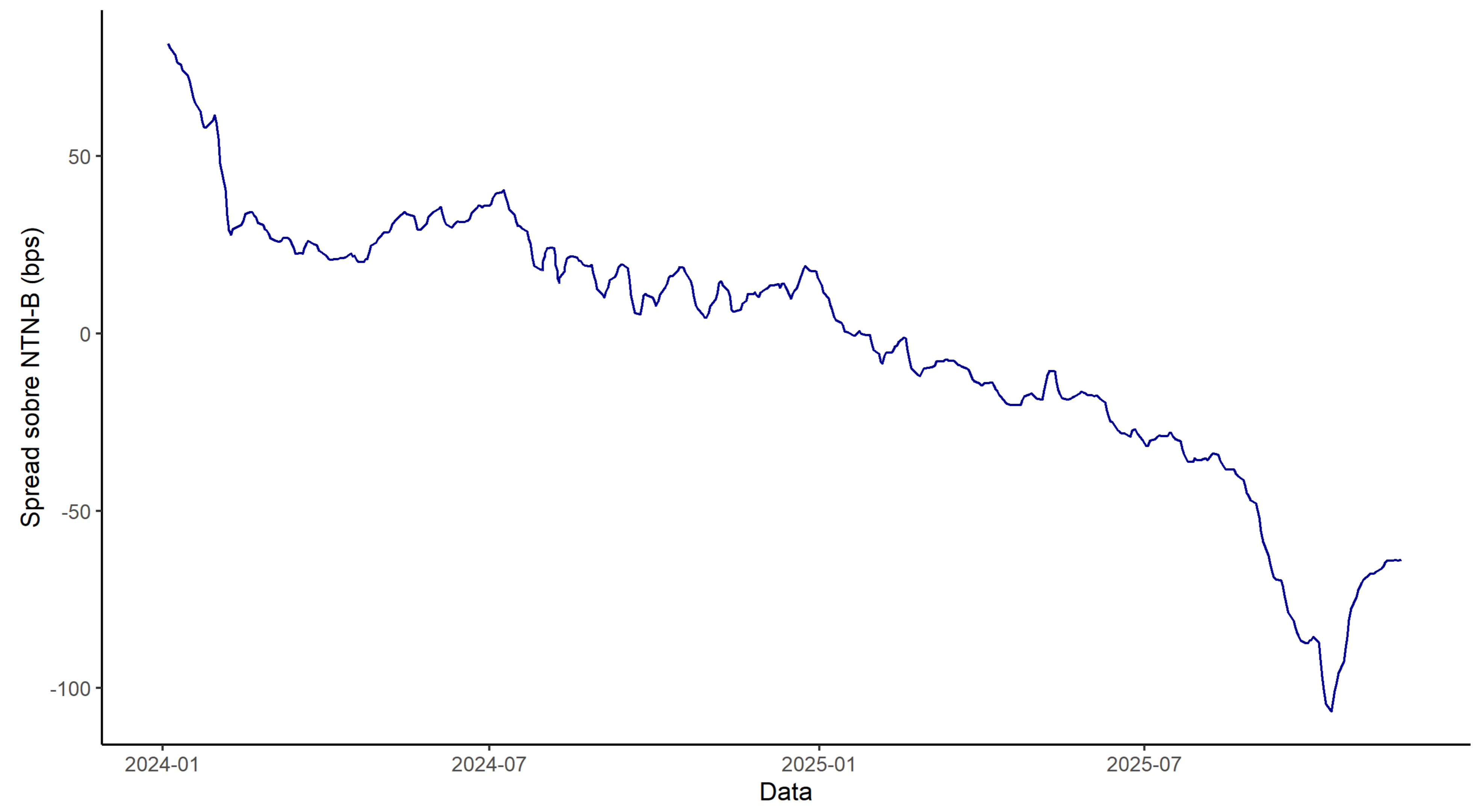
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	37.977	40.735	10.449	9.943
Margem Bruta	48,7%	44,3%	50,4%	41,1%
EBITDA (R\$ Mi)	20.458	24.235	6.775	6.382
Margem EBITDA	53,9%	59,5%	64,8%	64,2%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	4.715	8.796	1.766	1.909
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	40.130	37.671	38.897	42.577
Dívida Bruta/PL	0,5	0,6	0,6	0,7
Dívida Líquida/EBITDA	1,8	1,6	1,6	1,9
Ativo CP/ Passivo CP	1,8	2,1	2,1	1,9
Caixa/Dívida CP	1,5	2,3	2,2	2,5
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	8.235	12.386	3.776	4.213
FCI	-2.316	-5.596	1.807	-3.617
FCF	-6.755	9.801	-1.849	-4.625
Δ Caixa	-836	16.591	3.735	-4.028

Eneva 3T25	Engie 3T25
4.428	2.999
31,0%	44,8%
1.823	1.871
41,2%	62,4%
545	731
15.572	24.534
0,9	2,2
2,7	3,2
1,3	1,1
2,1	1,5
1.891	670
-1.693	-2.486
-428	782
-231	-1.035



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima ELET14 – Evolução do *Spread*



Braskem

Perfil. A Braskem é uma petroquímica brasileira com atuação global, líder no mercado de resinas termoplásticas nas Américas e na produção de polipropileno nos EUA e polietileno no México. A companhia se destaca por ser a única no setor brasileiro a atuar de forma integrada com a produção de químicos (eteno e propeno, por exemplo), que são a base para a produção das resinas polipropileno (PP), polietileno (PE) e PVC. Apesar de manter uma estrutura de custos competitiva, a geração operacional de caixa é influenciada pela dinâmica dos *spreads* de preços (preço de venda – preço de matéria-prima).

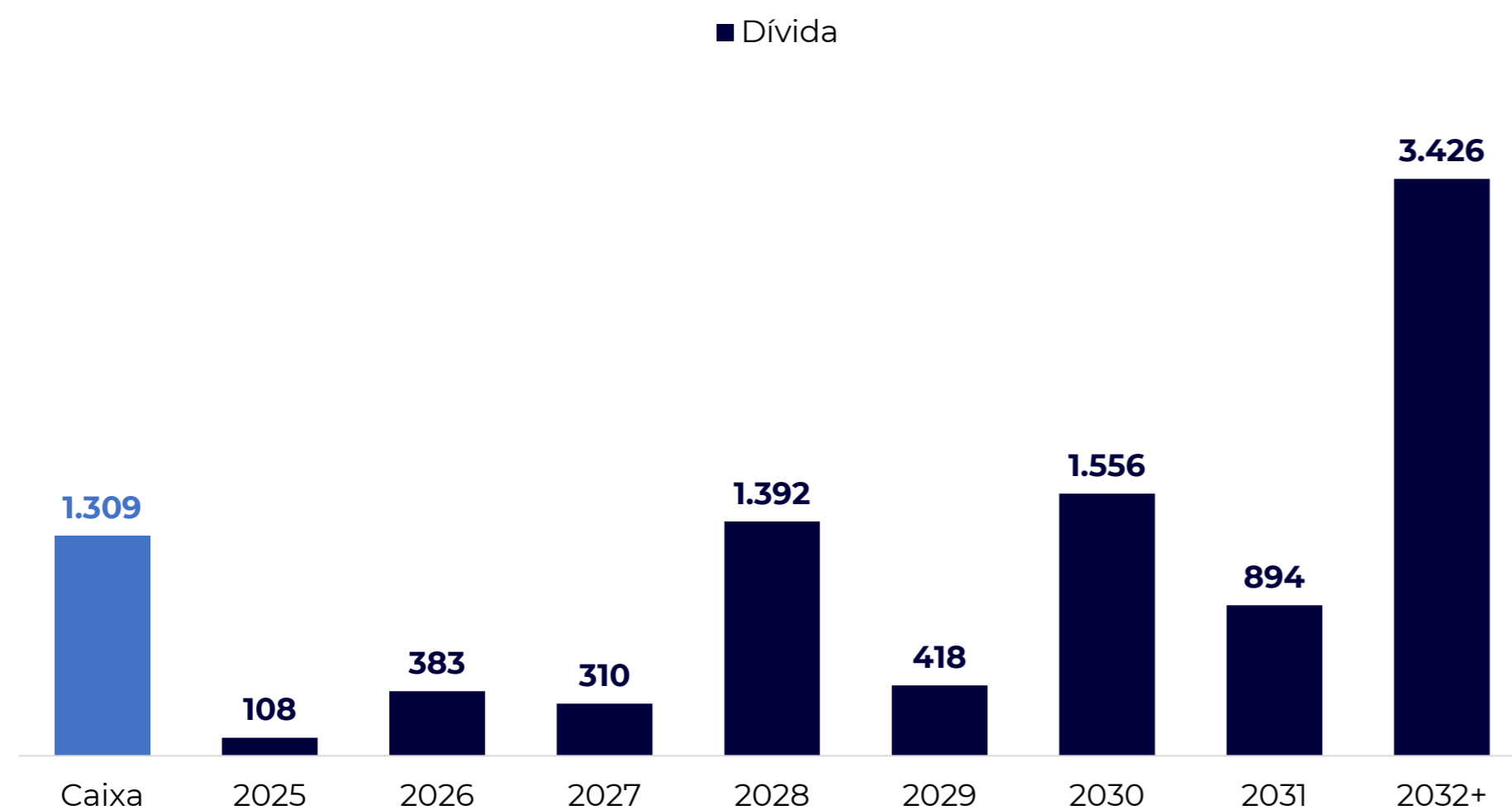
Operacional. O trimestre apresentou menor volume de vendas de resinas no mercado brasileiro (-5%) e pela apreciação cambial do real frente ao dólar (4% no período). Apesar do ambiente desafiador, destacam-se positivamente o aumento de 11% no volume de vendas de principais químicos no mercado brasileiro e o crescimento de 10% nas exportações desses produtos, reflexo da estratégia comercial de priorização de produtos com maior valor agregado. A Braskem apresentou consumo operacional de caixa de R\$334 milhões no 3T25, influenciado principalmente pelos maiores desembolsos sazonais com Capex operacional no segundo semestre. A alavancagem atingiu 14,8x no 3T25.

Destaques resultado 3T25. A Braskem reportou receita líquida de R\$17,3 bilhões no 3T25, representando redução de 3% t/t e de 19% a/a. Em dólares, a receita ficou praticamente estável versus o trimestre anterior (+1%), totalizando US\$3,2 bilhões. O EBITDA recorrente consolidado totalizou R\$818 milhões (ou US\$150 milhões) no 3T25, representando uma recuperação de 104% em dólares e 91% em reais frente ao 2T25. A margem EBITDA expandiu 3 p.p. t/t, atingindo 5%.

Acionistas. Novonor (38,3%), Petrobras (36,1%) e *free float* (25,5%)

Rating. Fitch: CCC+(bra) / S&P: brCCC-

Cronograma de Amortização (US\$ milhões)



Fonte: Braskem, Unipar e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Posição de caixa e cronograma de dívida alongado;
- Capacidade operacional, com sólida posição no mercado petroquímico brasileiro.

Pontos de Atenção

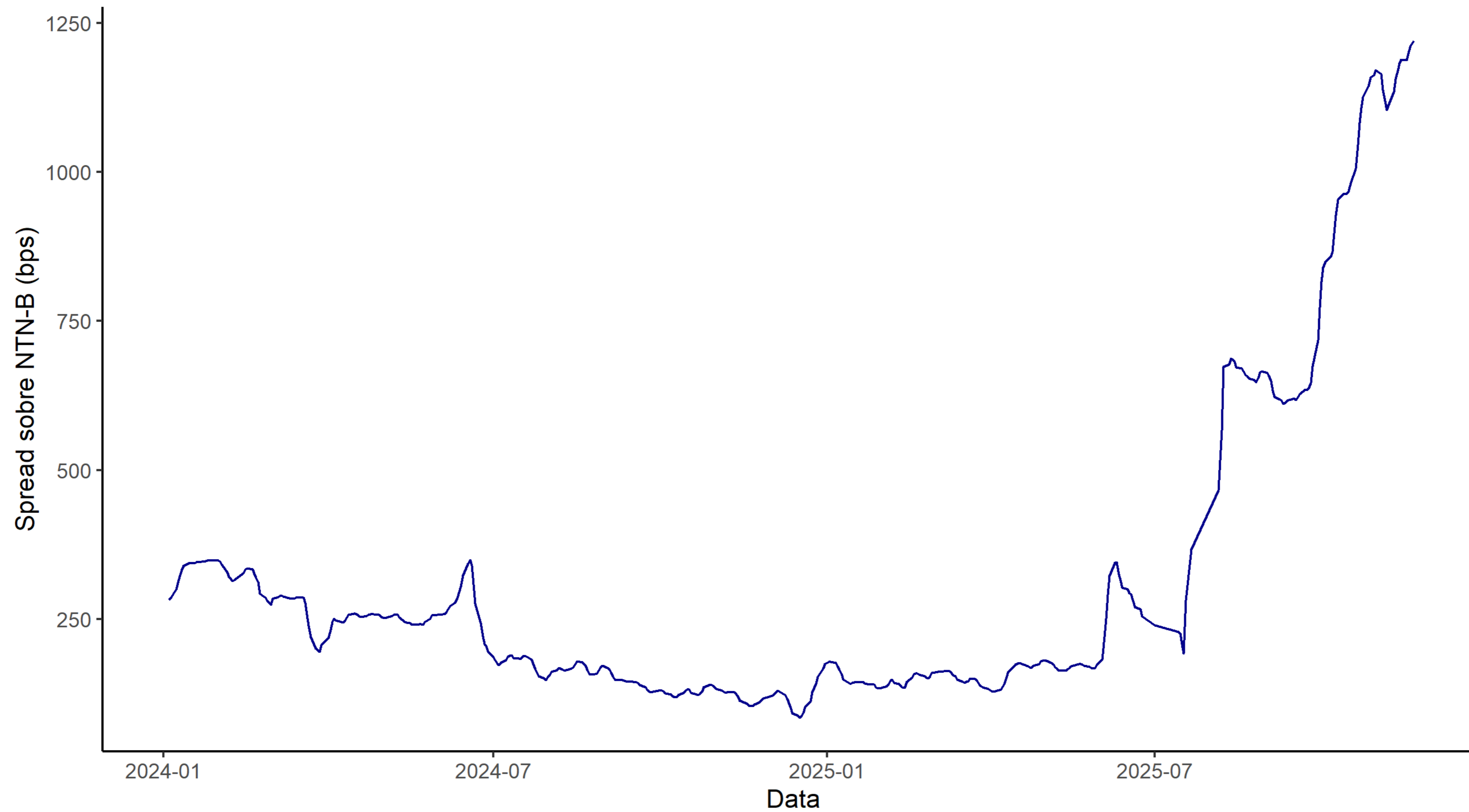
- Exposição à ciclicidade de preços das *commodities* petroquímicas;
- Condições da indústria petroquímica continuam desafiadoras devido ao crescimento da oferta e demanda limitada;
- Alavancagem elevada;
- Riscos ambientais podem resultar em multas, processos e revisões de passivos, afetando capacidade financeira.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25	Unipar 3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	70.569	77.411	21.265	17.299	1.261
Margem Bruta	4,3%	7,7%	10,6%	2,5%	29,0%
EBITDA (R\$ Mi)	3.737	5.759	2.394	818	260
Margem EBITDA	5,3%	7,4%	11,3%	4,7%	21,0%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	-4.890	-11.320	-592	-26	107
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	24.625	38.205	32.834	38.057	1.587
Dívida Bruta/PL	12,8	-	-	-	1,3
Dívida Líquida/EBITDA	8,3	8,7	6,1	14,8	1,1
Ativo CP/ Passivo CP	1,5	1,3	1,3	1,2	3,2
Caixa/Dívida CP	18,7	13,4	6,5	3,7	9,6
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	-2.273	2.434	-790	-683	242
FCI	-4.446	-3.484	-629	-1.056	-281
FCF	8.874	470	-637	-732	-5
Δ Caixa	2.154	-580	-2.057	-2.472	-47



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA0210059T – Evolução do *Spread*



Cerradinho

Perfil. A Cerradinho é uma empresa do setor sucroalcooleiro e opera um parque industrial em Chapadão do Céu (GO) que processa etanol de açúcar e etanol de milho. Também possui uma usina de etanol de milho na cidade de Maracaju (MS), em operação desde jan/2024. Possui capacidade de moagem de 2 milhões de toneladas de milho e de 6,1 milhões de toneladas de cana-de-açúcar por safra. O portfólio atual da empresa conta com etanol hidratado, etanol anidro, açúcar VHP, DDG e óleo de milho, além de geração de energia. As operações com etanol de milho e coprodutos para nutrição animal são gerenciadas por sua subsidiária Neomille.

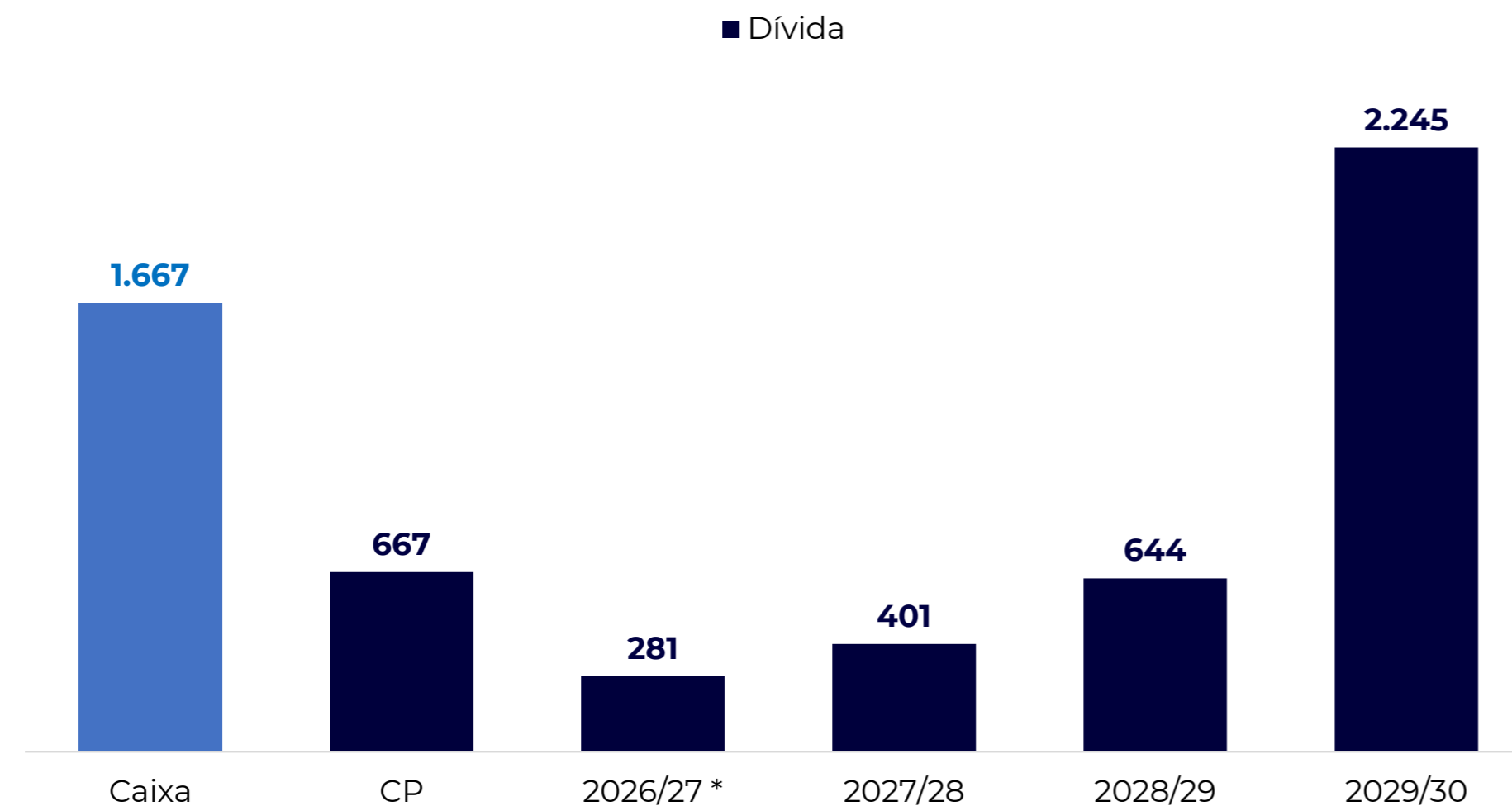
Operacional. Vendas de açúcar após a conclusão da expansão atingiram 150 mil toneladas (+138% a/a), com o preço médio avançando 18,8% a/a. No segmento de etanol, o volume comercializado foi de 192 mil m³ (-9,4% a/a), com maior impacto da queda do etanol de cana, com o *mix* mais açucareiro do período, e leve redução na venda de etanol de milho, após maior produção de etanol anidro. O preço médio de comercialização do biocombustível, por sua vez, avançou 8,1% a/a com a manutenção da competitividade do biocombustível frente a gasolina.

Destaques resultado 2T25/26. A receita líquida foi de R\$1,1 bilhão no período (+21% a/a), com o EBITDA ajustado atingindo R\$414 milhões (+32,7% a/a) e margem de 39% (+3 p.p. a/a), explicada pelo menor custo caixa consolidado de etanol, após queda no custo médio do milho moído e maior *mix* de cana próprio. A dívida líquida totalizou R\$2,4 bilhões (+16,7% t/t), após efeitos sazonais relacionados a compra de milho e formação de estoques de etanol para o período da entressafra. A alavancagem, saiu de 1,6x no 1T25/26 para 1,7x no 2T25/26.

Acionistas. Cerradinho Participações S.A. (99,99%) e Outros (0,01%)

Rating. S&P: brAA

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Pontos Fortes de Crédito

- Exportações de açúcar reduzem exposição ao desempenho do segmento de biocombustível;
- Possui acesso adequado ao mercado de dívida;
- Geração de caixa livre fortalecida pelo desempenho operacional e redução dos investimentos após entrega da nova planta de etanol de milho

Pontos de Atenção

- Parcialmente exposta à volatilidade do preço do milho para produção do etanol;
- Risco de estiagem e queimadas, que podem afetar a produtividade do segmento de cana de açúcar.

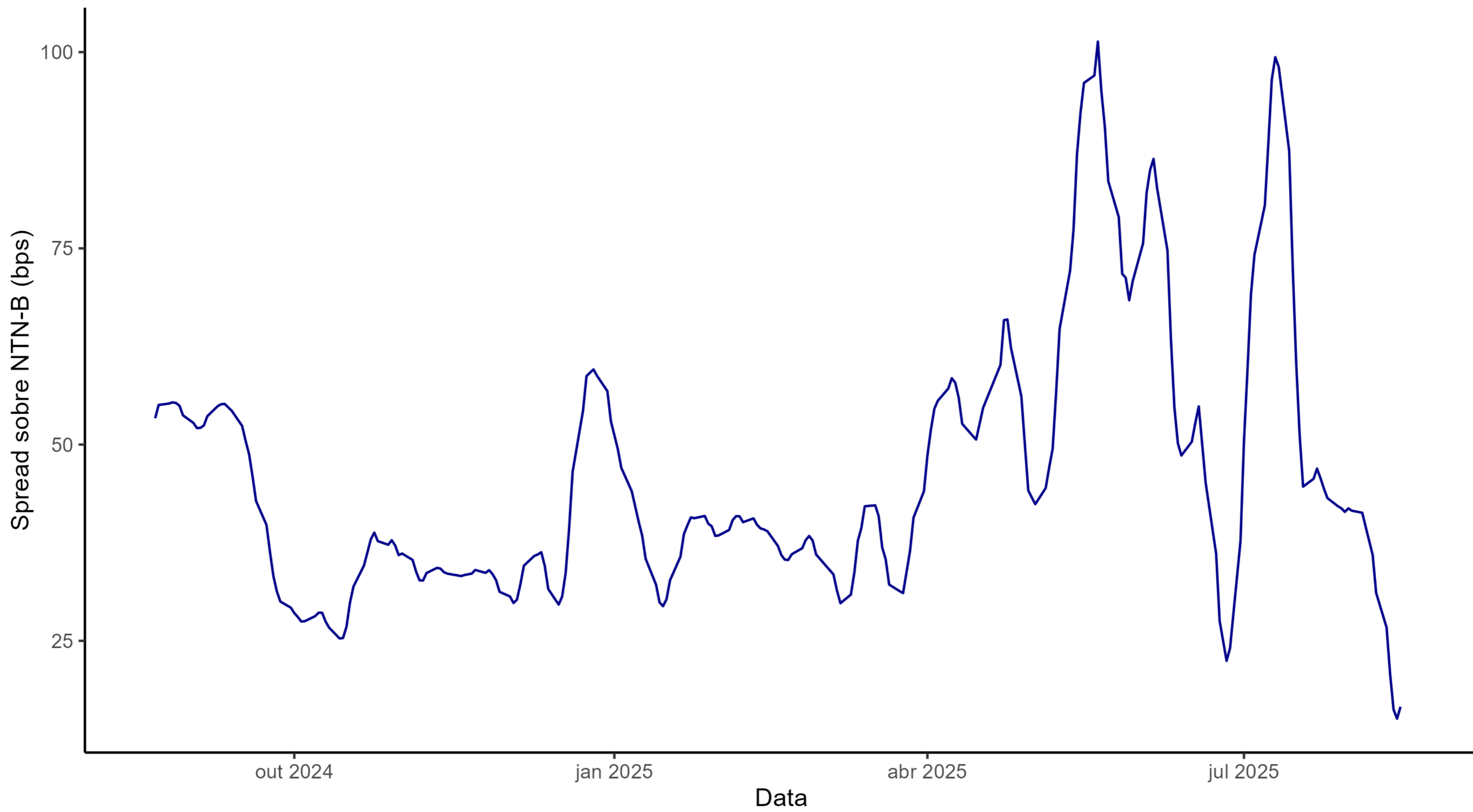
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	SF23/24	SF 24/25	2T24/25	2T25/26	FS 2T25/26	Raízen 2T24/25
Receita Líquida (R\$ Mi)	2.574	3.712	878	1.064	3.459	59.911
Margem Bruta	13,2%	26,0%	35,9%	37,1%	41,2%	4,5%
EBITDA (R\$ Mi)	604	1.134	312	414	957	3.348
Margem EBITDA	23,5%	30,6%	35,6%	38,9%	27,7%	5,6%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	40	197	72	103	456	-2.321
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	1.670	2.285	2.501	2.413	8.496	53.438
Dívida Bruta/PL	2,5	2,7	2,2	2,5	15,7	4,8
Dívida Líquida/EBITDA	2,8	2,0	3,0	1,7	2,7	5,1
Ativo CP/ Passivo CP	2,0	1,8	1,9	2,1	2,2	2,1
Caixa/Dívida CP	2,4	2,1	2,3	2,6	1,7	2,5
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	1.046	447	-375	-283	-1.479	202
FCI	-409	-618	-124	40	39	-751
FCF	-153	-68	-390	399	-552	3.533
Δ Caixa	484	-239	-889	156	-1.992	2.984

Fonte: Cerradinho, FS Agrisolutions, Raízen e Safra. (*) Para o período findo em 30 de setembro de 2025, o longo prazo apresentado na safra 26/27, compreende as parcelas a vencer no período de 01/10/2026 a 31/03/2027.



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA021000M9 – Evolução do *Spread*



Cooxupé

Perfil. A Cooxupé tem como foco o recebimento e beneficiamento do café, proveniente de cerca de 20 mil cooperados distribuídos em mais de 340 municípios. A cooperativa possui operações de venda de insumos (fertilizantes, sementes, defensivos), venda de máquinas agrícolas, armazenagem, torrefação, rações e seguros. A cooperativa destina cerca de 80% da sua produção para exportação, estando entre os principais exportadores de café do Brasil, representando cerca de 14% das sacas exportadas pelo país em 2024.

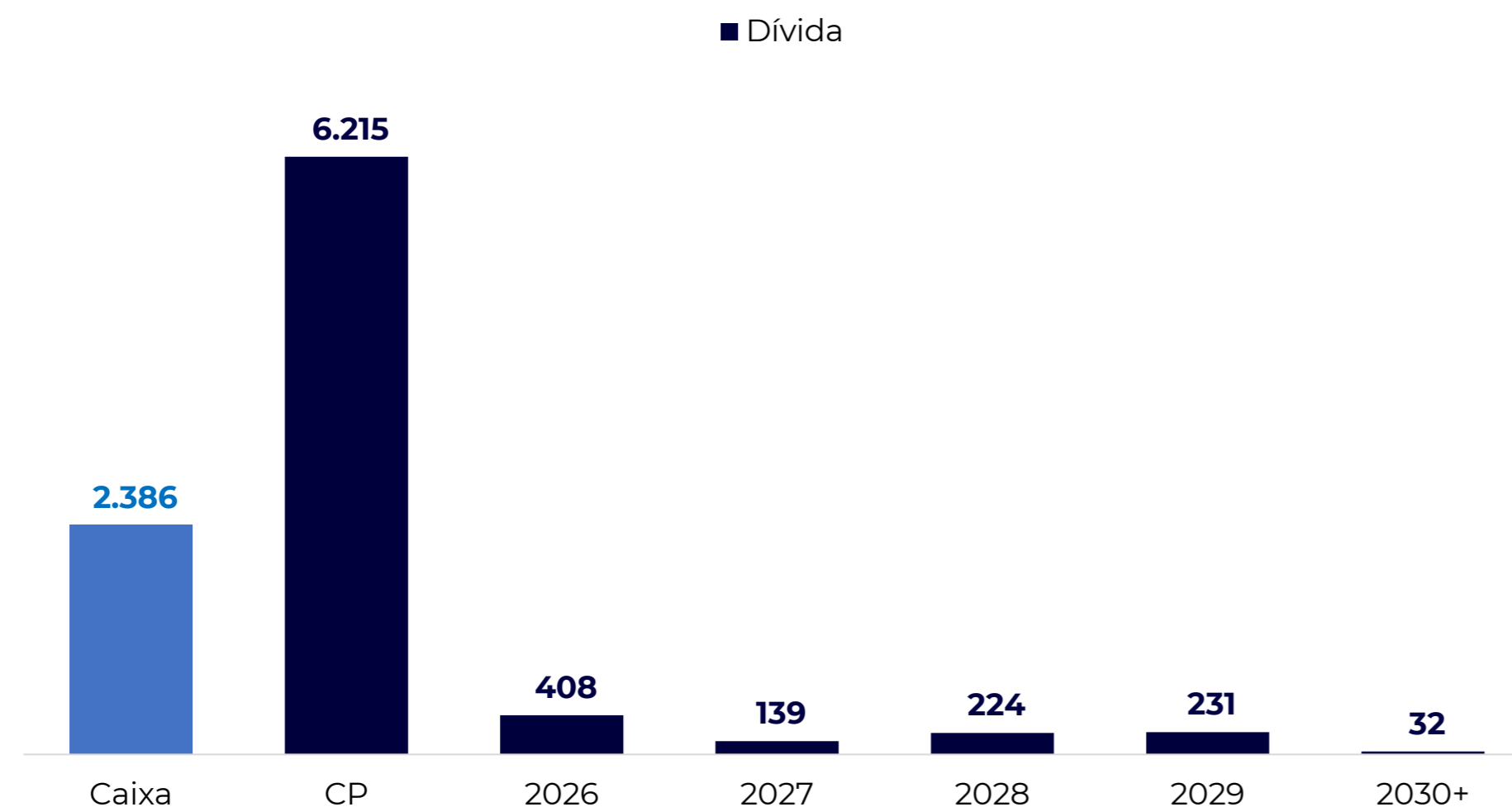
Destaques Resultado 2024. As vendas para o mercado externo responderam por 69% da receita líquida em 2024, com a melhora dos preços de vendas e câmbio favorável. O café representa cerca de 80% da receita, seguido pelas áreas de insumos (16%), torrefação e serviços (4%). A receita líquida atingiu R\$10,6 bilhões (+66% a/a), refletindo o aumento da cotação média do café no ano (~43% a/a) e crescimento dos segmentos de insumos e torrefação. Por outro lado, o volume médio de sacas físicas operadas no mercado caiu 6,1%, totalizando 6,1 milhões de sacas.

Composição da Dívida. A dívida bruta ao final de 2024 atingiu R\$7,2 bilhões (+131% a/a), com a Cooxupé tendo captado R\$6,3 bilhões em linhas de financiamento e amortizado R\$2,9 bilhões. A dívida é composta por linhas de adiantamentos de contratos de câmbio e pré pagamentos (57%), capital de giro (19%), linhas subsidiadas de fomento ao agronegócio e indústrias (17%) e CRAs (7%), sendo cerca de 62% em linhas dolarizadas e 38% em linhas em reais. A dívida líquida, excluindo estoques líquidos vendidos e/ou prontos para venda, atingiu -R\$918 milhões (vs. -R\$123 milhões em 2023), beneficiada pelo crescimento dos estoques e aumento da cotação do café no mercado global.

Acionistas. 20 mil cooperados que detém 100% do capital social

Rating. -

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Cooxupé e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Forte escala na comercialização do café no mercado interno e externo, sustentado pela quantidade de cooperados;
- Estrutura de capital desalavancada;
- Bom relacionamento com os cooperados, além do suporte financeiro. Inadimplência dos cooperados é baixa.

Pontos de Atenção

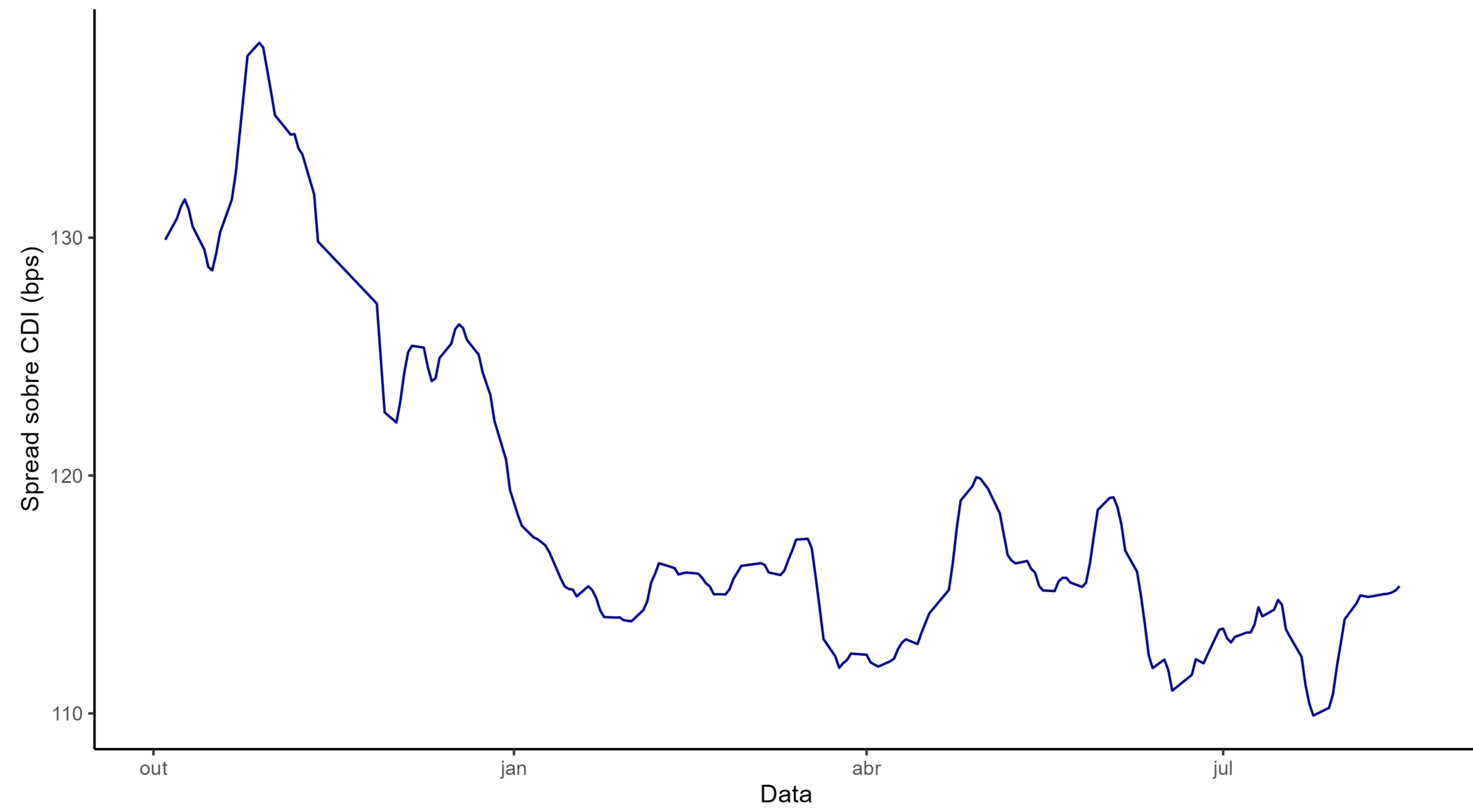
- Dívida de curto prazo elevada, característico de cooperativas, devido à necessidade de capital de giro;
- Exposição inerente a alta volatilidade no preço da *commodity*;
- Impacto relevante na companhia das tarifas aplicadas pelos EUA sobre o café, dada a exposição ao mercado norte-americano. Efeito pode ser mitigado pelo redirecionamento das vendas para o mercado interno e para outros países.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2021	2022	2023	2024
Receita Líquida (R\$ Mi)	6.562	9.895	6.250	10.550
Margem Bruta	10,8%	5,1%	6,2%	8,7%
EBITDA (R\$ Mi)	375	208	174	447
Margem EBITDA	5,7%	2,1%	2,8%	4,2%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	319	233	236	324
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	3.748	1.336	1.981	4.863
Dívida Bruta/PL	2,8	1,3	1,5	3,1
Dívida Líquida/EBITDA	0,0	1,9	-0,7	-2,1
Ativo CP/ Passivo CP	1,2	1,5	1,4	1,2
Caixa/Dívida CP	0,3	0,8	0,5	0,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	-1.236	2.420	-547	-1.971
FCI	-103	-103	-57	-91
FCF	1.850	-2.437	615	3.314
Δ Caixa	511	-119	10	1.252



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA024007K9 – Evolução do *Spread*



Fonte: Anbima e Safr

Copersucar

Perfil. A Copersucar está entre as líderes mundiais na comercialização de açúcar e etanol, com um modelo de negócios que abrange desde o acompanhamento da produção nas usinas parceiras, até o armazenamento do produto, transporte e comercialização. A cooperativa detém operação de etanol nos EUA através da Eco-Energy, que inclui originação, comercialização, trading e logística; no mercado global de açúcar, a companhia atua através da Alvean Sugar.

Operacional SF 24/25. Beneficiou-se do crescimento das operações internacionais através da Alvean (açúcar) e Eco-Energy (etanol e gás) e aumento nos preços médios de comercialização de etanol (Brasil e EUA) e gás natural. No mercado brasileiro, a comercialização do açúcar e etanol apresentou desempenho misto, após o maior direcionamento dos produtos para exportação. A cotação do açúcar, por sua vez, registrou queda em relação à safra 2023/24, com melhora nas perspectivas de produção.

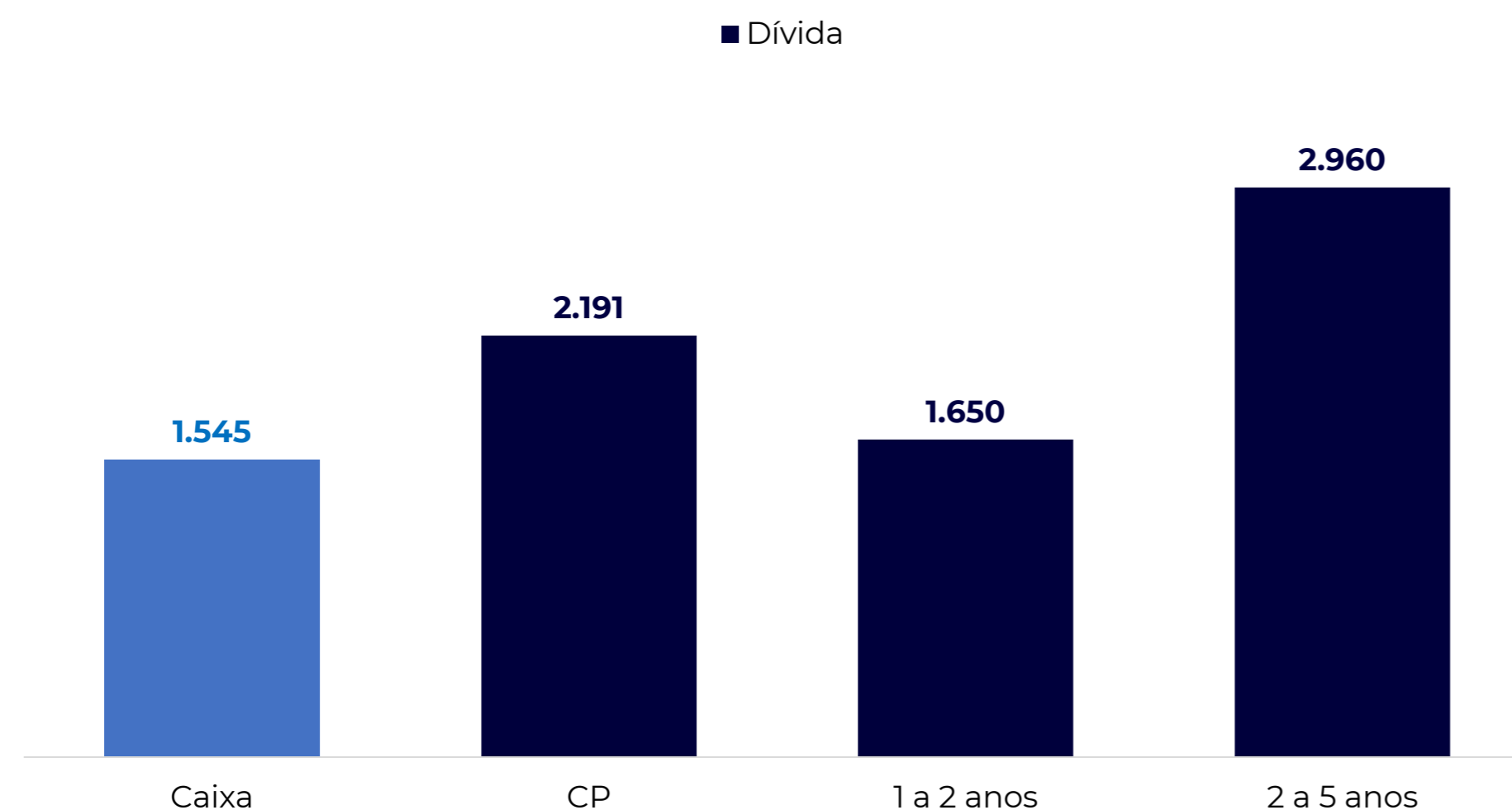
No desempenho consolidado, a venda de açúcar atingiu 15,7 milhões de toneladas (+18% a/a), sendo 13,7 milhões de toneladas para o mercado externo (+22,3%) e 2,0 milhões de toneladas no mercado interno (-4,8% a/a). A comercialização de etanol, por sua vez, atingiu 19,1 milhões de m³ (+11% a/a), sendo 9,6 milhões de m³ a partir do Brasil (+1,1% a/a) e 9,5 milhões de m³ a partir dos EUA (+23,4% a/a). Na operação de gás natural, o volume registrou recuo de 13,8% vs. 2023/24.

Destaques Resultado SF 24/25. A receita líquida atingiu R\$62,3 bilhões (+15,3% a/a), com EBITDA de R\$1,2 bilhão (+8,4% a/a) e margem EBITDA de 1,8% (-0,2 p.p. a/a).

Acionistas. 37 unidades produtoras associadas que detêm 100% do capital social.

Rating. -

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Copersucar, Ferrari e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Maior cooperativa de açúcar e etanol do país, além de atuação no mercado de etanol norte-americano;
- Parcerias no setor de distribuição de etanol e energia amplia capacidade de escoar produção dos cooperados;
- Estrutura operacional e logística.

Pontos de Atenção

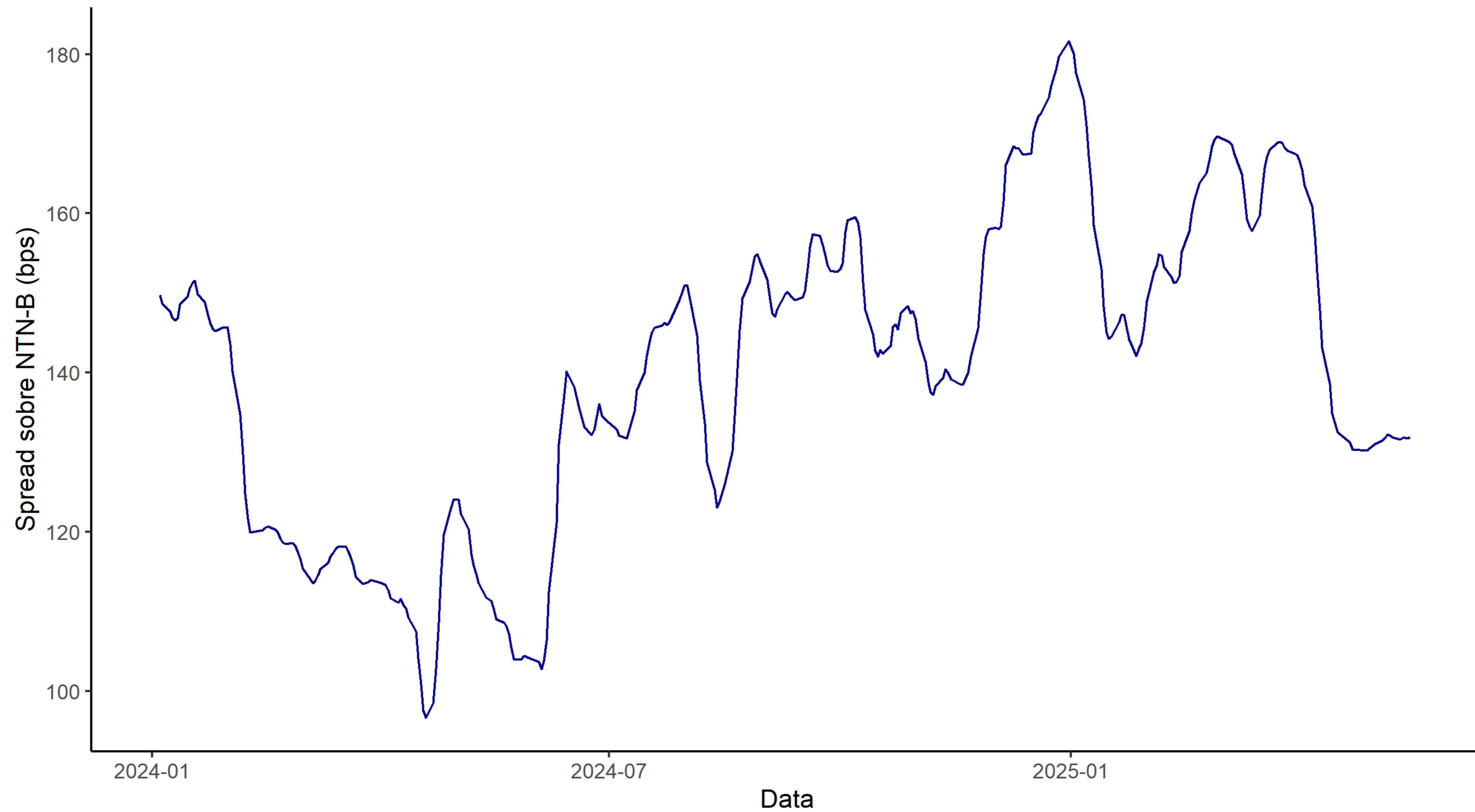
- Exposição inerente às volatilidades de preço e de demanda do setor sucroalcooleiro;
- Estiagem e queimadas afetam a produtividade dos cooperados.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	SF 21/22	SF 22/23	SF 23/24	SF 24/25	Ferrari 24/25
Receita Líquida (R\$ Mi)	74.883	70.144	54.075	62.345	1.023
Margem Bruta	2,6%	2,9%	2,4%	2,5%	38,4%
EBITDA (R\$ Mi)	1.514	1.412	1.093	1.134	482
Margem EBITDA	2,0%	2,0%	2,0%	1,8%	47,1%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	781	679	285	408	209
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	5.813	5.332	4.013	5.256	418
Dívida Bruta/PL	4,8	3,4	3,5	2,6	1,3
Dívida Líquida/EBITDA	3,8	3,8	3,7	4,6	0,9
Ativo CP/ Passivo CP	1,7	1,7	1,4	1,4	3,4
Caixa/Dívida CP	1,0	1,0	1,1	0,7	6,0
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	176	1.587	2.245	239	376
FCI	843	-82	-83	-171	-156
FCF	123	-2.497	-791	-1.673	-48
Δ Caixa	1.142	-993	1.371	-1.605	172



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA021000SC – Evolução do *Spread*



Corsan

Perfil. A Corsan atua na operação dos serviços de saneamento de 317 municípios no Rio Grande do Sul (2/3 do total), atendendo cerca de 7,3 milhões de pessoas. A companhia foi privatizada ao final de 2022, com os novos operadores estimando um investimento total para o atendimento do Marco Regulatório do Saneamento de R\$15 bilhões até 2033. A estrutura operacional da Corsan é composta por 164 estações de tratamento de água (ETAs); 88 estações de tratamento de esgoto (ETEs); 30 mil km redes de água e 5,1 mil km de redes de esgoto.

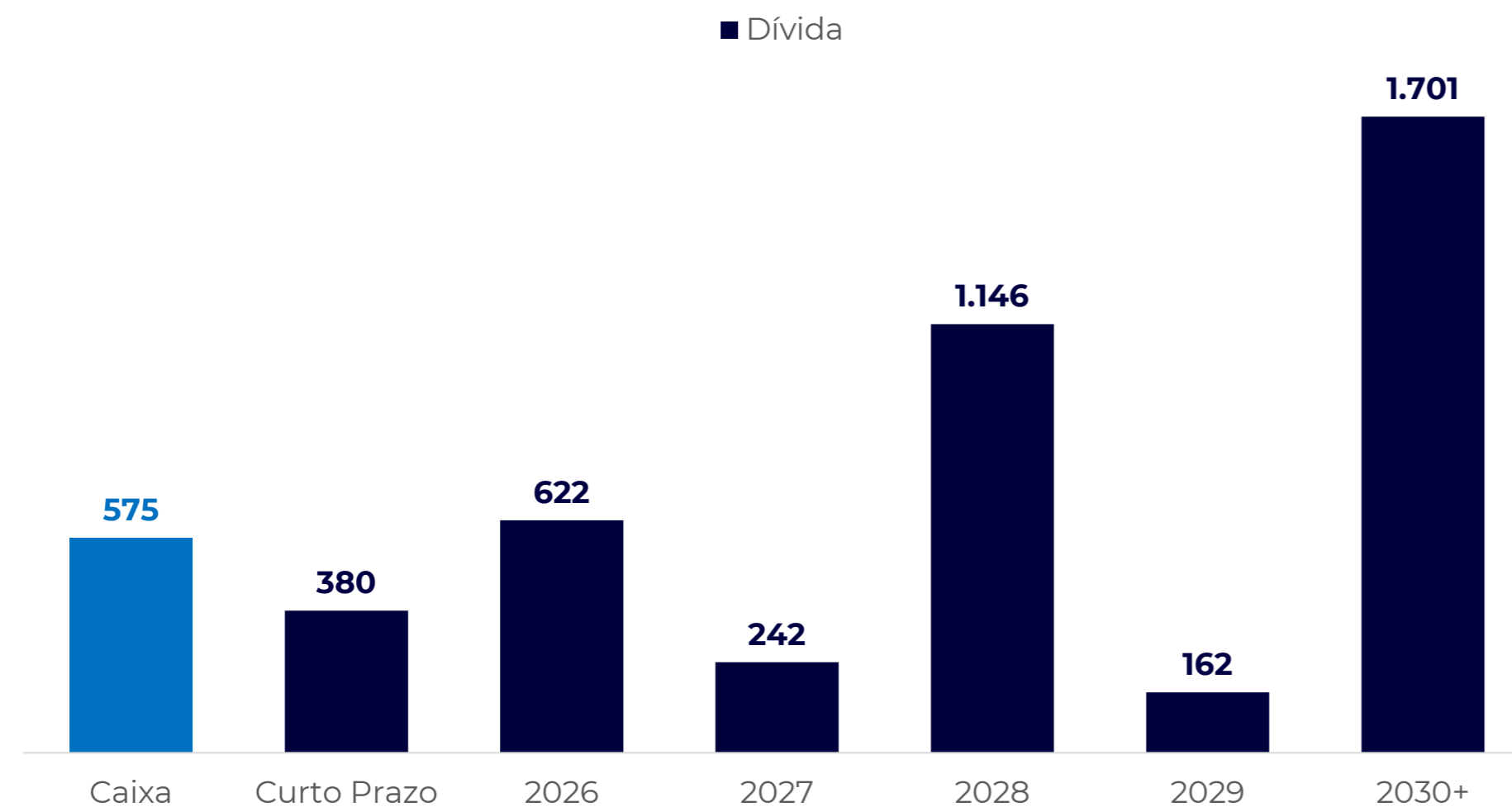
Operacional. A Corsan apresentou resultados sólidos no 3T25, com crescimento de 1,0% a/a no volume faturado de água e de 1,9% em esgoto, refletindo o avanço de 4,2% no número de economias ativas, que atingiu 3,7 milhões, após investimentos na expansão do serviço de esgotamento sanitário e projetos focados em clientes comerciais e grandes consumidores. O avanço da receita ainda foi suportado pelo reajuste tarifário de 6,46% aplicado em jan/25.

Destaques resultado 3T25. Receita líquida (ex-construção) de R\$1,2 bilhão (+11,2% a/a) e expansão da margem EBITDA em 2,9 p.p., atingindo 58,6%. O EBITDA ajustado foi de R\$692 milhões (+16,9% a/a), após o avanço no resultado operacional e maior controle de custos e despesas operacionais, após a implementação de medidas de reestruturação de pessoal, primarização de atividades e redução de desembolso com energia, locações e materiais, equipamentos e veículos. A alavancagem permaneceu estável em 1,0x, mesmo diante do ciclo intensivo de investimentos, suportada por novas captações junto ao BNDES, que devem reforçar a liquidez e alongar o prazo médio da dívida, mitigando riscos de refinanciamento.

Acionistas. Saneamento consultoria S.A (72,8%), Parsan (27,1%) e demais acionistas (0,1%).

Rating. Fitch: AA(bra)/S&P: brAA+

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Corsan, Sabesp, Sanepar e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Previsibilidade de receitas por se tratar de uma concessão de saneamento, além do prazo médio de vencimento dos contratos em 35 anos;
- Consórcio de acionistas fortes;
- Boa situação de caixa e alavancagem baixa.

Pontos de Atenção

- Volume elevado de Capex a ser executado para cumprir exigências do Novo Marco do Saneamento;
- Dívida concentrada no acionista controlador (Aegea), podendo aumentar a demanda por dividendos vindo das subsidiárias.

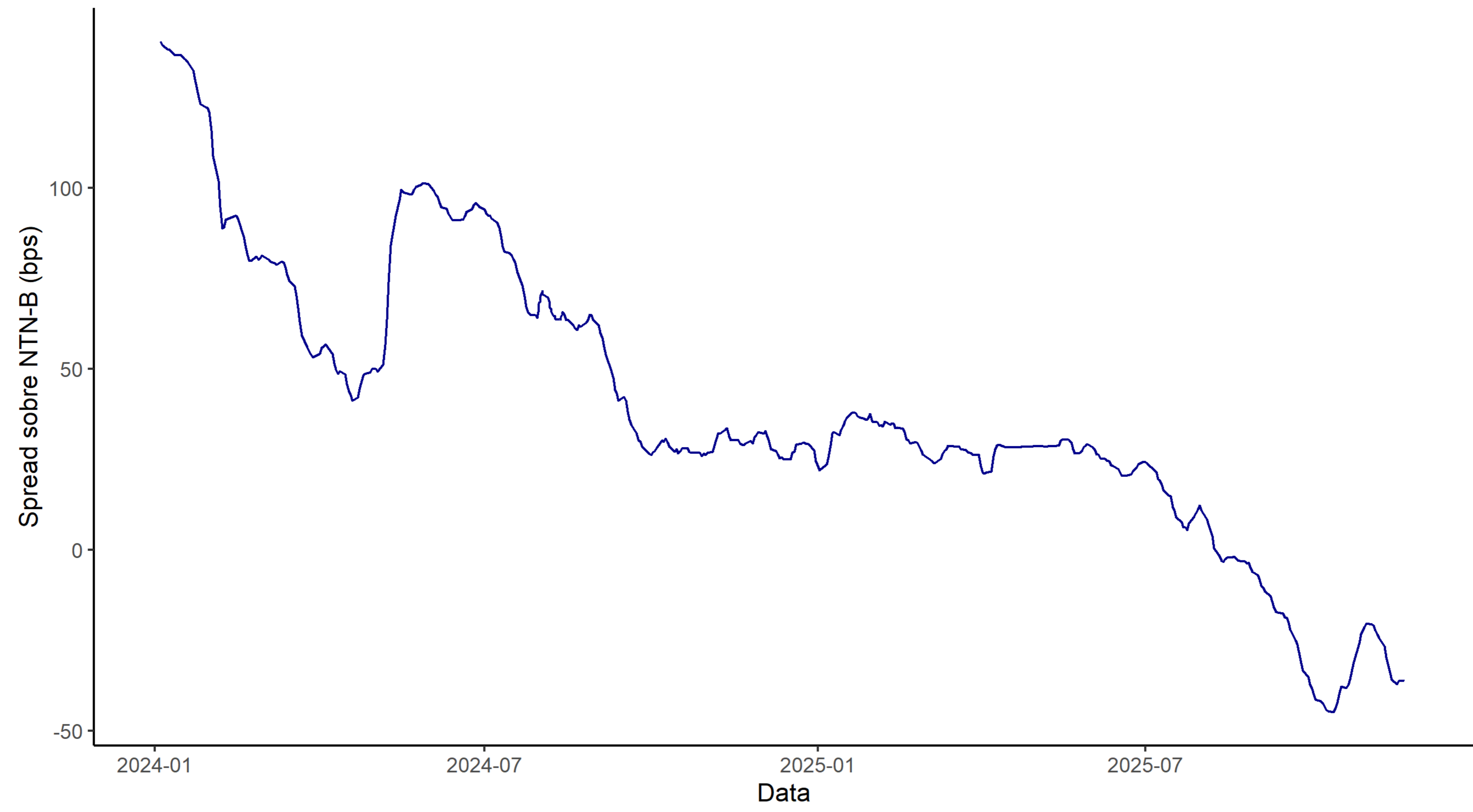
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	3.981	4.279	1.062	1.181
Margem Bruta	31,9%	63,9%	73,9%	71,2%
EBITDA (R\$ Mi)	1.254	2.387	592	692
Margem EBITDA	31,5%	55,8%	55,7%	58,6%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	631	1.305	388	441
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	1.183	2.128	1.907	3.664
Dívida Bruta/PL	0,7	0,9	1,0	0,8
Dívida Líquida/EBITDA	1,5	1,0	1,5	1,0
Ativo CP/ Passivo CP	2,0	1,8	1,9	1,3
Caixa/Dívida CP	10,8	7,1	2,7	1,5
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	182	1.953	633	684
FCI	-818	-2.445	-686	-469
FCF	1.241	1.239	1.194	-372
Δ Caixa	604	747	1.141	-157

Sabesp 3T25	Sanepar 3T25
5.501	1.804
54,4%	56,4%
3.069	556
55,8%	30,8%
2.159	246
23.277	1.376
0,9	0,6
1,9	0,5
1,2	1,3
2,0	6,2
3.173	4.978
-3.773	-757
3.707	263
3.107	4.484



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima RSAN44 – Evolução do *Spread*



Ecorodovias

Perfil. A Ecorodovias atua na operação de 12 concessões rodoviárias, que totalizam mais de 4,8 mil km de rodovias nas regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste. O portfólio também inclui um ativo portuário (Ecoporto) e uma plataforma intermodal (Ecopátio Cubatão). Dentre as concessões administradas pela companhia, destacam-se importantes corredores comerciais como o sistema Anchieta-Imigrantes, Raposo Castello e Ponte Rio Niterói. Nos últimos anos, a Ecorodovias adicionou 7 ativos em seu portfólio, com a duration média de cerca de 20 anos.

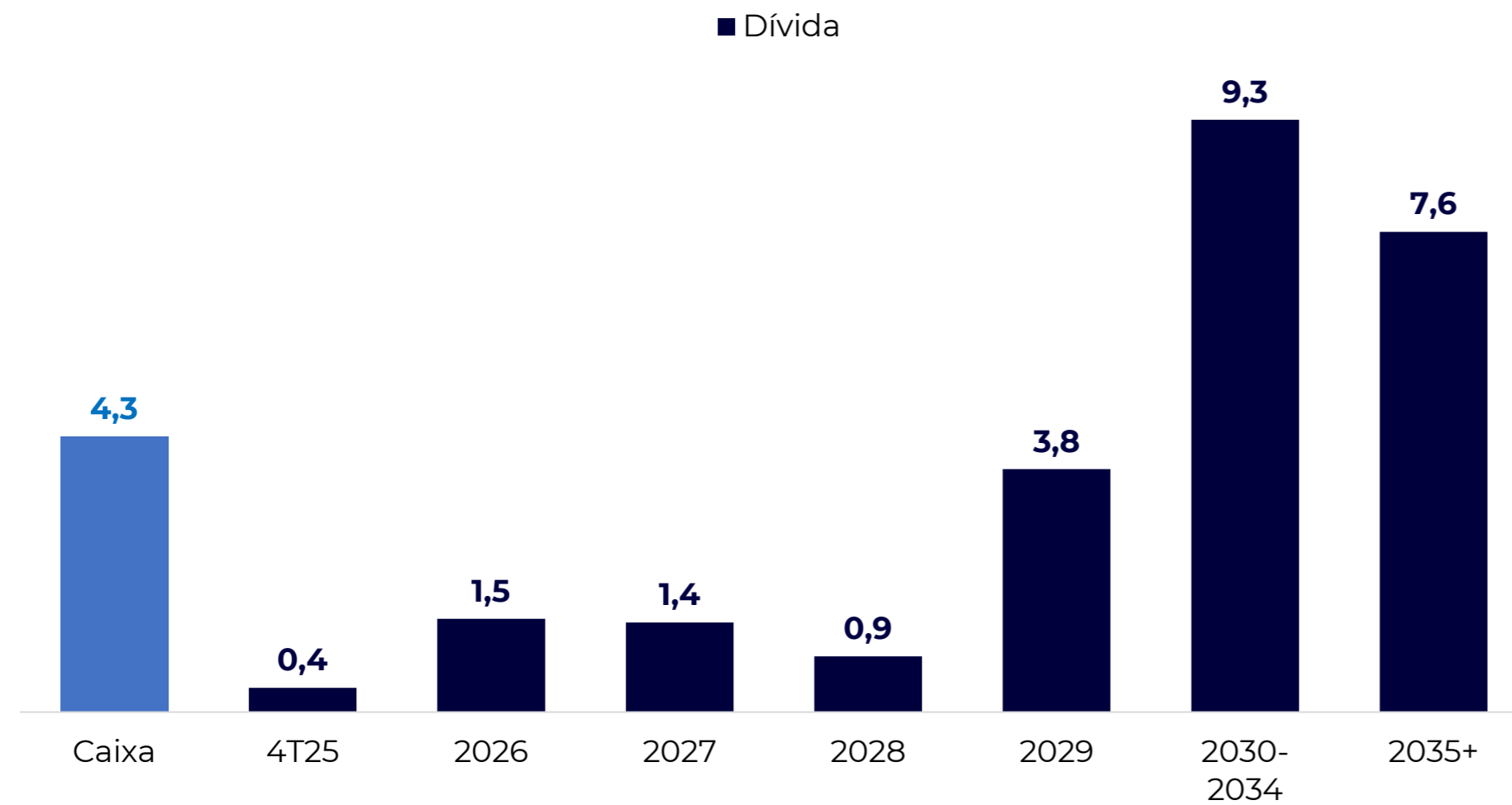
Operacional. Com o início da arrecadação na Ecovias Noroeste Paulista (mar/25) e Raposo Castello (mar/25), o resultado foi favorecido pelo aumento do tráfego de veículos leves (+38,2% a/a) e pesados (+19,4% a/a). Estes, também beneficiados pelo aumento das exportações de soja, pelo ciclo da celulose e pela maior movimentação no Porto de São Sebastião. Além disso, houve variação na tarifa média comparável de +3,1% a/a, apesar de queda de 7% a/a quando considerado o início da arrecadação de novos ativos. Em out/25, a companhia celebrou o reequilíbrio econômico da Ecovias Leste Paulista, com extensão da concessão até 10/2042.

Destaques resultado 3T25. A receita líquida trimestral avançou 18,5% a/a, totalizando R\$1,9 bilhão. O EBITDA ajustado totalizou R\$1,5 bilhão no 3T25 (+23,3% a/a), favorecida pelo aumento do tráfego e da tarifa de pedágio. A margem EBITDA teve alta de 2,9 p.p., indo para 76,2%. Já a dívida líquida totalizou R\$20,5 bilhões (+3,8% t/t). A alavancagem da companhia caiu 0,1 ponto e encerrou em 3,8x no 3T25.

Acionistas. ASTM (52,7%), free float (47,3%)

Rating. Fitch: AA(bra)/S&P: brAAA

Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)



Fonte: Ecorodovias, Arteris, Motiva e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Ativos de referência e portfólio com prazo de vencimento alongado;
- Maior operadora de rodovia pedagiada do Brasil;
- *Ramp-up* das novas concessões deve beneficiar volume de tráfego e geração de caixa.

Pontos de Atenção

- Capex contratado dos novos projetos, manterá alavancagem elevada nos próximos anos;
- Forte correlação do desempenho econômico com o volume de tráfego, afetando tanto veículos pesados e leves.

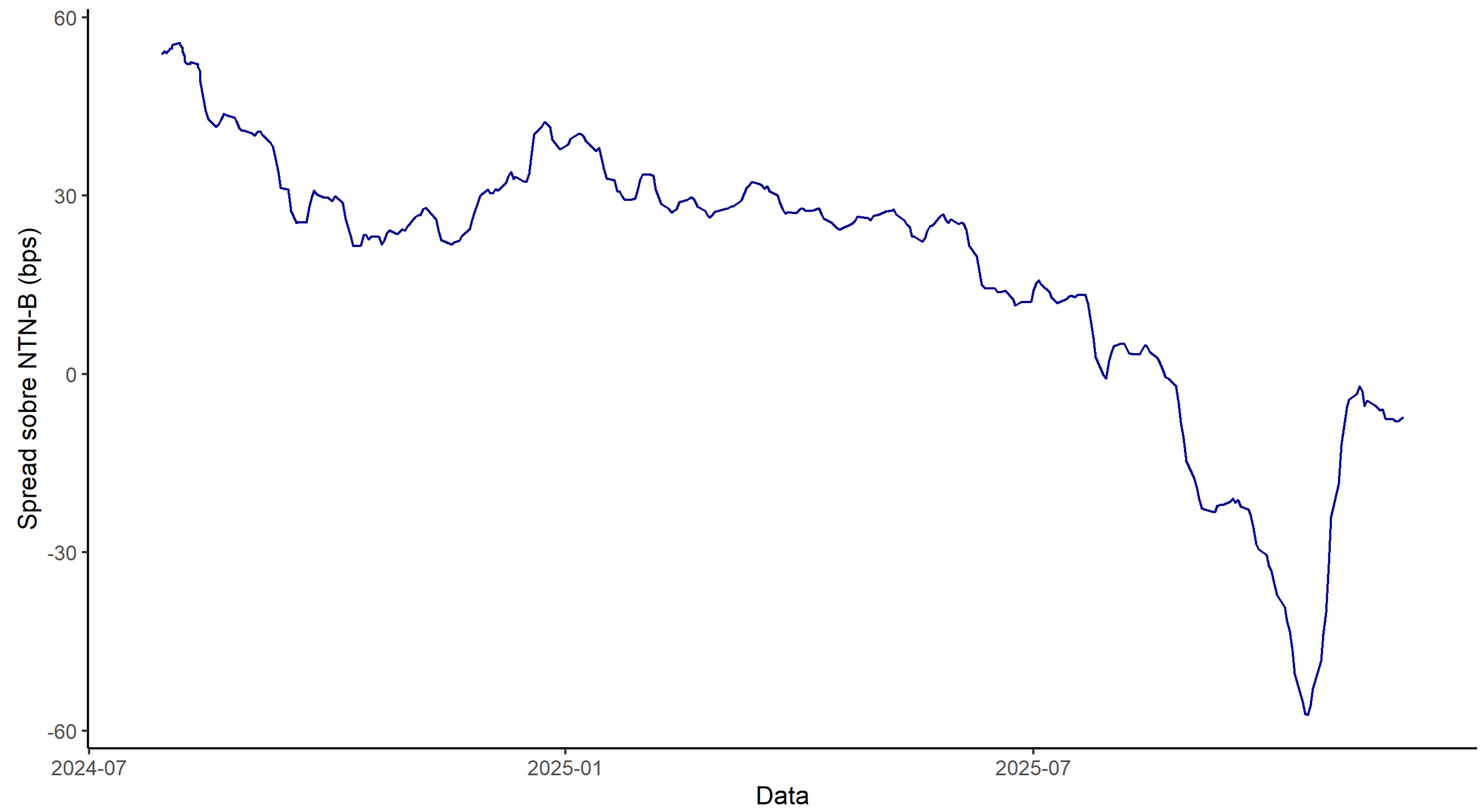
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	5.395	6.440	1.665	1.973
Margem Bruta	60,3%	60,7%	61,4%	60,8%
EBITDA (R\$ Mi)	3.863	4.697	1.220	1.504
Margem EBITDA	71,6%	72,9%	73,3%	76,2%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	777	982	263	430
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	13.406	15.997	15.102	20.486
Dívida Bruta/PL	6,0	5,4	5,3	5,5
Dívida Líquida/EBITDA	3,5	3,4	3,3	3,8
Ativo CP/ Passivo CP	1,0	0,7	1,2	1,5
Caixa/Dívida CP	1,3	0,7	0,9	2,5
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	3.551	3.936	1.046	1.393
FCI	-5.036	-3.924	-1.028	-1.181
FCF	4.411	-557	43	937
Δ Caixa	2.927	-546	61	1.148

Arteris 3T25	Motiva 3T25
1.096	3.957
34,3%	69,9%
850	2.547
77,6%	64,4%
-133	683
12.234	32.710
5,2	2,5
3,8	3,6
0,9	1,9
1,3	3,9
676	2.831
-390	-1.728
-227	-105
60	998



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima ERDVA4 – Evolução do *Spread*



Enel Ceará

Perfil. A Enel Ceará (antiga Coelce) é concessionária responsável pela distribuição de energia elétrica no estado de Ceará, atendendo cerca de 4,4 milhões de unidades consumidoras distribuídas por 184 municípios. Sua base de clientes é constituída por: residencial (43%), comercial (10%), setor público (12%), consumidores livres (24%) e outros (11%). Seu portfólio é composto por 160 mil km de linhas de distribuição e 5,9 mil km de linhas de transmissão, além de controlar 128 subestações.

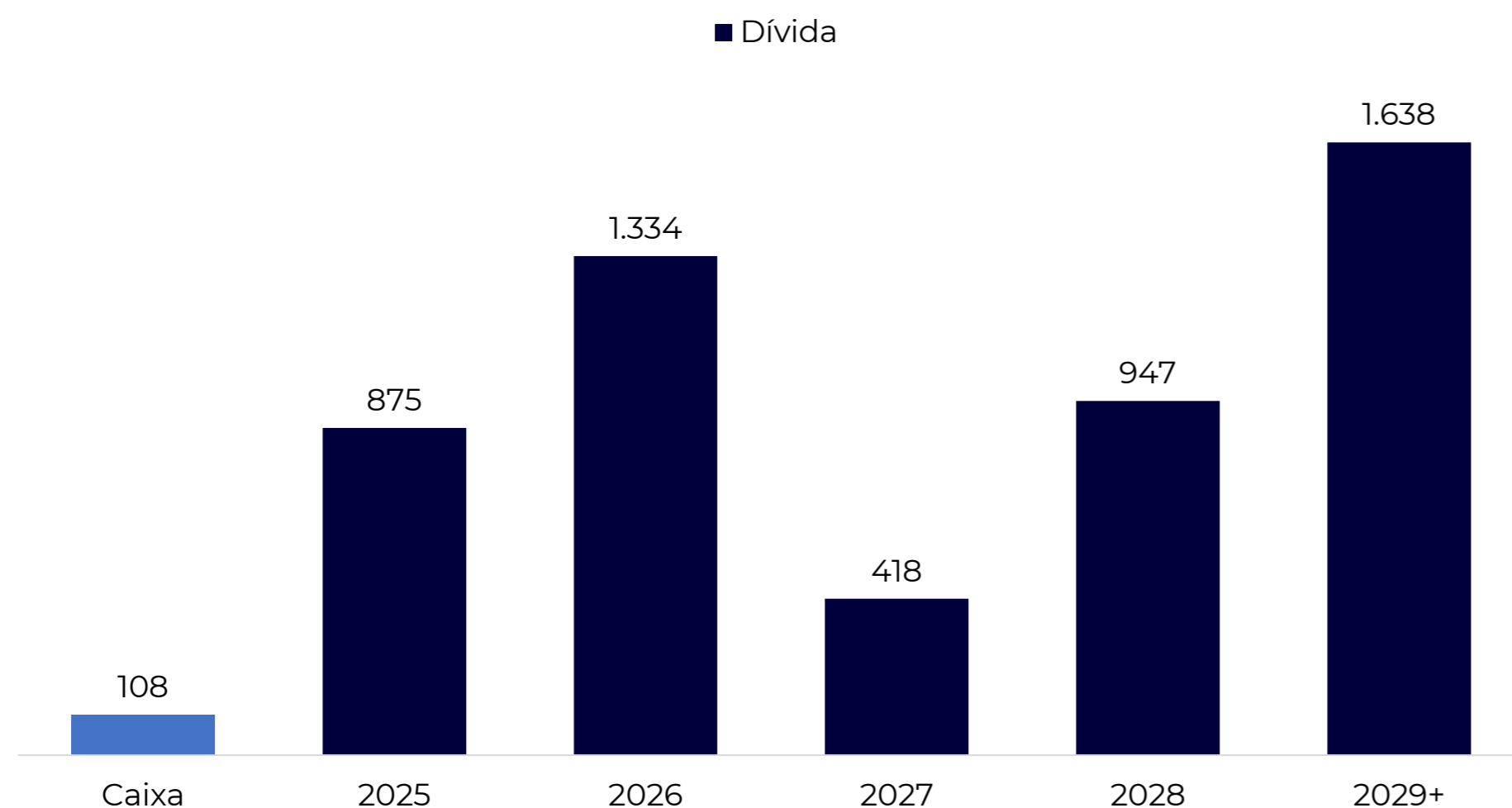
Operacional. Resultado levemente retraído pela migração de clientes do mercado cativo, cuja queda de volume consumido foi 4,9% a/a, além de maiores deduções na receita (-R\$170 milhões). Assim, houve diminuição na receita de fornecimento ao mercado cativo (-R\$114 milhões), o que foi parcialmente compensada pelo aumento de subvenções (+R\$96 milhões) e de receita no mercado livre (+R\$37 milhões).

Destaques resultado 3T25. A receita líquida somou R\$1,9 bilhão no 3T25 (ex-receita de construção), queda de 3,3% a/a. O EBITDA atingiu R\$460 milhões, crescimento de 6,5% a/a, beneficiado pela redução de 8,4% nos custos e despesas gerenciáveis. Assim, a margem EBITDA ajustada subiu para 25,0% (+2,3 p.p. a/a). Em relação ao endividamento, a dívida líquida da Enel Distribuição Ceará somou R\$5,7 bilhões, aumento de 6,5% t/t. Já a alavancagem (dívida Líquida/EBITDA) atingiu 2,7x (+0,15 pontos t/t).

Acionistas. Enel Brasil (74,0%), Eletrobras (7,1%) e Outros (18,9%)

Rating. Fitch: AAA(bra)

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Enel, Energisa, Neoenergia e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Forte vínculo com a controladora Enel Brasil, que pode fornecer suporte em caso de necessidade;
- Melhora na geração operacional de caixa, favorecida pela expansão no volume de energia distribuído.

Pontos de Atenção

- Dívida *intercompany* elevada, ainda que seja flexível para renegociação;
- Efeitos climáticos afetaram os índices de qualidade operacional;
- Concessão do Ceará vence em 2028, com o pedido de renovação feito junto à Aneel em mar/25.

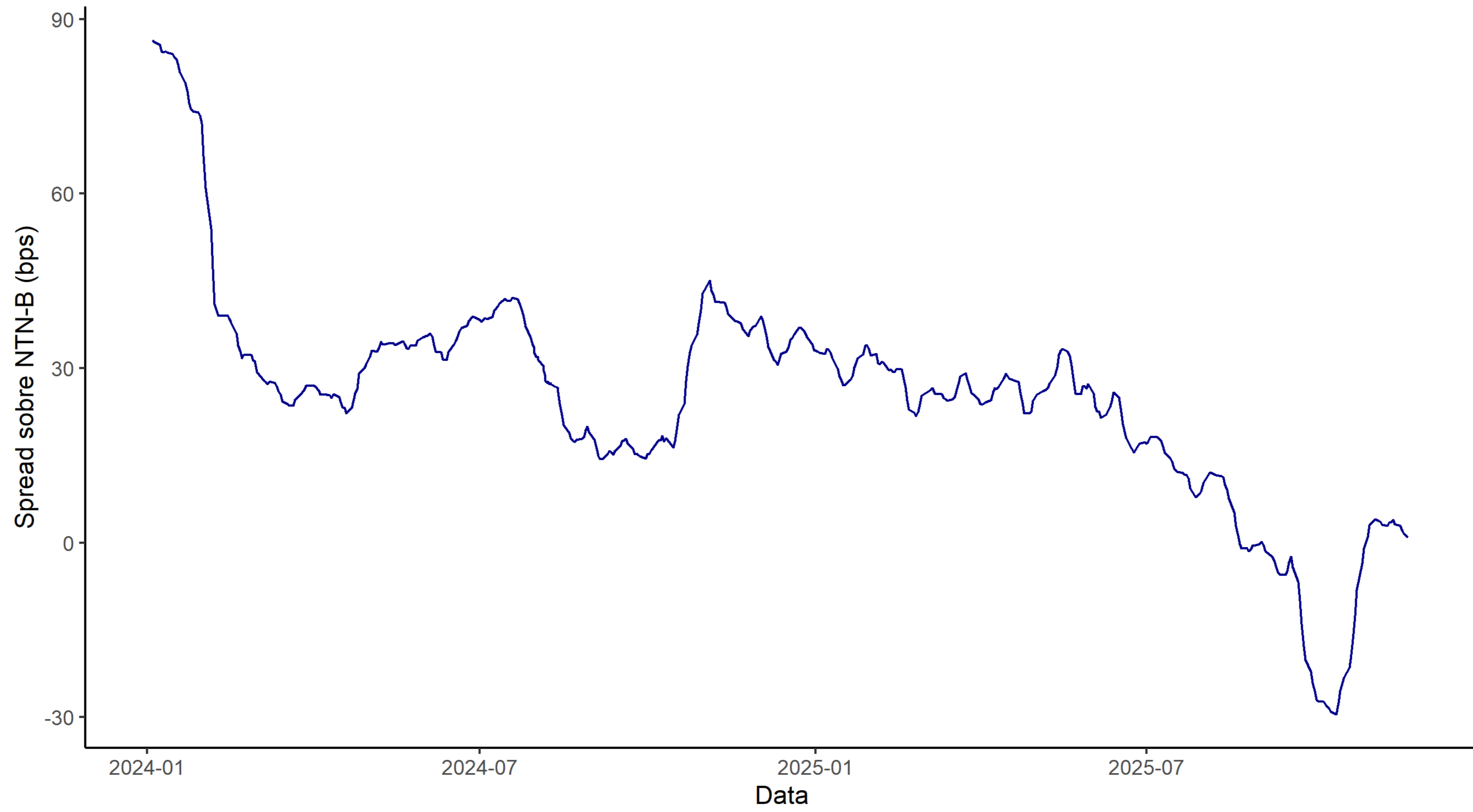
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	7.357	6.945	1.906	1.843
Margem Bruta	18,6%	19,0%	19,8%	18,7%
EBITDA (R\$ Mi)	1.757	1.846	432	460
Margem EBITDA	23,9%	26,6%	22,7%	25,0%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	315	465	68	-26
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	5.706	5.094	5.170	5.687
Dívida Bruta/PL	1,4	1,0	1,1	1,1
Dívida Líquida/EBITDA	2,9	2,4	2,5	2,7
Ativo CP/ Passivo CP	0,6	0,5	0,6	0,5
Caixa/Dívida CP	0,1	0,1	0,1	0,0
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	539	1.748	373	315
FCI	-1.294	-1.549	-466	-612
FCF	668	-177	-20	133
Δ Caixa	-87	22	-114	-164

Energisa 3T25	Neoenergia 3T25
7.631	10.448
28,4%	32,8%
2.301	2.804
30,2%	26,8%
428	924
29.200	47.176
1,8	1,5
3,2	3,5
1,4	1,2
1,6	1,1
1.274	63
-1.440	-1.816
673	2.388
507	635



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima COCE18 – Evolução do *Spread*



Energisa

Perfil. O Grupo Energisa, fundado em 1905, atua na gestão de ativos regulados no setor elétrico e, mais recentemente, expandiu suas operações para a distribuição de gás. A companhia é um dos principais *players* no segmento de distribuição de energia no Brasil, com concessões de nove distribuidoras que atendem aproximadamente 20 milhões de pessoas nas regiões Centro-Oeste, Norte e Nordeste. Além disso, o grupo opera nos segmentos de transmissão, distribuição de gás e possui iniciativas em geração distribuída e centralizada, bem como na comercialização de energia no mercado livre.

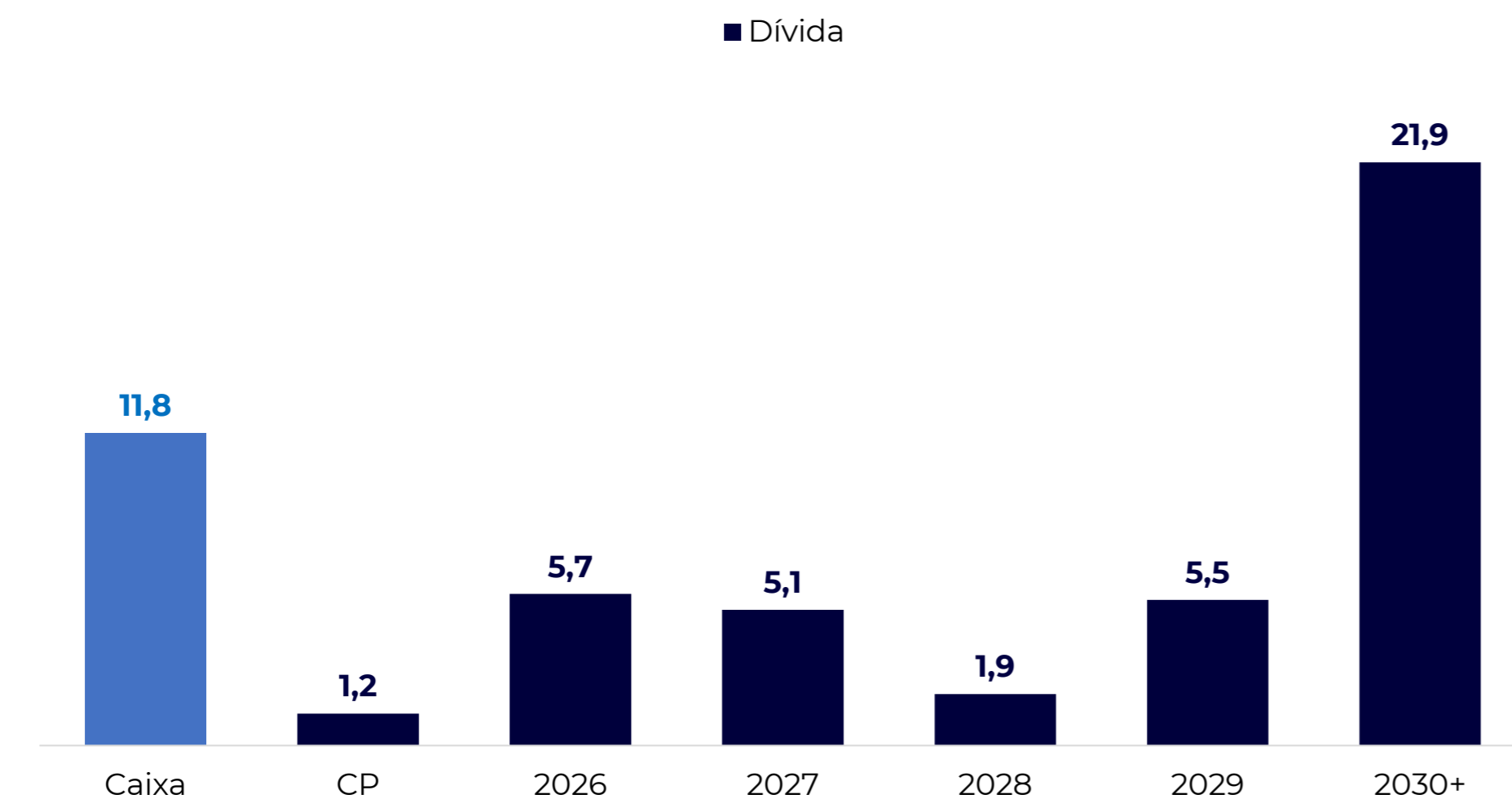
Operacional. O volume de energia distribuída cresceu 2,0% a/a, impulsionado pelo avanço do mercado livre (+13,4% a/a), frente à queda de 2,3% a/a no volume distribuído no mercado cativo. As perdas totais retomaram o patamar regulatório após uma queda de 1p.p. em relação ao ano anterior, atingindo 12% vs. limite regulatório de 12,5%. A inadimplência, foi de 1,43% no período (+0,24p.p. a/a). Quanto aos indicadores operacionais de DEC e FEC, todas as distribuidoras estavam com os níveis de atendimento dentro dos patamares regulatórios.

Destaques resultado 3T25. A receita líquida (ex-construção) foi de R\$7,5 bilhões (+8,5% a/a), com destaque para melhoras operacionais nas distribuidoras e avanço do resultado na (re) energisa, com maiores volumes de comercialização. O EBITDA ajustado foi de R\$2,3 bilhões (+16% a/a), com margem EBITDA de 30,6% (+2 p.p. a/a).

Acionistas. Gipar/Família Botelho (27,7%), Squadra (9,7%), FIA Samambaia (8,3%), BANDESPAR (6,4%), free-float (47,9%).

Rating. Fitch: AAA(bra) / - / S&P: brAAA

Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)



Fonte: Energisa, Enel CE, Neoenergia e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- O grupo tem uma carteira diversificada de concessões no segmento de distribuição, além da atuação nos segmentos complementares, como transmissão e distribuição de gás;
- Amplo histórico de atuação.

Pontos de Atenção

- Alavancagem moderada, pressionada pelos investimentos nas concessões de distribuição;
- Liquidez pressionada, apesar da boa capacidade do grupo em levantar recursos via dívida.

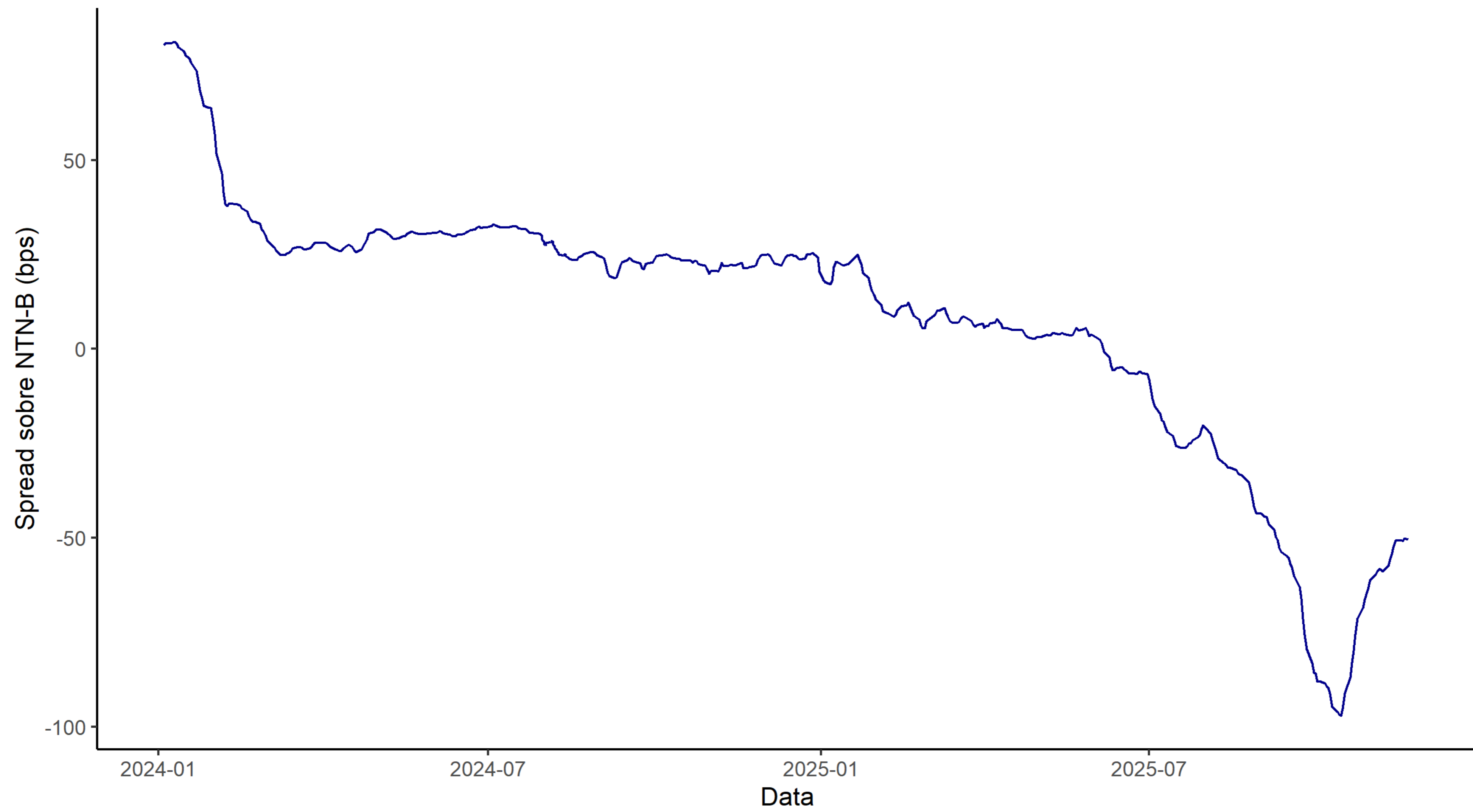
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	23.587	27.155	7.001	7.631
Margem Bruta	33,0%	31,5%	28,9%	28,4%
EBITDA (R\$ Mi)	8.067	8.394	1.984	2.301
Margem EBITDA	34,2%	30,9%	28,3%	30,2%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	1.660	2.036	495	428
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	24.874	24.986	23.707	29.200
Dívida Bruta/PL	2,1	1,6	1,6	1,8
Dívida Líquida/EBITDA	3,1	3,0	2,8	3,2
Ativo CP/ Passivo CP	1,1	1,2	1,2	1,4
Caixa/Dívida CP	1,0	1,3	1,2	1,6
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	6.682	7.218	1.472	1.274
FCI	-6.035	-7.003	-1.655	-1.440
FCF	221	170	-2.020	673
Δ Caixa	868	386	-2.203	507

Enel CE 3T25	Neoenergia 3T25
1.843	10.448
18,7%	32,8%
460	2.804
25,0%	26,8%
-26	924
5.687	47.176
1,1	1,5
2,7	3,5
0,5	1,2
0,0	1,1
315	63
-612	-1.816
133	2.388
-164	635



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima ESULA6 – Evolução do *Spread*



Eneva

Perfil. A Eneva é uma geradora de energia elétrica e uma das maiores produtoras de gás natural do país. O parque gerador tem capacidade de 6,3 GW, ou 3,0% da capacidade total de geração instalada no Brasil, sendo a companhia um dos principais players na geração térmica. A empresa é pioneira na operação do modelo R2W (*reservoir to wire*), isto é, atua desde a exploração e produção do gás natural até a geração e comercialização da energia elétrica via mercado livre e venda em leilões de capacidade. Cerca de 63% do faturamento bruto advém de termelétricas a gás, carvão e usinas solares. Dos 37% restantes, 29% provêm das operações de comercialização e 8% de *upstream* (produção de gás natural).

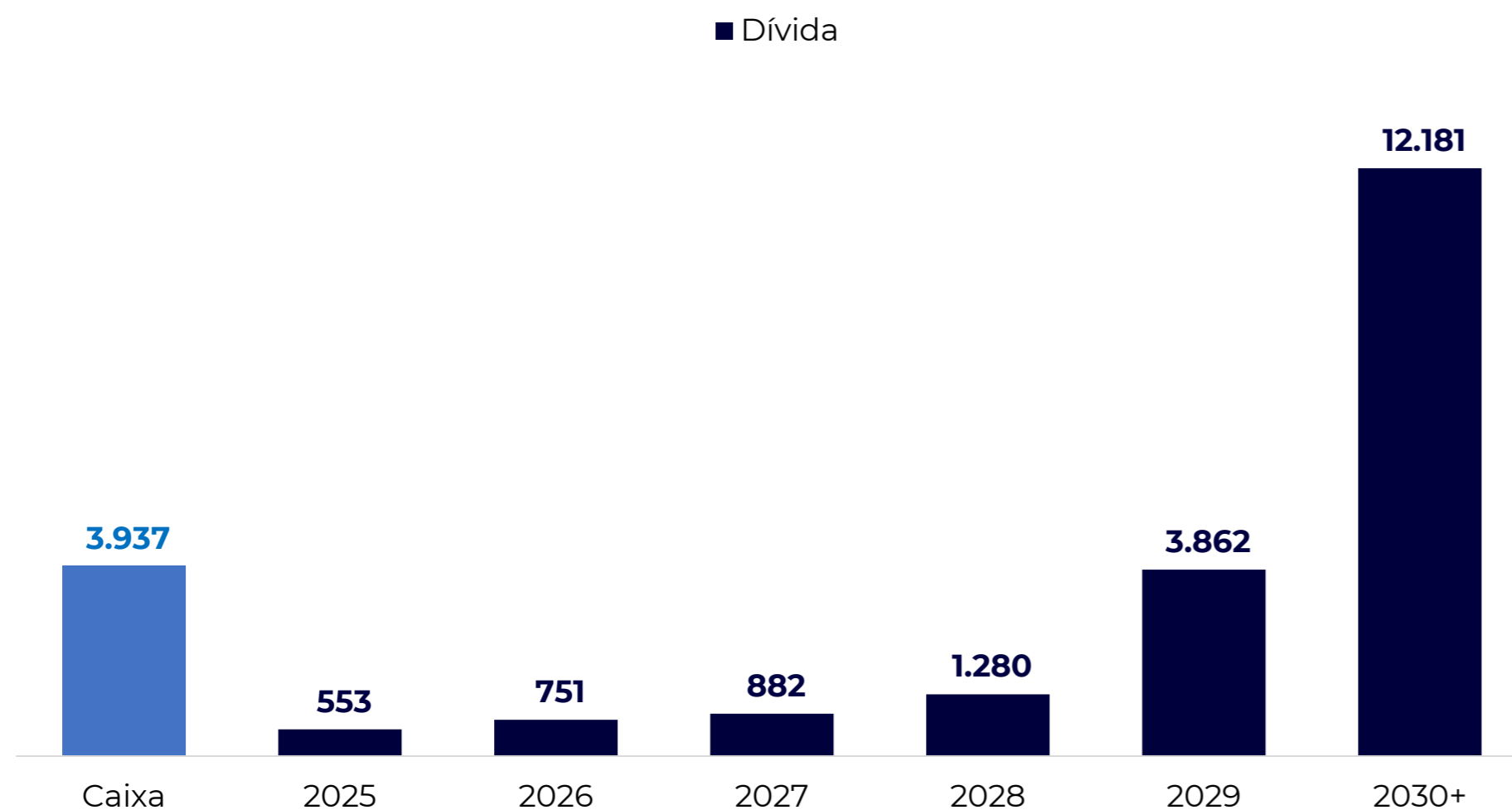
Operacional. O ramp-up dos ativos térmicos nos últimos doze meses impulsionou o resultado da companhia, que vem se beneficiando da aquisição das usinas de gás Linhares, Tevisa e Povoação, além de crescimento da comercialização de gás *on-grid* e *off-grid*. A geração térmica foi de 3.751 GWh (vs. 3.808 GWh no 3T24), após redução no volume de geração por despacho por mérito e menor geração para exportação.

Destaques resultado 3T25. A receita líquida atingiu R\$4,4 bilhões (+71,5% a/a), com EBITDA de R\$1,8 bilhão (+60,7% a/a) e margem EBITDA de 41,2% (-2,8 p.p. a/a). A dívida líquida ficou em R\$15,6 bilhões (+1,7% t/t), com alavancagem de 2,7x, estável no t/t.

Acionistas. BTG Pactual (25,5%), Partners Alpha (22,6%), Dynamo (9,5%), Tesouraria (1,1%), *free float* (41,3%).

Rating. Fitch: AAA(bra) / S&P: brAAA

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Eneva, Engie e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Resultado operacional favorecido pela incorporação dos novos ativos de geração;
- Estrutura verticalizada na geração térmica via gás natural;
- Bom perfil de liquidez, com cronograma da dívida alongado.

Pontos de Atenção

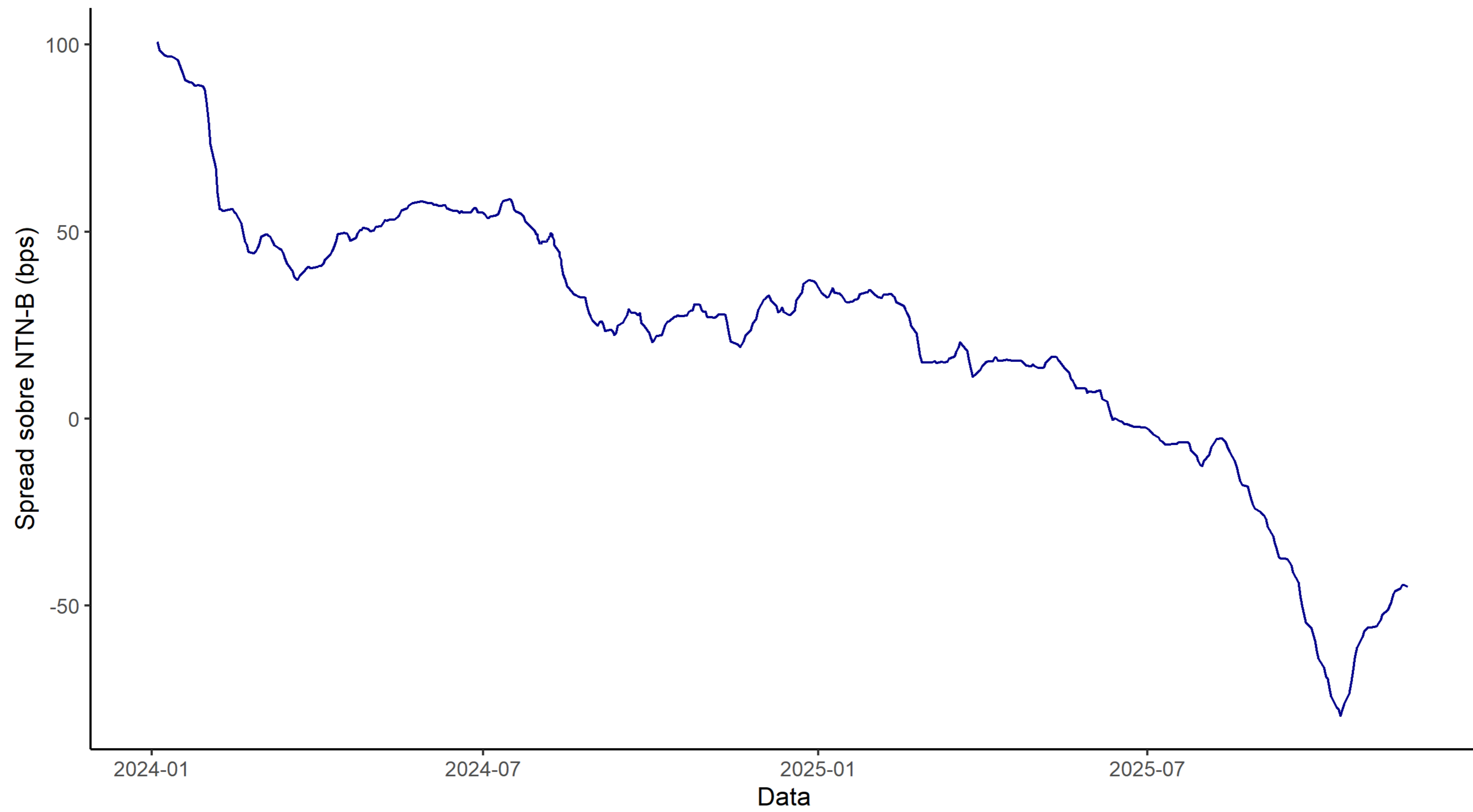
- Risco de recontração de parte da capacidade instalada dos ativos adquiridos a preços inferiores aos praticados atualmente;
- Novas aquisições podem retomar pressão na alavancagem.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25	Engie 3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	10.091	11.388	2.581	4.428	2.999
Margem Bruta	36,8%	34,7%	37,6%	31,0%	44,8%
EBITDA (R\$ Mi)	4.284	4.536	1.134	1.823	1.871
Margem EBITDA	42,5%	39,8%	43,9%	41,2%	62,4%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	303	549	245	545	731
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	17.108	13.520	15.304	15.572	24.534
Dívida Bruta/PL	1,3	0,9	1,1	0,9	2,2
Dívida Líquida/EBITDA	4,0	2,4	3,5	2,7	3,2
Ativo CP/ Passivo CP	1,3	1,5	1,2	1,3	1,1
Caixa/Dívida CP	1,2	3,4	1,8	2,1	1,5
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	2.790	4.156	1.178	1.891	670
FCI	-2.525	-3.488	-3.078	-1.693	-2.486
FCF	-9	102	-238	-428	782
Δ Caixa	256	769	-2.137	-231	-1.035



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima ENEV19 – Evolução do *Spread*



Engie

Perfil. A Engie Brasil Energia, empresa subsidiária do grupo francês Engie, é um dos principais players do mercado de geração de energia elétrica brasileiro. Seu portfólio de geração é composto por 130 usinas, sendo 13 hidrelétricas e 117 complementares (eólicas, solares, centrais a biomassa e PCHs), com capacidade instalada de 13GW (cerca de 6% da capacidade brasileira). Além da geração, a companhia também atua nos negócios de transmissão de energia, transporte de gás e trading de energia.

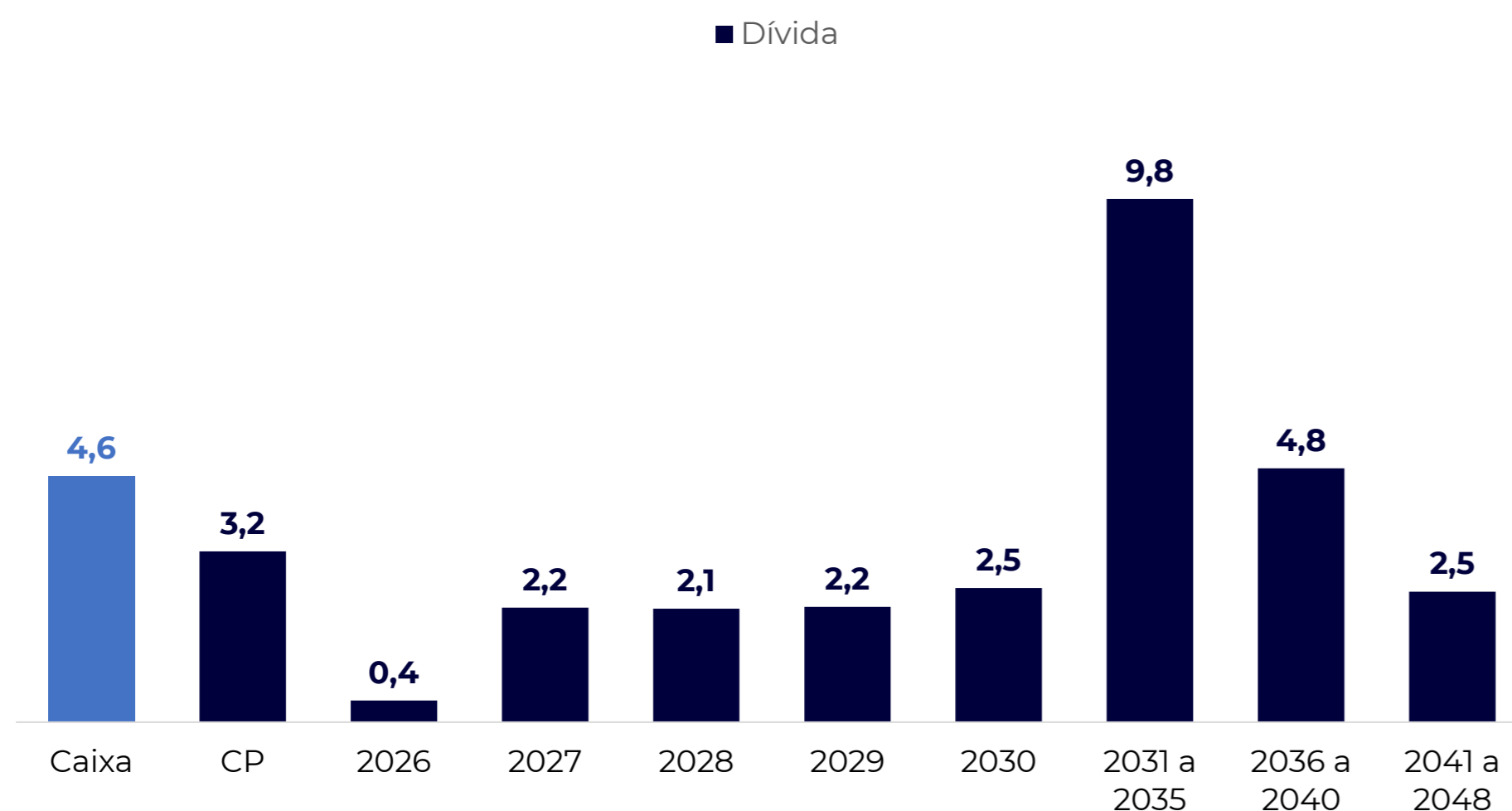
Operacional. Aumento de 15,3% a/a no volume de energia vendida, após expansão da capacidade instalada. Os índices de disponibilidade atingiram 96,6% no segmento hidrelétrico (+8,5 p.p. a/a), 93,9% nas eólicas (+5,8 p.p. a/a) e 93,3% nas fotovoltaicas (+4,2 p.p. a/a), devido à modernização nas hidrelétricas de Salto Santiago e Salto Osório no fim de 2024, além do *ramp-up* das eólicas de Santo Agostinho e das unidades de geração solar. Por outro lado, houve redução do preço de energia em 2% a/a, devido à maior oferta de energia renovável no mercado livre e ao aumento dos níveis de *curtailment* para 19% nas eólicas (+6 p.p. a/a) e para 36% nos ativos solares (+16 p.p. a/a), impactando parcialmente o resultado

Destaques resultado 3T25. O resultado do trimestre apresentou receita líquida de R\$3,0 bilhões (+21,7% a/a), com margem bruta de 44,8% (-6,6 p.p. a/a), pressionada pelo aumento de custos operacionais nos segmentos de geração de energia e pela redução de preços no mercado livre de energia, combinado com o aumento de clientes livres. O EBITDA foi de R\$1,9 bilhão (+12,4% a/a), com margem de 62,4% (-5,2 p.p. a/a), também impactados pelos custos operacionais.

Acionistas. Controladores (68,7%), Banco Clássico (9,9%), Outros (21,4%).

Rating. Fitch: AAA(bra)

Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)



Fonte: Engie, Eneva e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Situação de liquidez, com caixa forte e dívida bem distribuída nos próximos anos, mas com amortizações elevadas.
- Robusta capacidade operacional de geração elétrica, posicionando-a como a segunda maior do país;
- Diversificação em ativos de transmissão de energia elétrica.

Pontos de Atenção

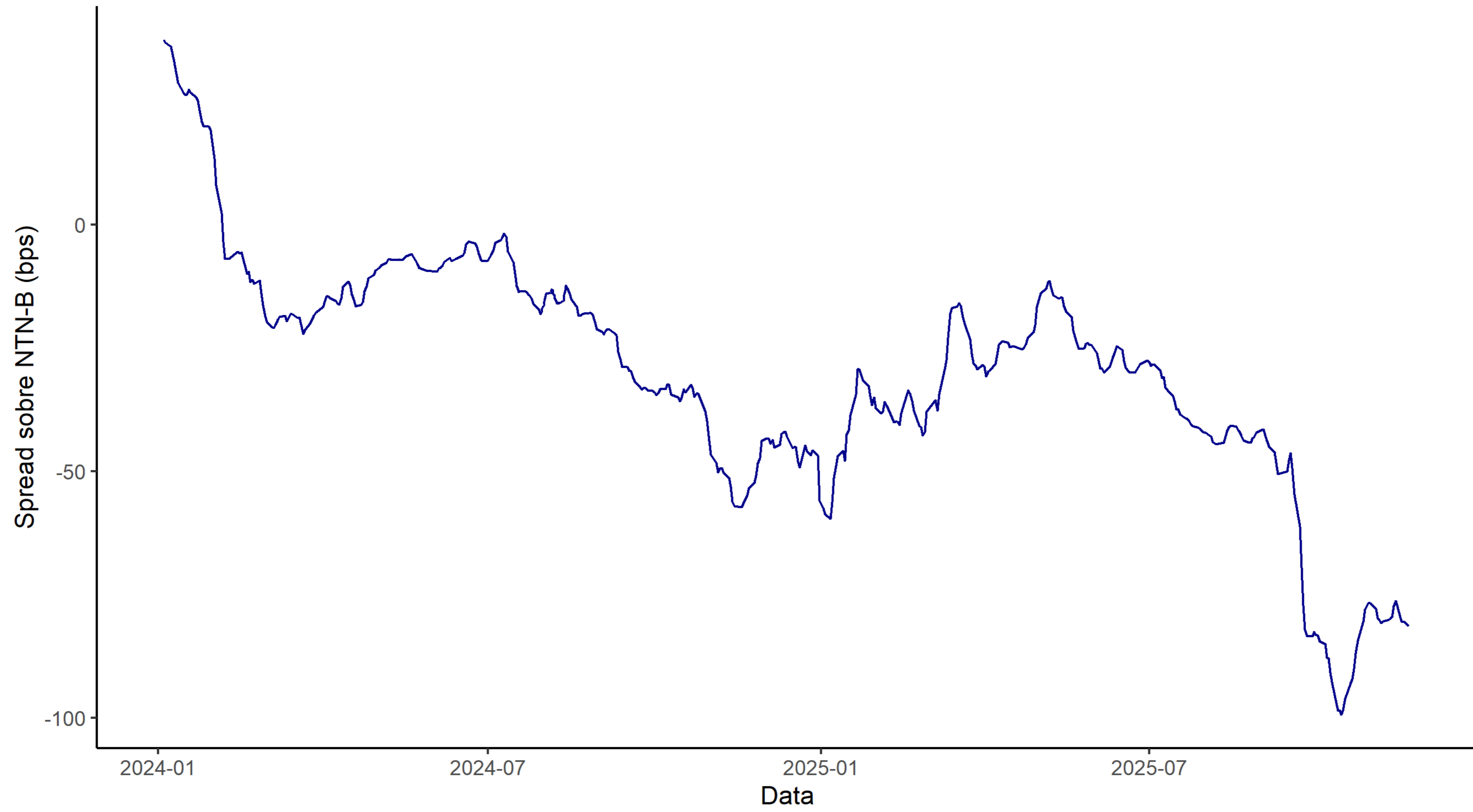
- Alto volume de investimentos planejados até 2026 e possível continuidade no pagamento de altos dividendos irão pressionar fluxo de caixa livre;
- Exposição ao risco hidrológico, ainda que mitigado pela geração alternativa de energia (eólica e solar);
- Impacto do “*curtailment*” sobre geração eólica e solar.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25	Eneva 3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	10.511	10.720	2.465	2.999	4.428
Margem Bruta	55,0%	54,4%	51,4%	44,8%	31,0%
EBITDA (R\$ Mi)	7.270	7.367	1.665	1.871	1.823
Margem EBITDA	69,2%	68,7%	67,5%	62,4%	41,2%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	3.421	3.372	666	731	545
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	15.335	20.126	19.095	24.534	15.572
Dívida Bruta/PL	2,1	2,0	2,0	2,2	0,9
Dívida Líquida/EBITDA	2,1	2,7	2,7	3,2	2,7
Ativo CP/ Passivo CP	1,5	1,0	1,0	1,1	1,3
Caixa/Dívida CP	2,1	1,5	1,5	1,5	2,1
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	4.586	4.154	1.114	670	1.891
FCI	-2.042	-5.911	-1.718	-2.486	-1.693
FCF	476	459	442	782	-428
Δ Caixa	3.020	-1.297	-162	-1.035	-231



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima TBLE26 – Evolução do *Spread*



Ferrari

Perfil. A companhia produz açúcar e etanol de cana, que são vendidos integralmente para a Copersucar. A Ferrari possui uma usina própria, além de operar a São Luiz Bioenergia através de uma *joint venture*, ambas localizadas no interior de São Paulo, detendo uma capacidade de moagem consolidada de 5,1 milhões de toneladas de cana.

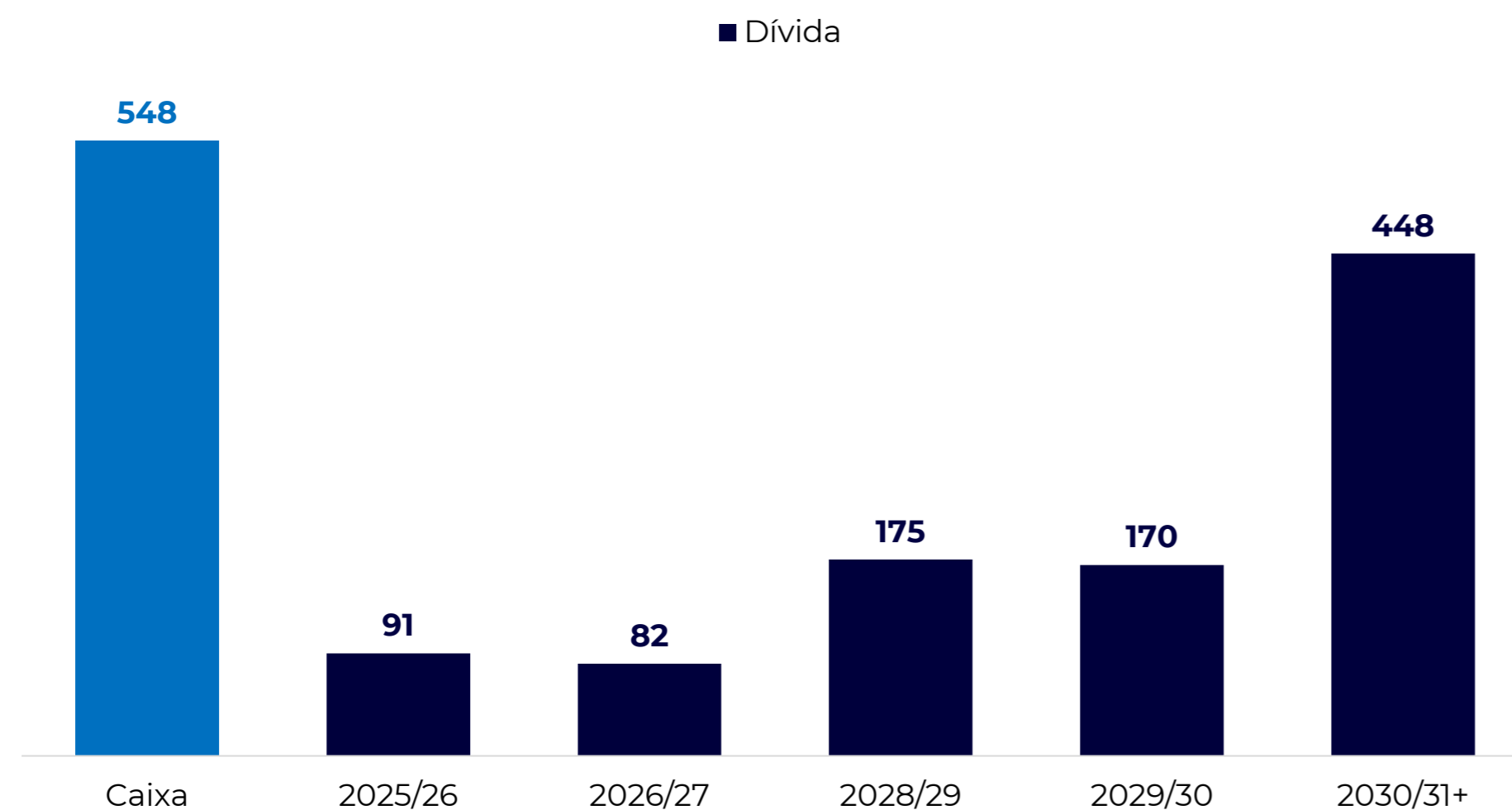
Operacional SF 24/25. Na safra 2024/25, a usina Ferrari alcançou um nível de moagem de 3,3 milhões de toneladas, com produtividade superior a 90 toneladas por hectare. Já a usina São Luiz moeu 2,9 milhões de toneladas.

Destaques resultado SF 24/25. A receita operacional líquida atingiu R\$1,0 bilhão (+12,5% a/a) na safra 2024/25, após avanço de 17,2% nas exportações de açúcar, que representam mais que a metade das fontes de receita bruta da companhia. Com exceção do segmento de etanol hidratado e de exportação de etanol, foi registrada expansão da receita em todos os segmentos operacionais. Houve leve queda de 3,4% nas despesas operacionais, devido à redução da compra de insumos e matéria-prima, contribuindo para o aumento do EBITDA, que atingiu R\$482 milhões (+39,5% a/a), e da margem EBITDA, de 47,1% (+9,1 p.p. a/a). A dívida líquida caiu para R\$418 milhões (-15,3% a/a) e a alavancagem foi de 0,9x (-0,6x a/a).

Acionistas. O Grupo Ferrari, controlado pela família fundadora, possui 100% das ações da Ferrari Agroindústria.

Rating. S&P: brA+

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Ferrari, Raizen e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Associada à Copersucar, o que garante previsibilidade nas vendas;
- Avanço do desempenho operacional se refletiu no fortalecimento do fluxo de caixa;
- Bom perfil de liquidez.

Pontos de Atenção

- Exposição a volatilidade de preços inerente do setor de açúcar e etanol;
- Risco de estiagem e queimadas, afetando produtividade e demandando mais *Capex* com trato agrícola.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	SF 21/22	SF 22/23	SF 23/24	SF 24/25	Raizen 24/25
Receita Líquida (R\$ Mi)	769	877	909	1.023	255.269
Margem Bruta	31,8%	32,8%	27,9%	38,4%	4,6%
EBITDA (R\$ Mi)	291	322	345	482	10.820
Margem EBITDA	37,9%	36,7%	38,0%	47,1%	4,2%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	219	149	85	209	-4.177
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	494	525	494	418	34.264
Dívida Bruta/PL	2,1	1,8	1,7	1,3	3,2
Dívida Líquida/EBITDA	1,7	1,6	1,4	0,9	3,2
Ativo CP/ Passivo CP	1,1	1,3	1,9	3,4	1,3
Caixa/Dívida CP	0,8	1,0	2,1	6,0	5,0
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	321	385	416	376	6.216
FCI	-303	-277	-261	-156	-11.268
FCF	47	15	-53	-48	11.791
Δ Caixa	65	123	102	172	6.740



FS

Perfil. A FS é uma das maiores produtoras de etanol de milho do Brasil. Além de etanol hidratado e anidro à base de milho, a companhia comercializa DDGs (nutrição animal), óleo de milho e energia de cogeração. A companhia foi fundada em 2017 pelo acionista majoritário Summit Agricultural Group e pela *holding* agrícola brasileira Tapajós Participações.

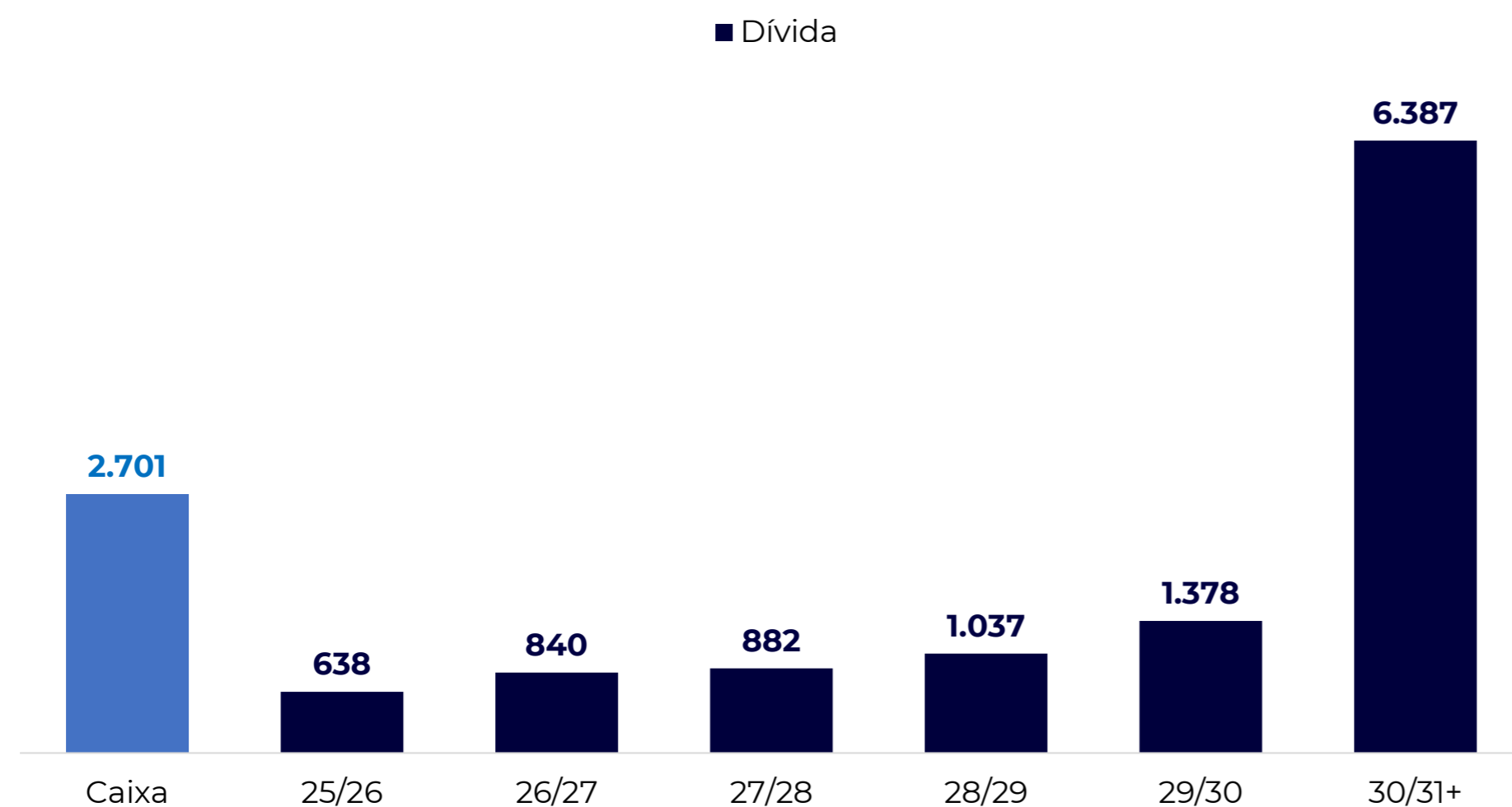
Operacional. O resultado da FS no 2T25/26 foi novamente suportado por melhores preços de venda do etanol e crescimento da moagem e volume de vendas, com maior volume comercialização de etanol (+11,1%) e de subprodutos do milho (+2,6% a/a) e avanço dos preços de comercialização de etanol (+4,3%), DDGs e óleo de milho. O desempenho foi parcialmente compensado pela queda de 2,7% no preço do DDG de Alta Proteína e redução de 9,0% no volume comercializado do DDG Alta Fibra. A companhia iniciou seus investimentos na quarta unidade de produção, já tendo toda estrutura de *funding* para o desenvolvimento da usina. Em termos gerais, a companhia segue com desempenho robusto que deve sustentar os investimentos no novo projeto.

Destaques resultado 2T25/26. Do lado dos custos, o preço do milho, biomassa e químicos tiveram um leve crescimento no comparativo a/a, reduzindo a margem EBITDA em 0,4 p.p. para 27,7%. A alavancagem, por sua vez, cresceu 0,4x em relação ao trimestre anterior após a queima de caixa relacionada a sazonalidade do capital de giro com a compra de milho. A alavancagem deverá ser elevada até 3,5x no ciclo final de construção da usina em dez/26 e aquisição do milho para sua operação. A retomada do pagamento de dividendos aos acionistas deverá manter a alavancagem próxima a 3,0x na safra atual.

Acionistas. Summit Brazil (71,0%), Acionistas Minoritários (24,3%) e Executivos (4,7%).

Rating. Fitch: AA-(bra) / Moody's: AA-.br / S&P: brAA-

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: FS, Cerradinho, Raizen e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Robusta capacidade de produção do etanol de milho, posicionando-a entre as maiores do Brasil;
- Produtos derivados do milho mitigam riscos de exposição à volatilidade do preço do milho;
- Elevada capacidade de estoque e boa estrutura logística.
- *Covenants* limitam a distribuição de dividendos com a alavancagem acima de 3,0x.

Pontos de Atenção

- Baixa correlação entre o preço do milho e do etanol no Brasil;
- Elevação do preço do milho pode vir a pressionar margem na próxima safra 2025/26;
- Anúncio de novas plantas de produção e nível de alavancagem.

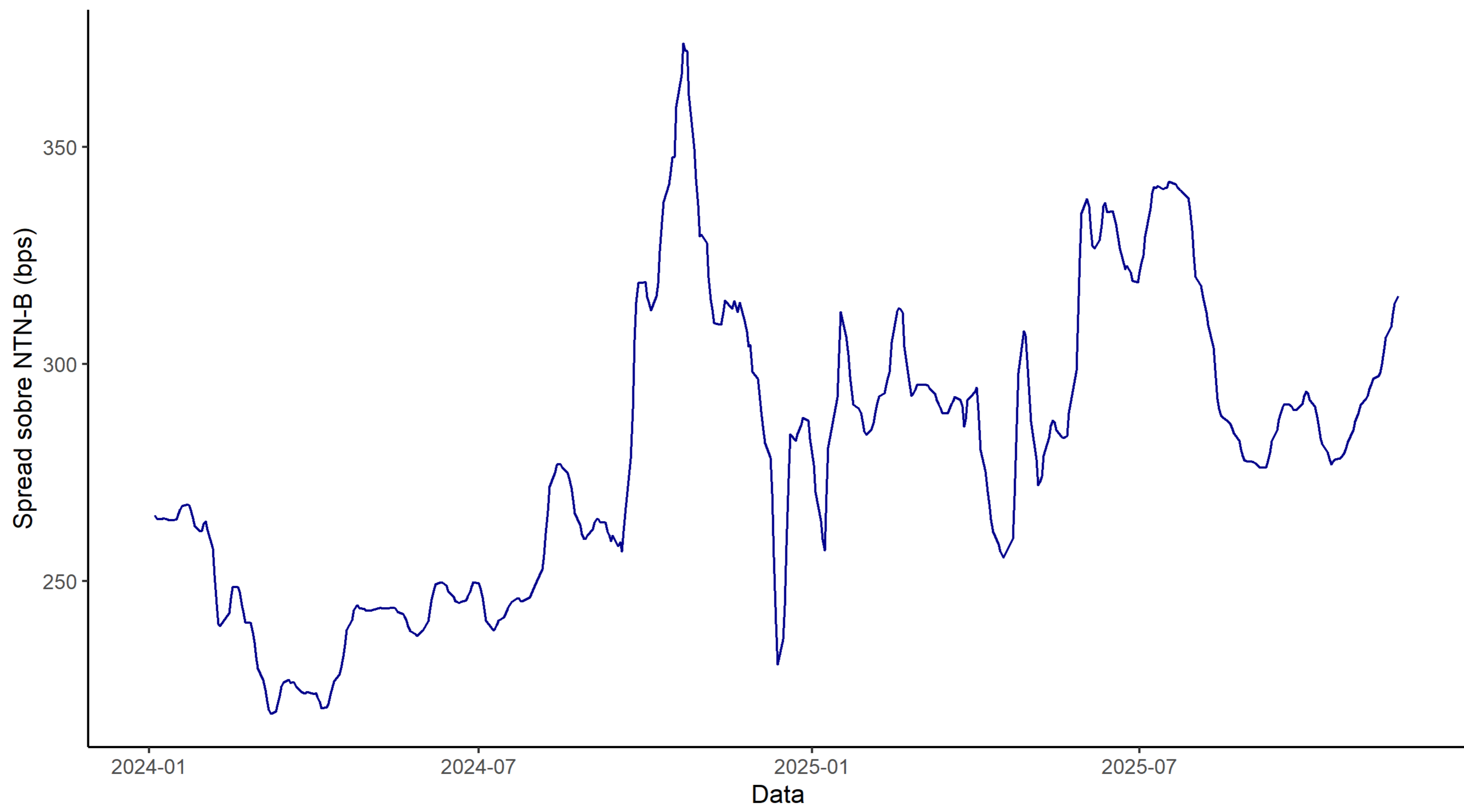
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	SF 23/24	SF 24/25	2T24/25	2T25/26
Receita Líquida (R\$ Mi)	8.072	10.689	2.678	3.459
Margem Bruta	22,5%	36,4%	41,1%	41,2%
EBITDA (R\$ Mi)	846	2.699	752	957
Margem EBITDA	10,5%	25,3%	28,1%	27,7%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	-489	937	296	456
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	5.365	6.800	6.885	8.496
Dívida Bruta/PL	-	16,8	-	15,7
Dívida Líquida/EBITDA	6,3	2,5	4,9	2,7
Ativo CP/ Passivo CP	1,6	1,8	1,6	2,2
Caixa/Dívida CP	3,2	3,1	2,7	1,7
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	1.702	815	-331	-1.479
FCI	-738	-16	-220	39
FCF	-2.911	-483	69	-552
Δ Caixa	-1.947	316	-482	-1.992

Cerradinho 2T25/26	Raizen 2T25/26
1.064	59.911
37,1%	4,5%
414	3.348
38,9%	5,6%
103	-2.321
2.413	53.438
2,5	4,8
1,7	5,1
2,1	2,1
2,6	2,5
-283	202
40	-751
399	3.533
156	2.984



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA022004SD – Evolução do *Spread*



Gasmig

Perfil. A Gasmig é uma distribuidora de gás natural no estado de Minas Gerais. Atua em 46 municípios e possui uma rede de gasodutos de 1,5 mil km; Cerca de 90% do seu faturamento bruto advém de clientes do segmento industrial. Na geração térmica, é distribuído gás natural a 2 usinas localizadas em Ibirité e Juiz de Fora, que adquirem a molécula via mercado livre. O repasse de preços pela Gasmig aos seus clientes ocorre trimestralmente (exceto residencial, que ocorre anualmente), de acordo com o contrato de concessão, reduzindo sua exposição frente à volatilidade no preço de gás.

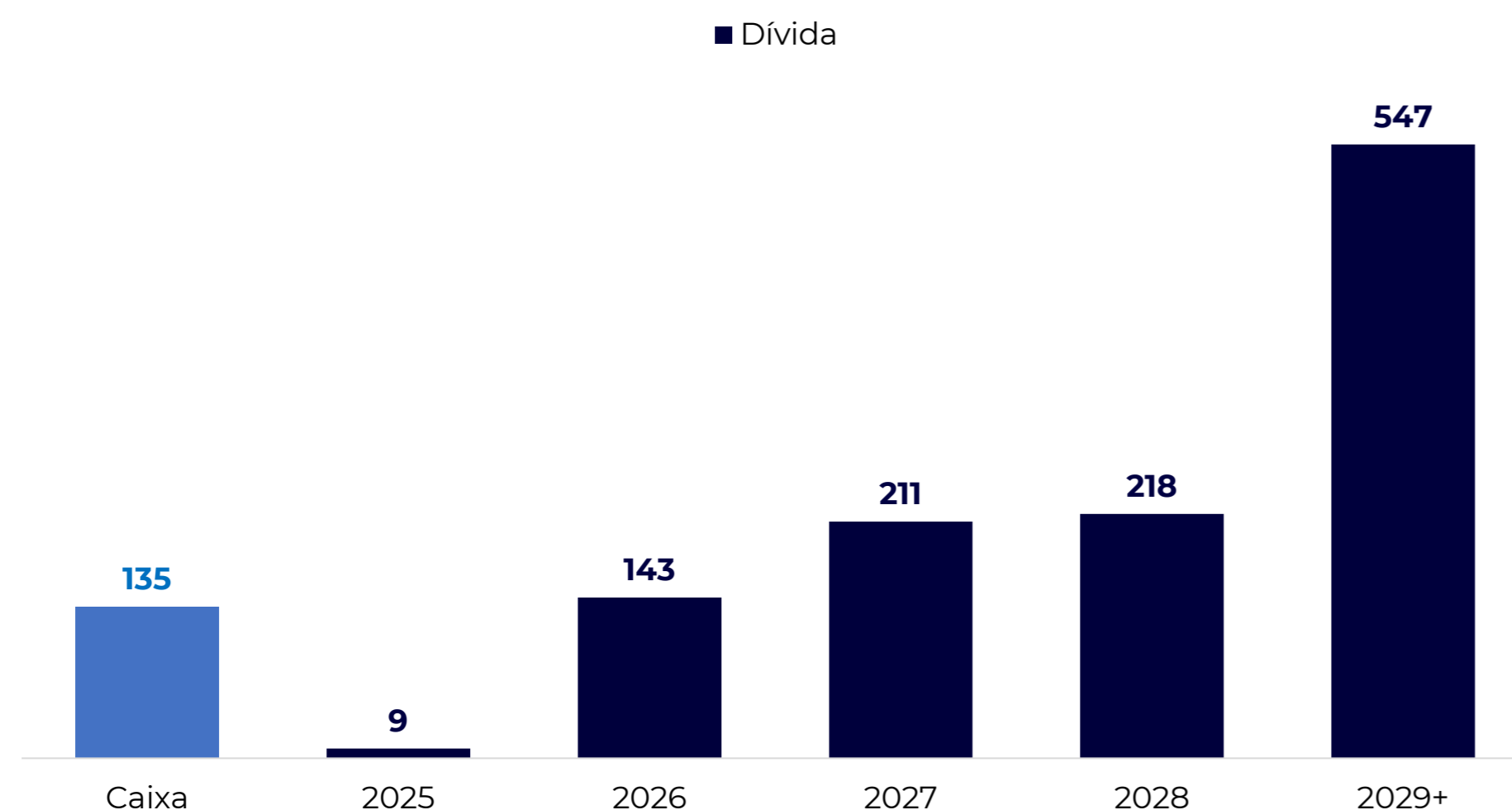
Operacional. O volume de gás comercializado registrou queda de 5,6% a/a, sobretudo no segmento industrial cativo (-60% a/a), o que foi parcialmente compensado pelo aumento expressivo de 407% a/a no segmento industrial livre. Além disso, os preços dos grupos industrial e industrial livre cresceram 0,2% a/a e 2,8% a/a, respectivamente. Os outros setores, menos representativos, apresentaram melhora de volume e preços, com exceção de automotivo (queda de 20% a/a no volume) e cogeração (queda de 3,3% a/a em preços).

Destaques resultado 3T25. A receita líquida totalizou R\$483 milhões (-39,9% a/a), com EBITDA de R\$209 milhões (-8,2% a/a) e margem EBITDA de 43,1% (+14,9 p.p. a/a). A melhora de margem no período pode ser explicada pelo menor custo de aquisição da molécula de gás (-22,2% a/a), apesar da queda na receita do segmento industrial cativo de R\$520 milhões.

Acionistas. Cemig (99,6%) e Município de Belo Horizonte (0,4%)

Rating. Fitch: AA+(bra)

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Gasmig, Engie e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Margem EBITDA competitiva;
- Alavancagem estável e baixa;
- Contrato de concessão renovado até 2053.

Pontos de Atenção

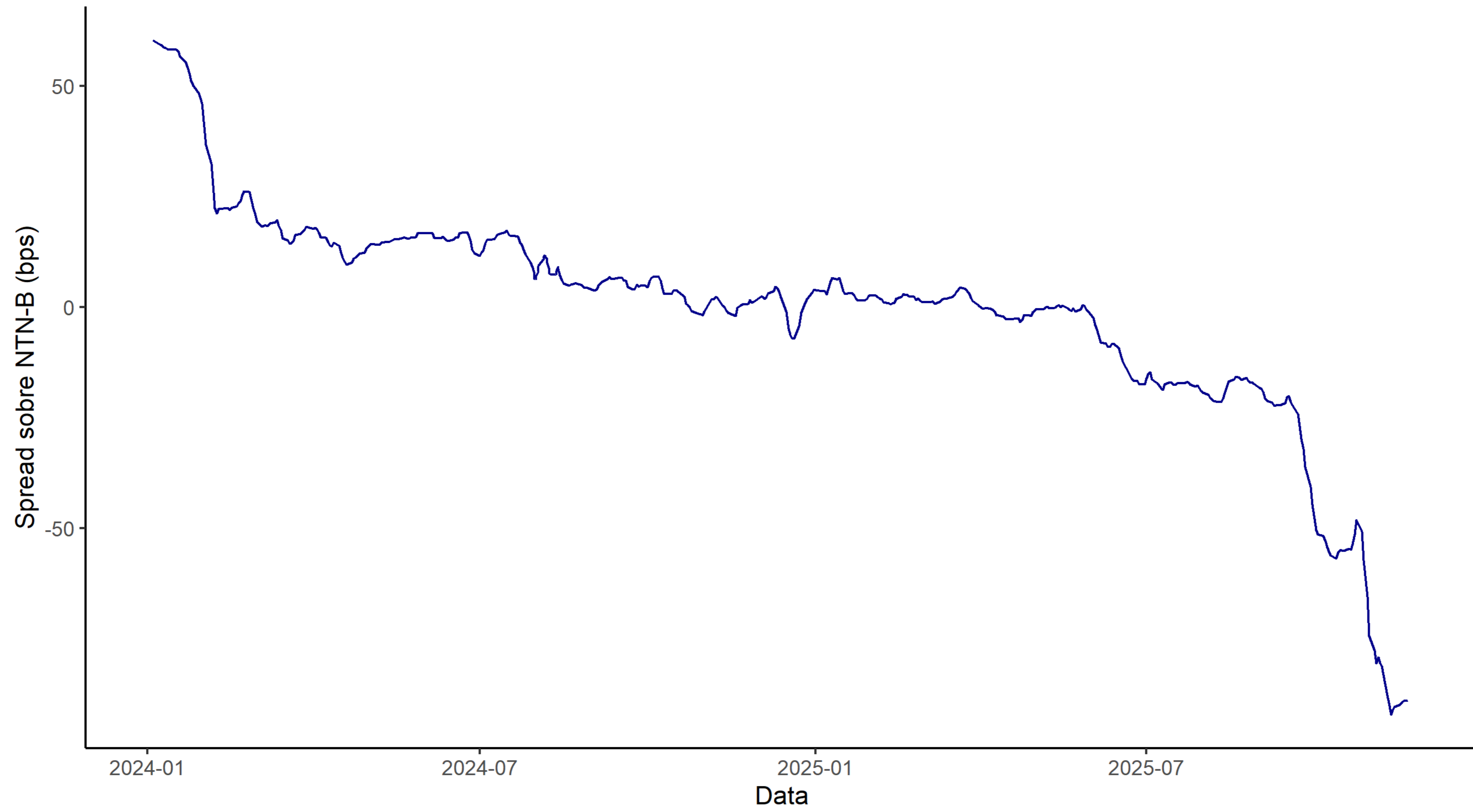
- Concentração da receita com distribuição de gás no segmento industrial, expondo o resultado operacional à performance da indústria;
- Investimentos para expansão da rede para cidades do oeste de MG pode elevar alavancagem.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25	Engie 3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	3.302	3.125	804	483	2.999
Margem Bruta	28,6%	27,8%	28,3%	43,6%	44,8%
EBITDA (R\$ Mi)	948	861	227	209	1.871
Margem EBITDA	28,7%	27,5%	28,3%	43,1%	62,4%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	596	498	131	110	731
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	726	941	654	978	24.534
Dívida Bruta/PL	0,8	1,0	0,8	0,8	2,2
Dívida Líquida/EBITDA	0,8	1,1	0,7	1,2	3,2
Ativo CP/ Passivo CP	1,6	0,8	0,7	0,5	1,1
Caixa/Dívida CP	2,6	1,9	2,6	0,9	1,5
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	764	549	113	112	670
FCI	-263	-347	-114	-83	-2.486
FCF	-653	-421	-91	-96	782
Δ Caixa	-152	-220	-92	-67	-1.035



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CGMG18 – Evolução do *Spread*



Grupo Cereal

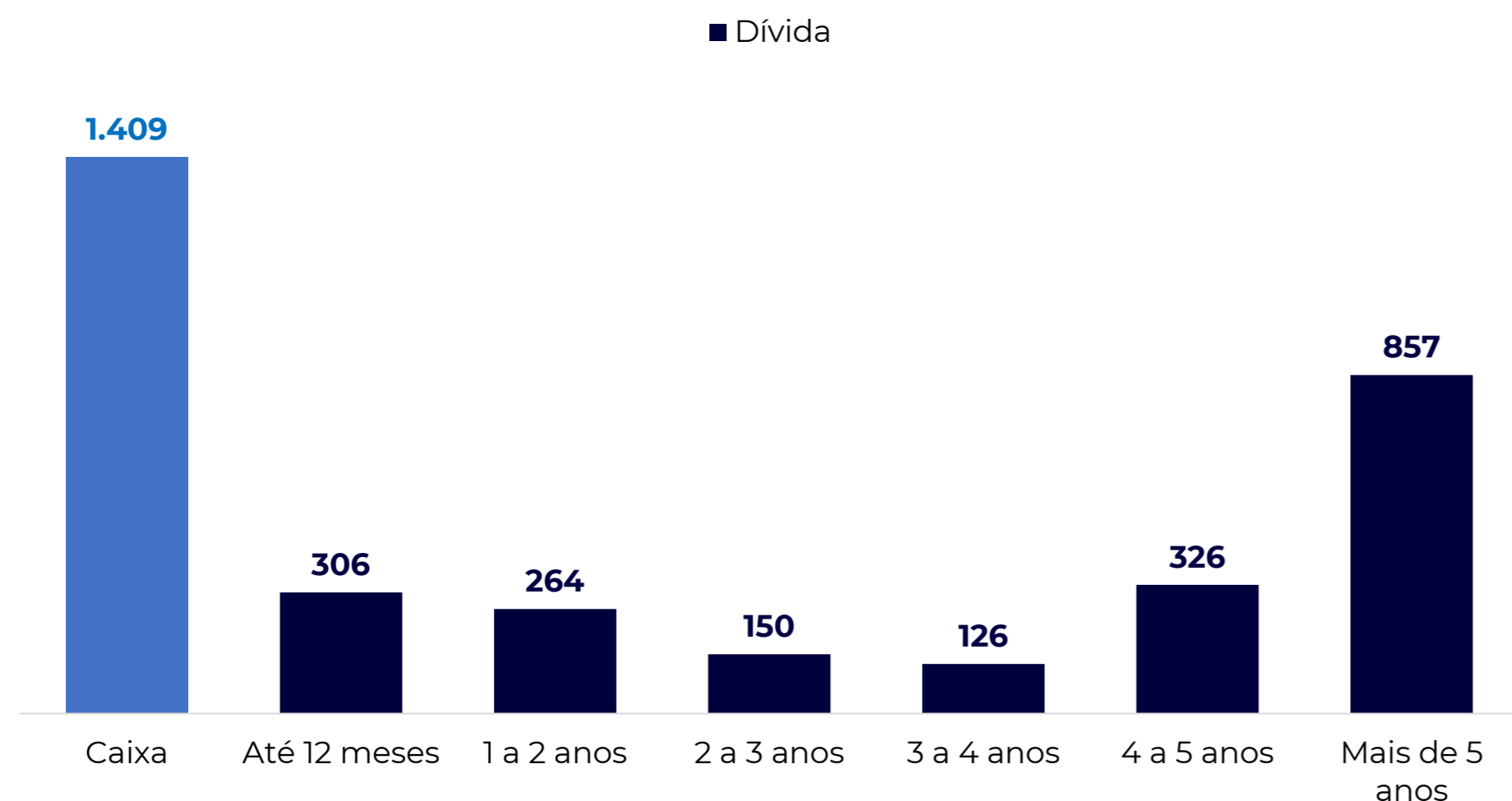
Perfil. O Grupo Cereal foi fundado em 1981 e, atualmente, está entre os principais players de moagem de grãos do estado de Goiás. O Grupo iniciou suas operações com corretagem de grãos e expandiu seu escopo, se especializando na originação e esmagamento de grãos, venda de farelo de soja, ração animal, desativação de soja, óleo e biodiesel.

Destaques resultado 3T25. A receita líquida atingiu R\$1,5 bilhão (+53,2% a/a), com margem bruta de 10,2% (+3,5p.p. a/a), com melhores margens de vendas e aumento dos volumes comercializados. O EBITDA, por sua vez, atingiu R\$121 milhões (vs. R\$52 milhões no 3T24), com a margem saindo de 5,4% no 3T24 para 9,0% no 3T25, após melhora da margem bruta e diluição das despesas comerciais. A alavancagem atingiu 1,5x, com caixa e equivalentes cobrindo a amortização da dívida de curto prazo em 4,6x.

Acionistas. Evaristo Barauna (39,4%), Selma Barauna (10,6%), Adriano Barauna (16,7%), Evaristo L. Barauna JR (16,7%) e Ricardo Barauna (16,6%).

Rating. S&P: brAA-

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Pontos Fortes de Crédito

- Estrutura de logística e distribuição verticalizada;
- Longo histórico de atuação na cadeia de grãos;
- Entre as principais companhias do segmento em Goiás;
- Esforços para alongar perfil da dívida.

Pontos de Atenção

- Alta necessidade de capital de giro nos meses de colheita (fevereiro, março, abril);
- Forte exposição a preço e demanda de soja;
- Consumo de caixa com investimentos em expansão.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	2T25*	3T25	Caramuru 3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	4.089	4.294	1.388	1.452	2.288
Margem Bruta	7,5%	9,2%	11,5%	10,3%	18,8%
EBITDA (R\$ Mi)	222	296	140	121	332
Margem EBITDA	5,4%	6,9%	10,1%	8,3%	14,5%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	119	143	94	83	202
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	180	278	917	620	1.795
Dívida Bruta/PL	2,7	3,4	2,2	2,6	1,3
Dívida Líquida/EBITDA	0,8	0,9	2,6	1,5	2,0
Ativo CP/ Passivo CP	1,8	2,1	2,1	2,6	1,7
Caixa/Dívida CP	3,5	2,7	2,0	4,6	1,0
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	343	195	95	426	694
FCI	-184	-192	-27	-101	-45
FCF	197	626	-146	-265	433
Δ Caixa	356	628	-78	59	1.082

Fonte: Grupo Cereal, Caramuru e Safra (*) Dados indisponíveis para o 3T24.



Grupo José Alves

Perfil. Fundado em 1962 na cidade de Uberlândia (MG), o Grupo José Alves (GJA) é uma holding com atuação em diferentes segmentos do mercado, com destaque para sua operação no setor de Bebidas, em que atua sob a marca Refrescos Bandeirantes como engarrafadora e distribuidora de marcas do grupo Coca-Cola nos estados de Goiás e parte do Tocantins. O Grupo ainda detém atuação em segmentos como indústria farmacêutica (Vitamedic), produtos de limpeza (N&L), educação (Alfa Educação) e locação de veículos.

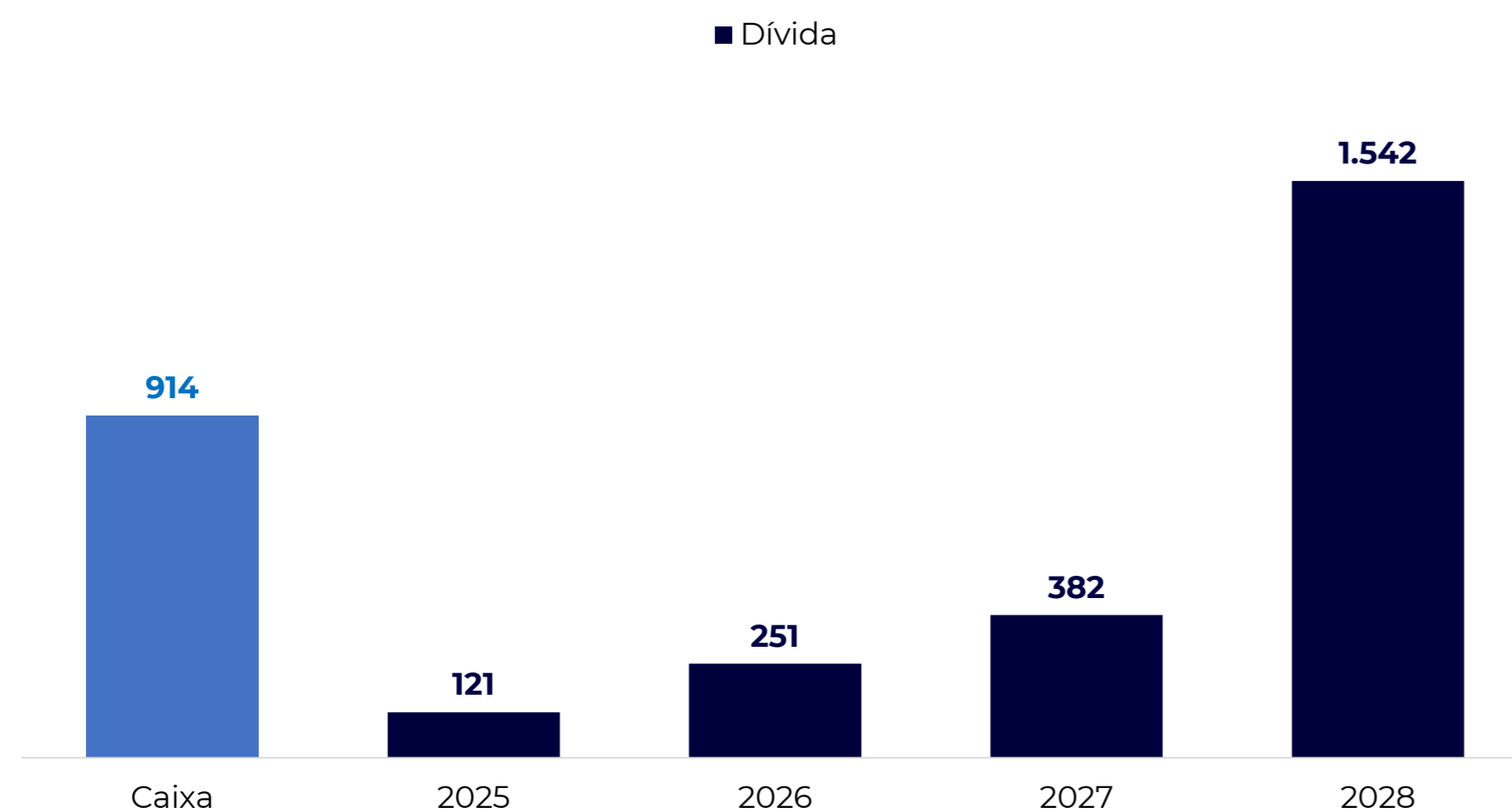
Operacional 2024. O aumento da receita líquida para R\$2,6 bilhões em 2024 (+15,7% vs. 2023) foi beneficiado, principalmente, pelo crescimento de 16,7% na receita do segmento de bebidas, a partir do melhor resultado em Goiás, Tocantins e direcionamento de vendas para atender à operação da Femsa no Rio Grande do Sul após a paralisação da fábrica pelas enchentes no estado. O volume comercializado foi maior em refrigerantes (+5,2% a/a), água (+4,5% a/a) e bebidas não carbonatadas (+1,5% a/a), mas diminuiu no mercado de cerveja (-1,7% a/a). A margem bruta diminuiu levemente para 43,2% (-0,6 p.p. a/a), impactada pelo resultado da Vitamedic (-9,8p.p. vs. 2023), parcialmente compensada pela margem da operação do segmento de bebidas, que possui maior capacidade de repasse de preços. O EBITDA de 2024 foi R\$354 milhões (+6,2% a/a), com margem de 13,7% (-1,2 p.p. a/a), pressionado pela expansão de despesas operacionais, que subiram 17% a/a. Destaca-se que as 3 margens do setor de medicamentos foram contraídas, tendo registrado margem EBITDA de -33,6% (-14 p.p. a/a).

Endividamento. A dívida líquida atingiu R\$1,4 bilhão e aumentou 18,3% no comparativo a/a, influenciada pela queima de caixa livre de R\$207 milhões em 2024. A alavancagem (dívida líquida/EBITDA) do grupo atingiu 3,9x (+0,4 pontos a/a) no final de 2024. Já a alavancagem da controlada GJA Indústrias foi de 3,32x (vs. limite do covenant de 3,50x).

Acionistas. O grupo é controlado pela família fundadora.

Rating. Moody's: A-.br / S&P: brBBB+

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Grupo José Alves, Solar e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Contratos renováveis de 5 anos com a Coca-Cola e monopólio de distribuição da marca no Tocantins e Goiás;
- Estrutura logística consolidada nas regiões de atuação, reduzindo a necessidade de investimentos;
- Previsibilidade de faturamento devido ao contrato de exclusividade para distribuição de bebidas.

Pontos de Atenção

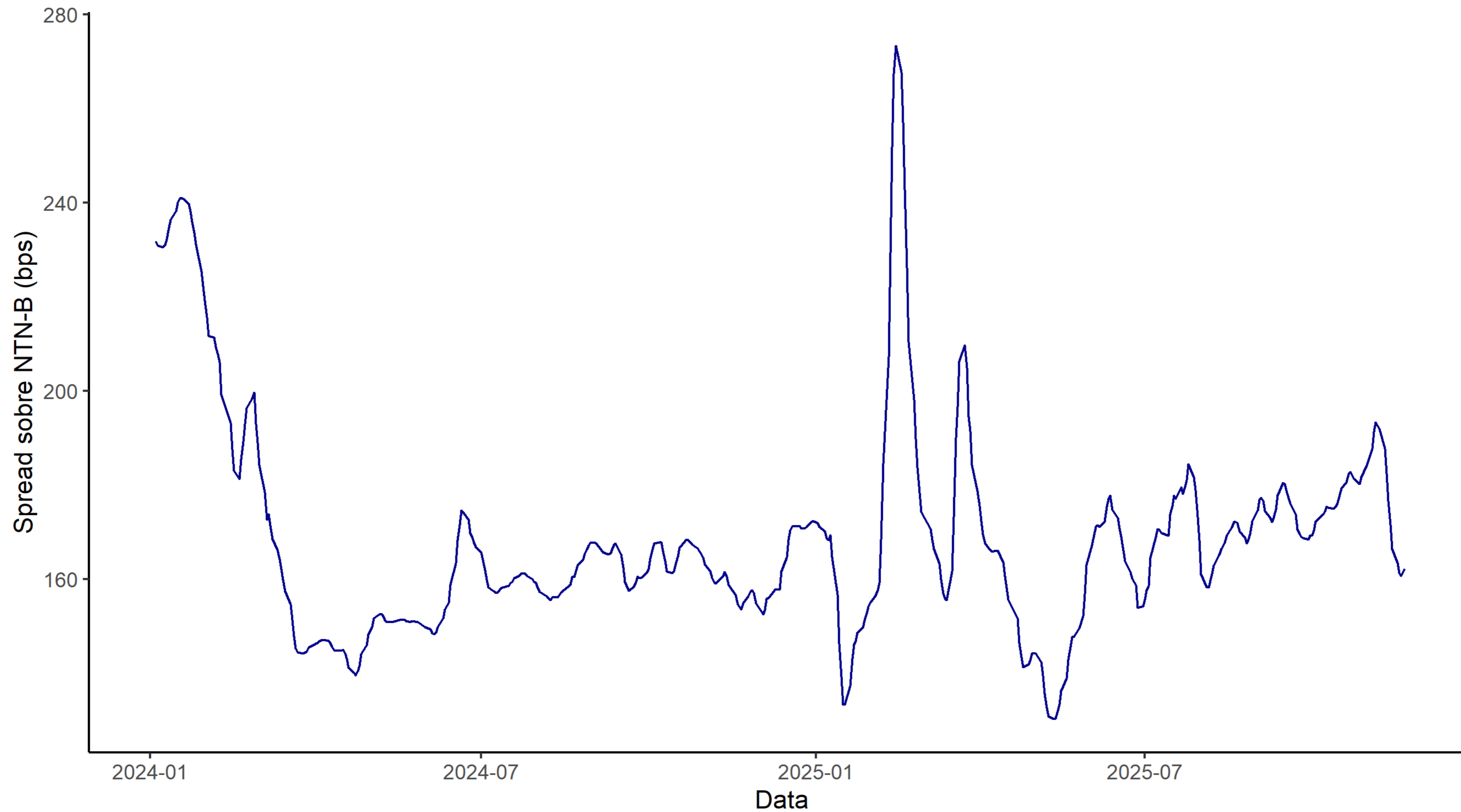
- Preço do açúcar impacta diretamente a margem de operação. Risco mitigado através de parcerias com fornecedores;
- Investimentos nas operações da Vitamedic e N&L podem não trazer o retorno esperado e impactar o resultado consolidado.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2021	2022	2023	2024	Solar 2024
Receita Líquida (R\$ Mi)	1.808	1.960	2.233	2.584	11.512
Margem Bruta	42,3%	40,0%	43,8%	43,2%	39,3%
EBITDA (R\$ Mi)	371	305	333	354	2.415
Margem EBITDA	20,5%	15,6%	14,9%	13,7%	20,9%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	205	80	-31	-88	1.646
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	596	897	1.168	1.382	572
Dívida Bruta/PL	1,0	1,1	1,5	2,4	0,3
Dívida Líquida/EBITDA	1,6	2,9	3,5	3,9	0,2
Ativo CP/ Passivo CP	1,8	2,1	2,0	3,3	1,0
Caixa/Dívida CP	2,5	2,7	2,4	7,5	5,7
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	303	115	217	225	2.318
FCI	-336	-249	-251	-239	-985
FCF	250	32	199	551	-1.271
Δ Caixa	217	-102	165	537	63



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA0210012Z – Evolução do *Spread*



Hapvida

Perfil. A Hapvida é a maior operadora de saúde verticalizada do Brasil, tendo planos com cobertura de serviços médico-hospitalar e odontológico. O modelo de negócio conta com uma rede própria de hospitais, clínicas e centros de diagnósticos, que chegam a realizar 79% de todos os procedimentos de seus segurados. A estrutura operacional com rede de hospitais própria permite à companhia maior controle da sinistralidade e preços competitivos em suas linhas de produtos. Os planos médicos representam cerca de 94% da receita.

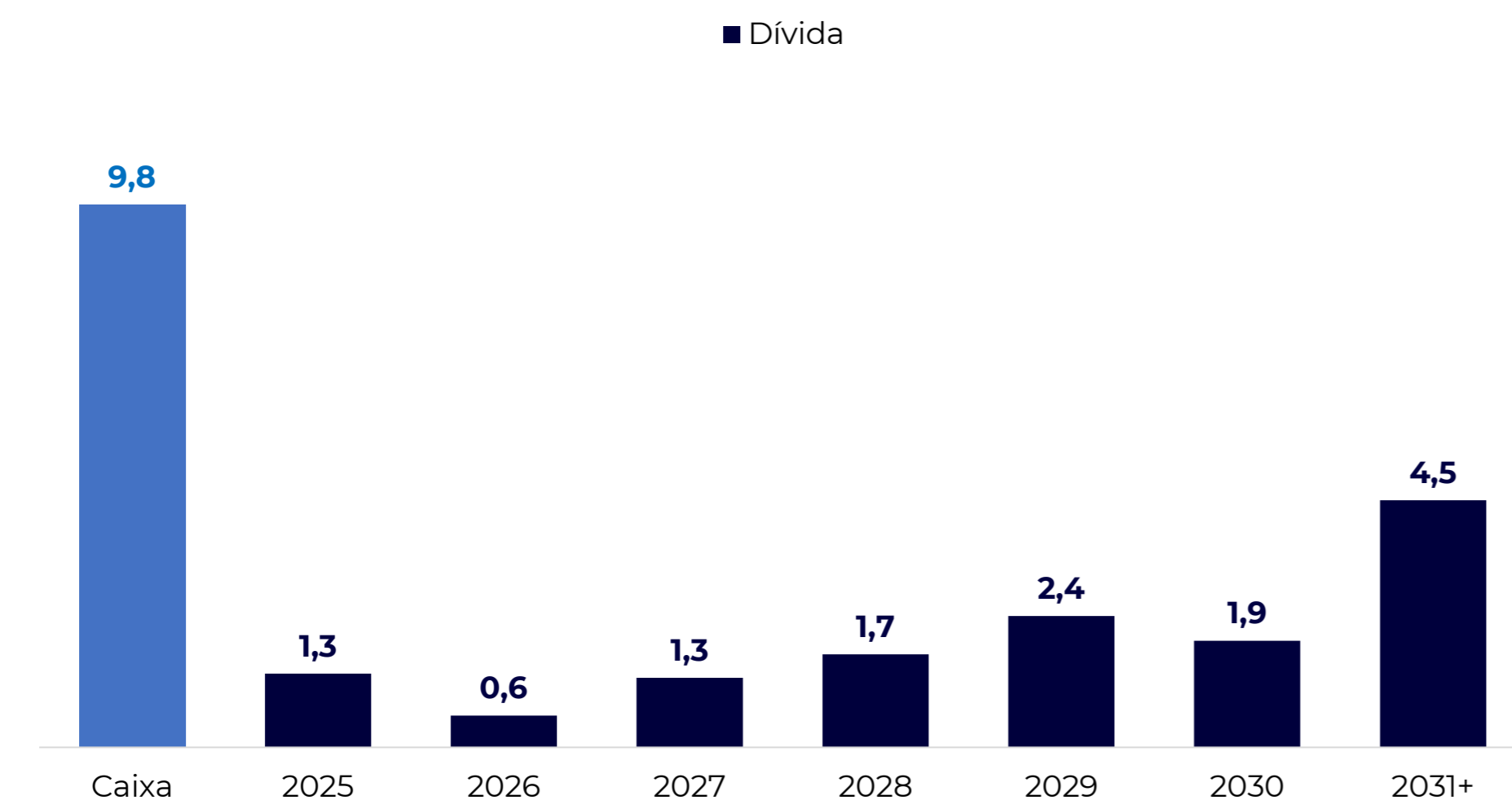
Operacional. Devido ao inverno mais longo e intenso, assim como à ampliação da rede, um dos principais fatores de pressão sobre a companhia foi o incremento na frequência de uso, com a sinistralidade caixa alcançando 75,2% (+1,3% t/t e +1,4% a/a). Além disso, o ambiente mais competitivo dificulta a execução da expansão de base e do aumento de preços num futuro próximo. O número de beneficiários do segmento de saúde atingiu 8,9 milhões de beneficiários, ficando praticamente estável em relação ao 3T24, destacando-se a expansão da carteira corporativa (+4,0% a/a), que compensou a queda nas carteiras PME, adesão e individual. Apesar disso, a geração de receita foi beneficiada pelo aumento do *ticket* médio. Nos planos de saúde, ele saiu de R\$276,0 (3T24) para R\$292,7 (3T25), aumento de 6,1% a/a, com a parcela de R\$19,6 provenientes do ajuste de preço líquido. Em planos odontológicos, o número de beneficiários totalizou 7,1 milhões de pessoas (+2,8% a/a), com aumento de 5,8% no *ticket* médio mensal.

Destaques resultado 3T25. A receita líquida totalizou R\$7,8 bilhões (+6,0% a/a), com EBITDA ajustado de R\$746 milhões (-2,1% a/a), cuja queda foi influenciada por aumento de despesas em vendas (+R\$56 milhões) e fatores não recorrentes relacionados a estorno do excedente de provisão de multas ANS e contingências tributárias.

Acionistas. PPAR Pinheiro Par (39,2%), Squadra (5,2%), Tesouraria (5,5%) e *free float* (50,1%).

Rating. Fitch: AAA(bra)

Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)



Fonte: Hapvida, Mater Dei, Rede D'Or e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Participação relevante no mercado de saúde suplementar brasileiro;
- Extensa base de beneficiários, com mais de 15 milhões de clientes nos planos de saúde e/ou odontológico;
- Modelo verticalizado favorece melhor controle de custos e ganhos de eficiência operacional;
- Forte posição de caixa e com cronograma de dívida bem distribuída.

Pontos de Atenção

- Taxa de juros ainda elevada aumenta o pagamento do serviço da dívida e pressiona fluxo de caixa livre;
- Aumento na sinistralidade caixa;
- Arrefecimento da economia e aumento do desemprego podem afetar base de beneficiários.

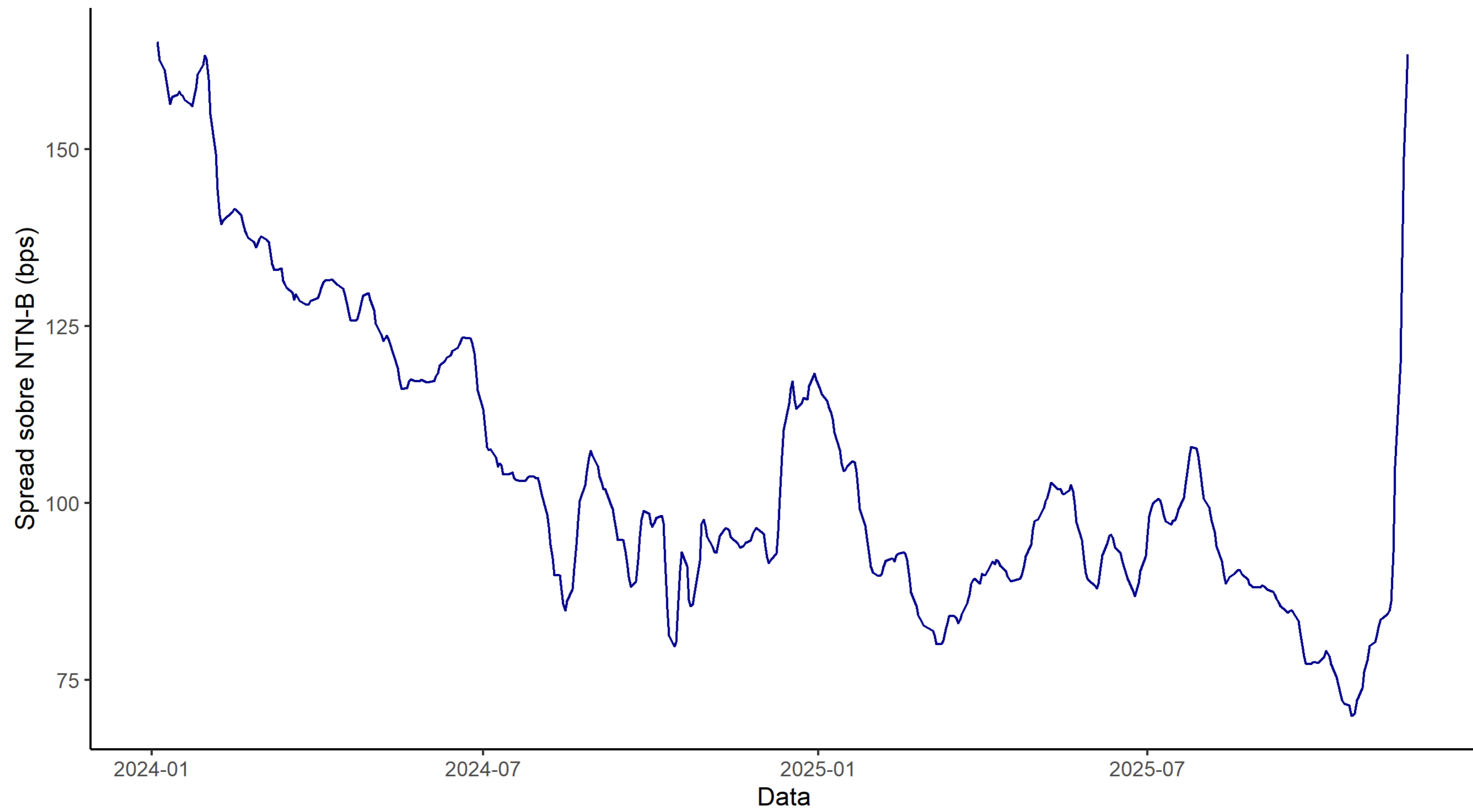
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	27.383	28.952	7.338	7.775
Margem Bruta	25,8%	30,4%	26,9%	21,2%
EBITDA (R\$ Mi)	2.932	3.795	763	613
Margem EBITDA	10,7%	13,1%	10,4%	7,9%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	846	270	-71	-57
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	4.816	4.535	4.100	4.251
Dívida Bruta/PL	0,3	0,3	0,2	0,3
Dívida Líquida/EBITDA	1,4	1,1	1,0	1,0
Ativo CP/ Passivo CP	1,2	1,7	1,5	1,8
Caixa/Dívida CP	3,5	9,7	13,2	6,9
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	2.335	2.726	724	277
FCI	-1.937	-835	-181	-224
FCF	-1.278	-1.319	-1.168	-390
Δ Caixa	-880	572	-625	-337

Mater Dei 3T25	Rede D'Or 3T25
568	14.583
30,1%	23,1%
126	3.252
22,2%	22,3%
27	1.456
738	16.976
1,0	1,6
1,8	1,5
2,9	3,2
7,6	13,5
77	-2.276
-24	-1.094
-34	4.646
19	1.276



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima 21K0001812 – Evolução do *Spread*



Havan

Perfil. A Havan é uma rede varejista fundada em Brusque (SC) em 1986. Atualmente, está entre as principais companhias varejistas do país, com um faturamento anual na ordem de R\$11 bilhões. Sua operação é formada por megalojas, uma plataforma de e-commerce e uma operação de crédito (via cartão Havan). As megalojas, presentes em 23 estados mais o DF, são empreendimentos com uma área média de 5.007 m², tendo mais de 350 mil SKUs em segmentos como eletroeletrônicos, produtos para casa e vestuário. As unidades estão em sua maioria localizadas em regiões com menor cobertura de grandes redes varejistas e shoppings.

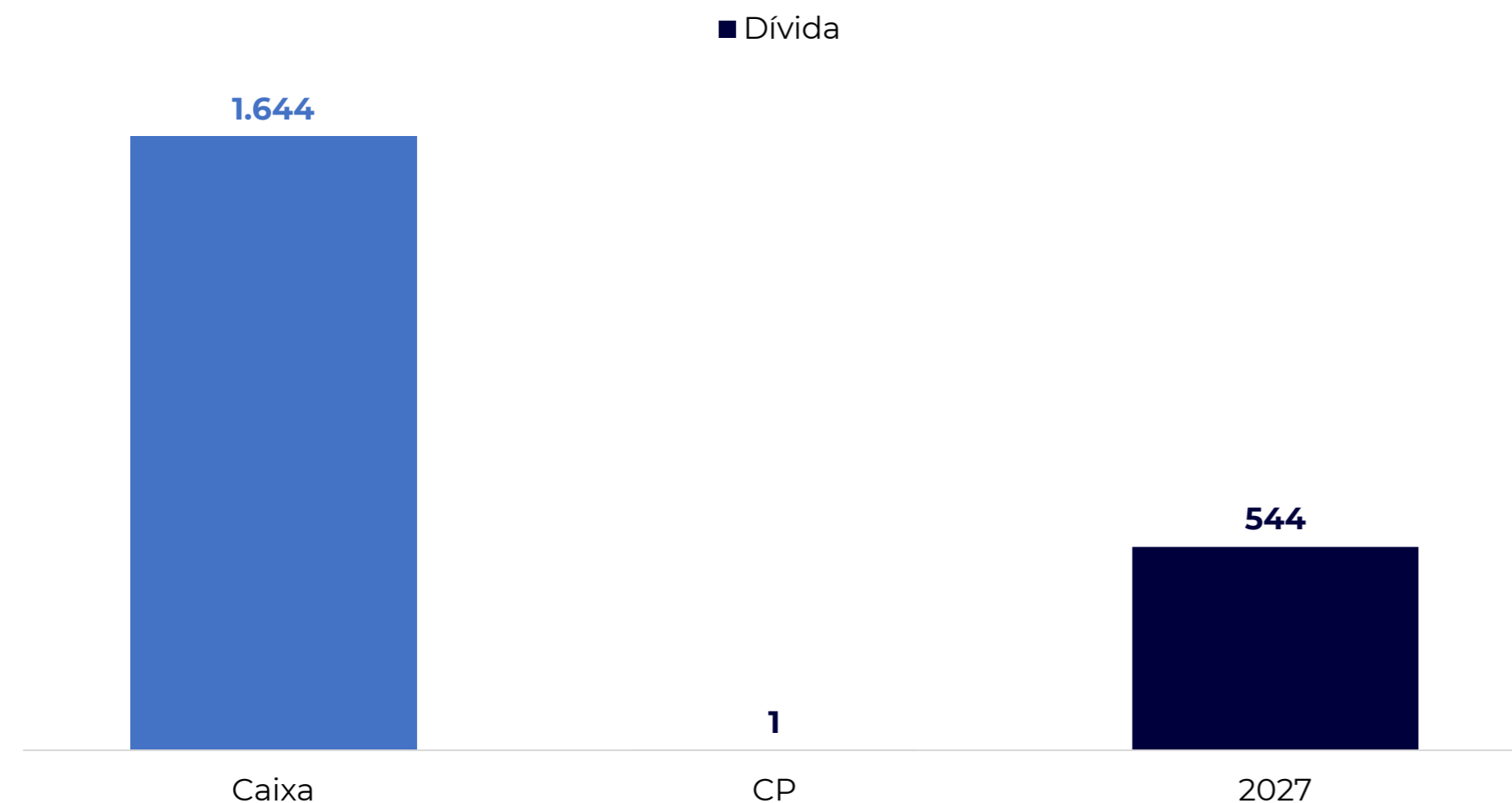
Operacional. A companhia apresentou um sólido resultado operacional, beneficiado pela abertura de 5 megalojas em relação ao 3T24 e expansão de 12% na receita líquida por m² de área de vendas. Ao final do 3T25, a Havan possuía 180 megalojas com uma área total de vendas de 901 mil m².

Destaques resultado 3T25. A receita líquida foi de R\$4,2 bilhões (+15,1% a/a), com EBITDA de R\$595 milhões e margem EBITDA de 18,9% (+0,5 p.p. vs. 3T24). O recuo da margem EBITDA refletiu aumento de 18% das despesas com vendas, após expansão de unidades. A companhia continuou apresentando uma condição de caixa líquido, atingindo R\$1,1 bilhão no 3T25. A alavancagem, por sua vez, atingiu -0,4x.

Acionistas. Luciano Hang (100%)

Rating. Fitch: AAA(bra)

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Pontos Fortes de Crédito

- Estrutura das lojas oferece vantagens competitivas, como capacidade de estoque e oferecimento de serviços de lazer;
- Presença diversificada em vários estados do país e em pontos estratégicos;
- Perfil de crédito desalavancado abre espaço para eventual expansão ou a torna resiliente em períodos de estresse econômico.

Pontos de Atenção

- Setor de varejo competitivo e pulverizado;
- Performance financeira correlacionada com a ciclicidade da economia e a fatores de renda e desemprego.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	9.319	11.698	2.696	3.143
Margem Bruta	40,1%	41,5%	39,0%	38,8%
EBITDA (R\$ Mi)	1.884	2.781	524	595
Margem EBITDA	20,2%	23,8%	19,4%	18,9%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	600	1.261	182	220
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	-666	-610	-622	-1.098
Dívida Bruta/PL	1,3	0,9	0,9	0,6
Dívida Líquida/EBITDA	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4
Ativo CP/ Passivo CP	1,3	1,1	1,2	1,2
Caixa/Dívida CP	4,9	4,6	4,7	1.633,9
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	3.075	1.932	615	493
FCI	-24	-149	-52	-59
FCF	-2.217	-2.215	-563	-607
Δ Caixa	834	-432	0	-173

Casas Bahia 3T25	Magalu 3T25
6.868	9.027
30,0%	31,5%
587	711
8,5%	7,9%
-496	85
4.483	4.368
1,5	0,5
1,9	0,5
0,7	1,3
1,7	1,4
5.470	535
-84	-275
-5.165	-708
221	-449



JF Citrus

Perfil. A JF Citrus Agropecuária foi fundada em 2006, tendo como objetivo a profissionalização da gestão dos cultivos da família Santos, produtores de citros desde 1972. A companhia tem como foco a produção e fornecimento de laranja para a produção de suco. Suas 20 fazendas estão localizadas no interior de SP e MG, somando mais de 17.000 hectares e 5 milhões de pés de laranja.

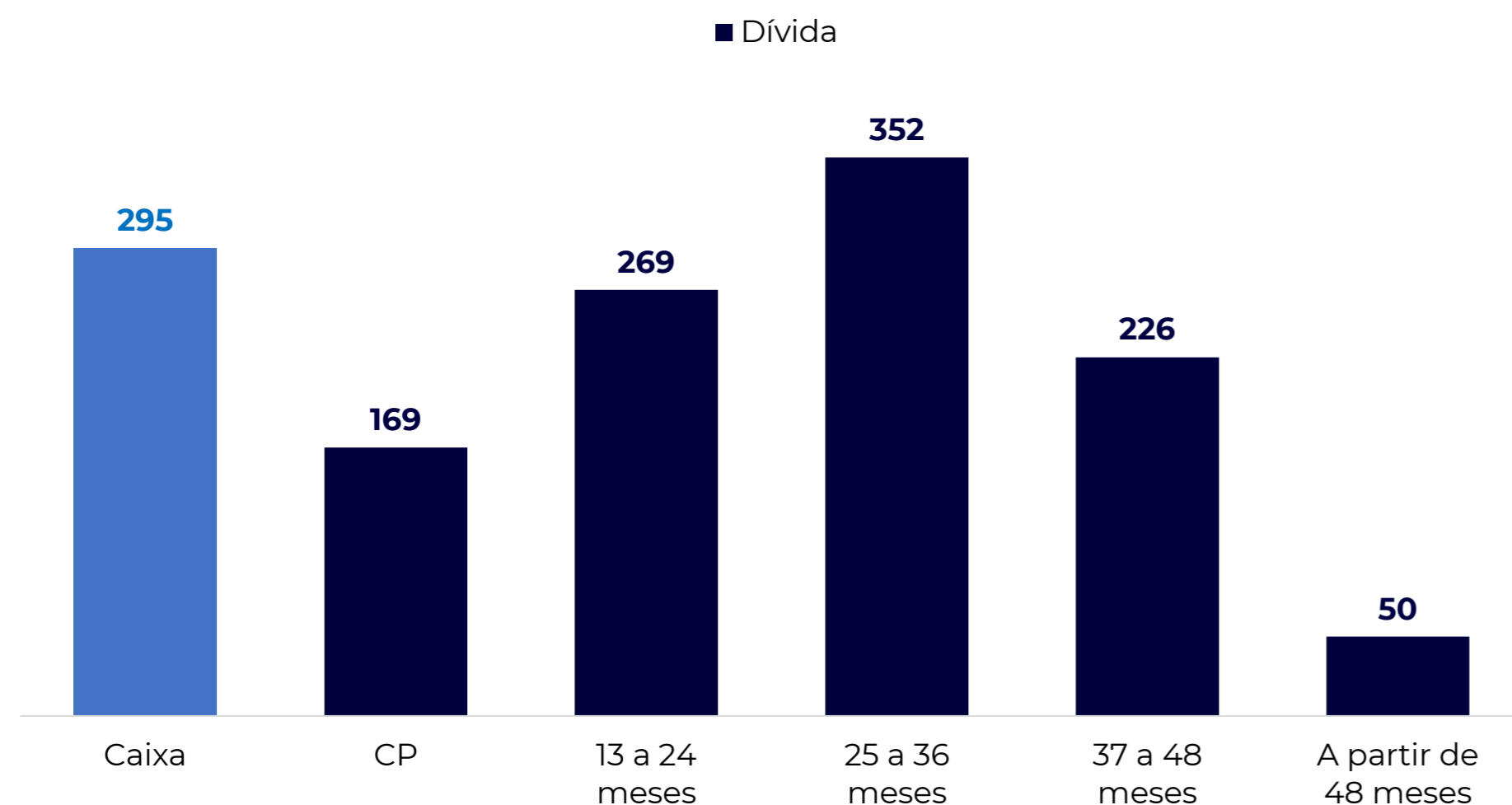
Operacional 2024/25. Na safra 2024/25, o desempenho foi impulsionado, principalmente, pela valorização do preço médio de comercialização da laranja, que atingiu R\$77,60 por caixa posta na indústria (+57,3% a/a). Por outro lado, o resultado foi parcialmente compensado pela retração de 31% no volume produzido, totalizando 5,9 milhões de caixas, reflexo da quebra de safra no cinturão citrícola e da menor produtividade média por hectare. A companhia intensificou seu plano de investimentos, totalizando desembolsos de R\$140 milhões no período. O destaque foi a implantação de sistemas de irrigação, com aplicação de aproximadamente R\$90 milhões – um avanço frente aos R\$25 milhões investidos na safra anterior. A companhia também ampliou os aportes voltados ao desenvolvimento de novos pomares, reforçando sua estratégia de expansão e renovação da base produtiva.

Destaques resultado 2024/25. Na safra 2024/25, a JF Citrus reportou receita líquida de R\$520 milhões, representando (+13,2% vs. 2023/24) O EBITDA ajustado da companhia somou R\$401 milhões, avanço de 21,9% a/a, com margem EBITDA de 77,2% (+5,5 p.p. vs. safra 2023/24). A expansão da rentabilidade decorre da combinação entre preços mais elevados e redução nos custos de produção e despesas comerciais.

Acionistas. A companhia é controlada pela JF Citrus Holding, pertencente à família Santos, que também detém participações em outras empresas do grupo, incluindo CMAA (açúcar e etanol), JF Bricks (imobiliário), Agro Quartzo (terras) e SSF Protein (proteína animal).

Rating. -

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: JF Citrus e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Amplo histórico de atuação no setor citrícola; Contratos de *take-or-pay* de longo prazo;
- Diversificação geográfica das fazendas;
- Produtividade histórica acima da média brasileira.

Pontos de Atenção

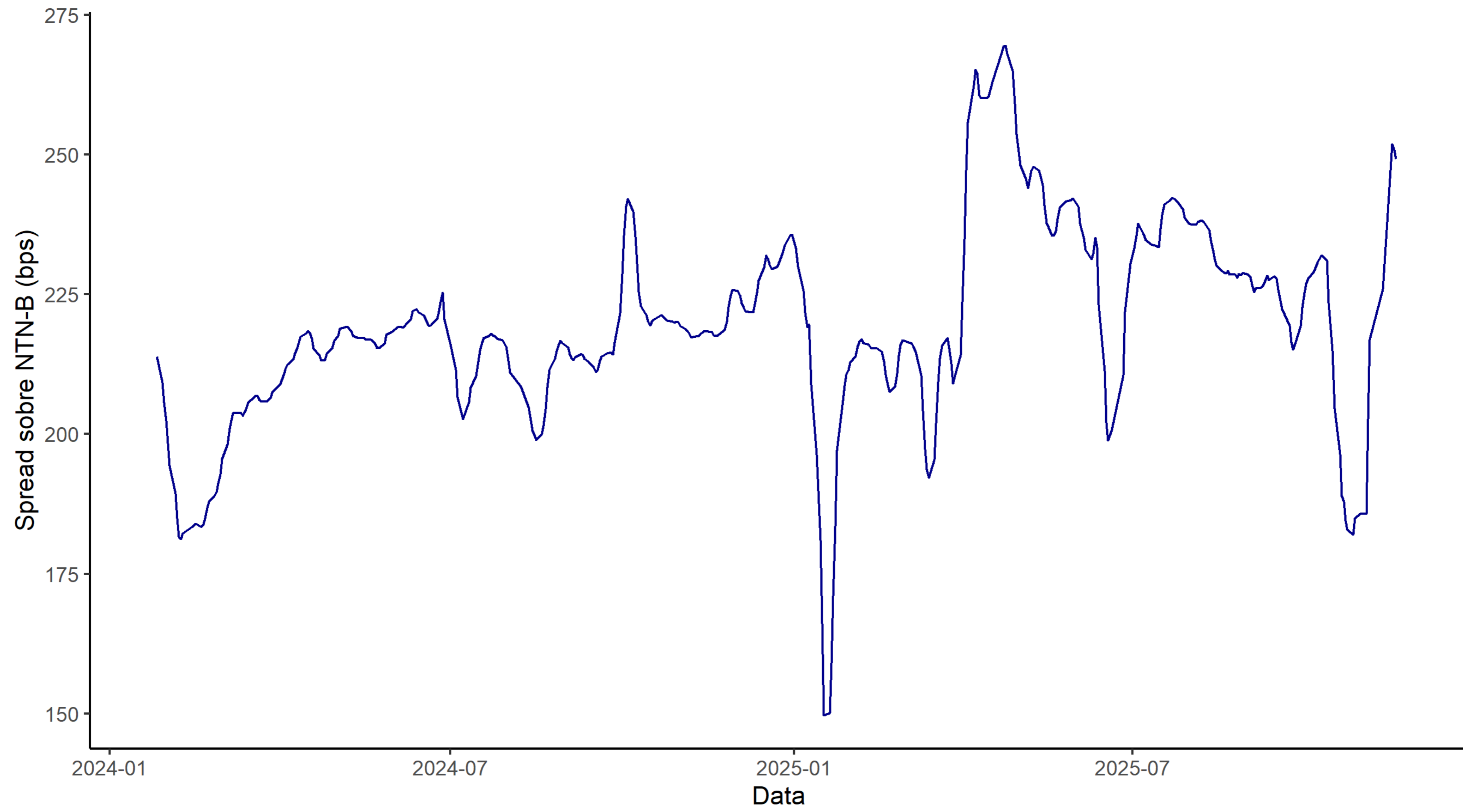
- Arrefecimento dos preços de laranja pode vir a impactar geração de caixa do grupo e alavancagem;
- Queda da produtividade pelo clima e avanço do *greening*;
- Mudanças nos hábitos de consumo;
- Acesso limitado a informações.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	308	336	459	520
Margem Bruta	71,7%	51,8%	47,4%	54,2%
EBITDA (R\$ Mi)	219	226	329	401
Margem EBITDA	71,2%	67,1%	71,7%	77,2%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	83	-6	22	41
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	513	609	614	772
Dívida Bruta/PL	3,7	4,0	4,5	3,9
Dívida Líquida/EBITDA	2,3	2,7	1,9	1,9
Ativo CP/ Passivo CP	1,5	2,7	2,7	2,9
Caixa/Dívida CP	1,0	1,4	2,1	1,7
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	-41	52	92	123
FCI	-82	-44	-53	-140
FCF	208	13	145	-114
Δ Caixa	85	21	183	-130



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA021003F5 – Evolução do *Spread*



Fonte: Anbima e Safr

JSL

Perfil. Fundada em 1969, a JSL é a maior companhia de logística rodoviária do Brasil, com atuação em todos os estados, em mais de 6 países da América do Sul e na África do Sul. Destaca-se, sobretudo, no modal rodoviário. Possui portfólio de 50,2% em *asset light* e 49,8% em *asset heavy*. Ao final de 2024, a Companhia contava com cerca de 34 mil ativos operacionais, 35 mil colaboradores, 1 milhão de m² de armazenagem e mais de 300 filiais, espalhadas por todas as regiões em que atua.

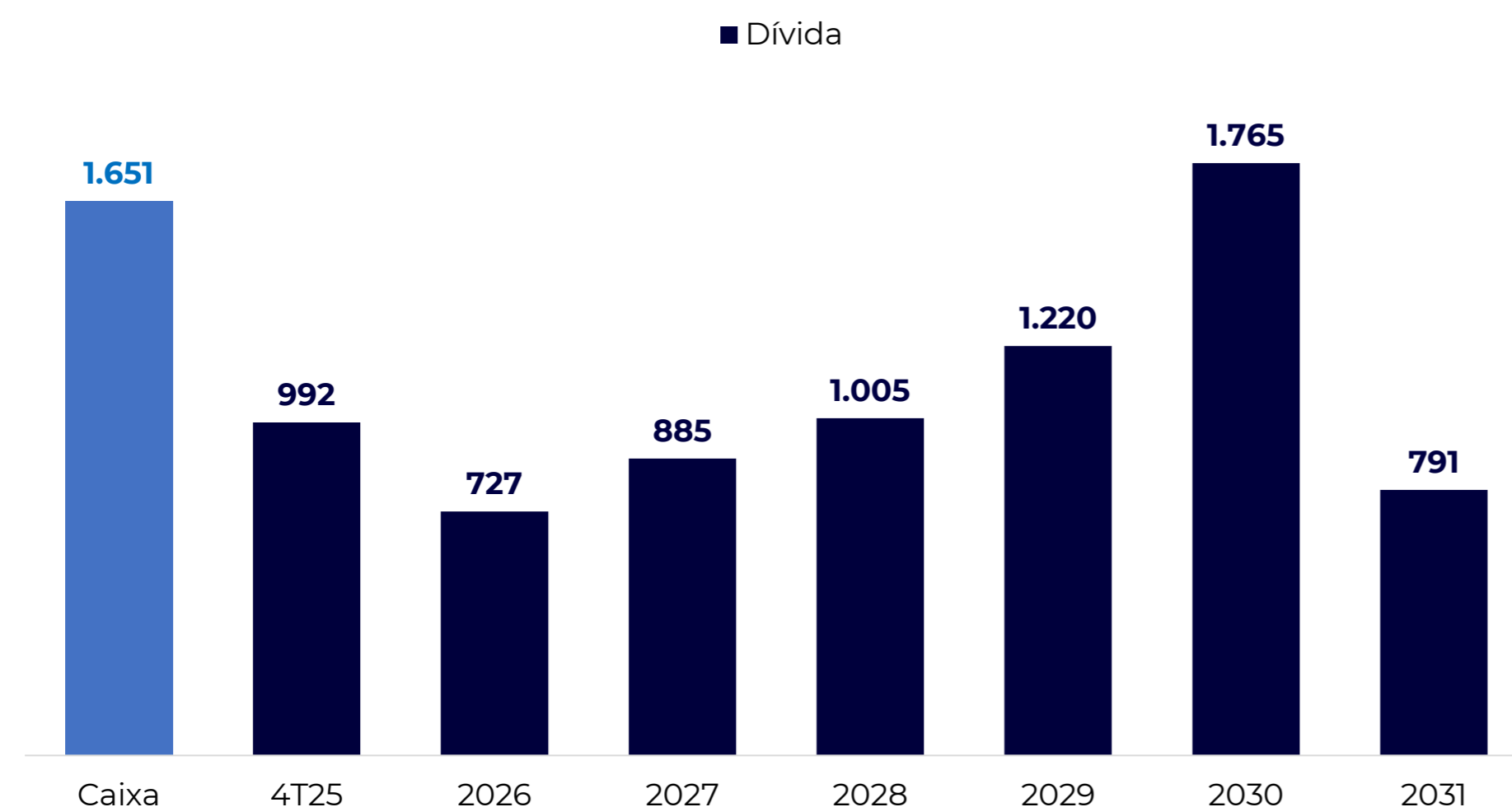
Operacional. Resultado foi beneficiado pelo *ramp-up* dos contratos implantados ao longo do primeiro semestre de 2025. Destacaram-se os aumentos na representatividade dos setores aeroportuário (+52%), e-commerce (+41%), papel e celulose (+9%) e bens de consumo (+8%). No trimestre, a companhia reorganizou suas unidades de negócio, segmentando suas operações em JSL Serviços Dedicados, que respondeu por 75% da receita líquida no período (+2% a/a); Intralog, com 20% da receita líquida (+19% a/a); e JSL Digital, com 5% da receita líquida (+18% a/a).

Destaques resultado 3T25. A companhia apresentou evolução dos resultados no comparativo a/a, com receita líquida de R\$2,5 bilhões (+5,6% a/a). O EBITDA ajustado foi de R\$526 milhões (+12,8% a/a), com margem de 21,2%, representando expansão de 1,3 p.p. a/a. A melhora da margem foi sustentada por reajustes de preços em contratos e redução de custos operacionais.

Acionistas. Controlador (74,9%), Diretoria e Conselho (2,4%), *free float* e Tesouraria (22,7%).

Rating. Fitch: AA(bra) / Moody's: AA+.br / S&P: brAA+

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: JSL, Tegma e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Escala operacional robusta, com carteira diversificada de clientes e com contratos de médio/longo prazo;
- *Cross-sell* entre linhas de armazenagem e transporte de cargas e colaboradores;
- Ganhos de escala e eficiência, com expectativa de avanço da margem EBITDA.

Pontos de Atenção

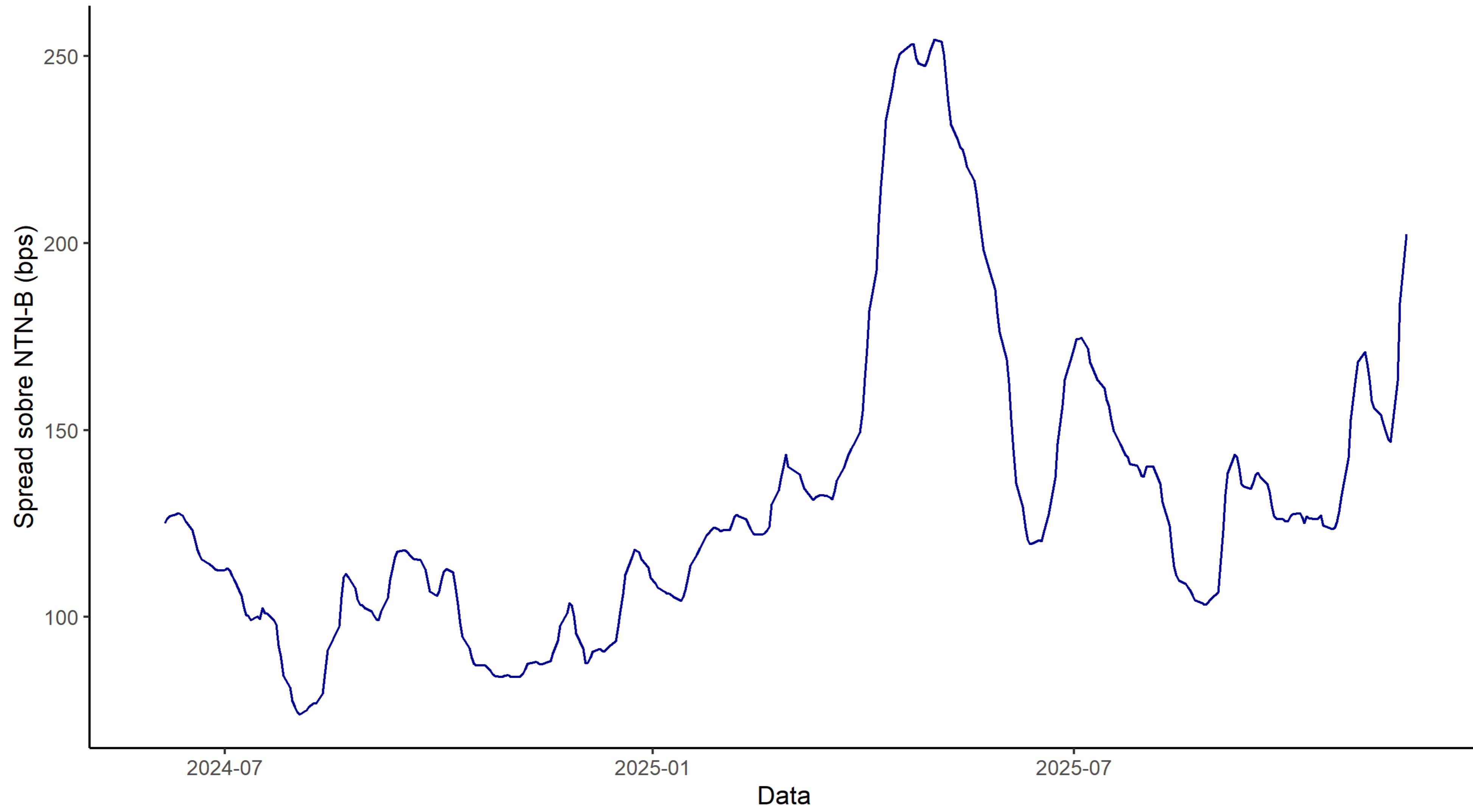
- Deterioração da economia pode vir a impactar volumes e rentabilidade dos novos contratos;
- Alavancagem elevado e fluxo de caixa pressionado com investimentos e despesas financeiras;
- Liquidez pressionada, exigindo rolagem da dívida.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25	Tegma 3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	7.575	9.056	2.352	2.485	634
Margem Bruta	18,4%	17,2%	17,7%	16,0%	20,8%
EBITDA (R\$ Mi)	1.469	1.701	466	526	117
Margem EBITDA	19,4%	18,8%	19,8%	21,2%	18,4%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	213	190	44	18	80
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	4.852	5.532	5.316	5.734	-160
Dívida Bruta/PL	4,0	4,2	4,1	4,0	0,1
Dívida Líquida/EBITDA	2,4	2,6	2,6	2,5	-0,5
Ativo CP/ Passivo CP	1,7	1,5	1,7	1,9	2,6
Caixa/Dívida CP	1,9	1,3	1,7	1,7	8,7
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	-1.215	-296	327	208	42
FCI	-150	-108	-26	-34	-23
FCF	1.511	217	-271	-86	-120
Δ Caixa	146	-187	29	87	-102



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA024001P6 – Evolução do *Spread*



Kallas

Perfil. O Grupo Kallas foi fundado em 1983, atuando no segmento imobiliário com foco na cidade de São Paulo. O grupo hoje atua de maneira verticalizada, em diferentes segmentos do mercado imobiliário, realizando a compra, construção e venda de empreendimentos de baixa, média e alta renda através de 3 companhias (Kallas, Kazzas, e Kallas Vendas). A marca Kazzas possui enfoque no segmento de imóveis do MCMV, enquanto o portfólio de Kallas no ciclo atual prioriza imóveis de alto padrão e estúdios.

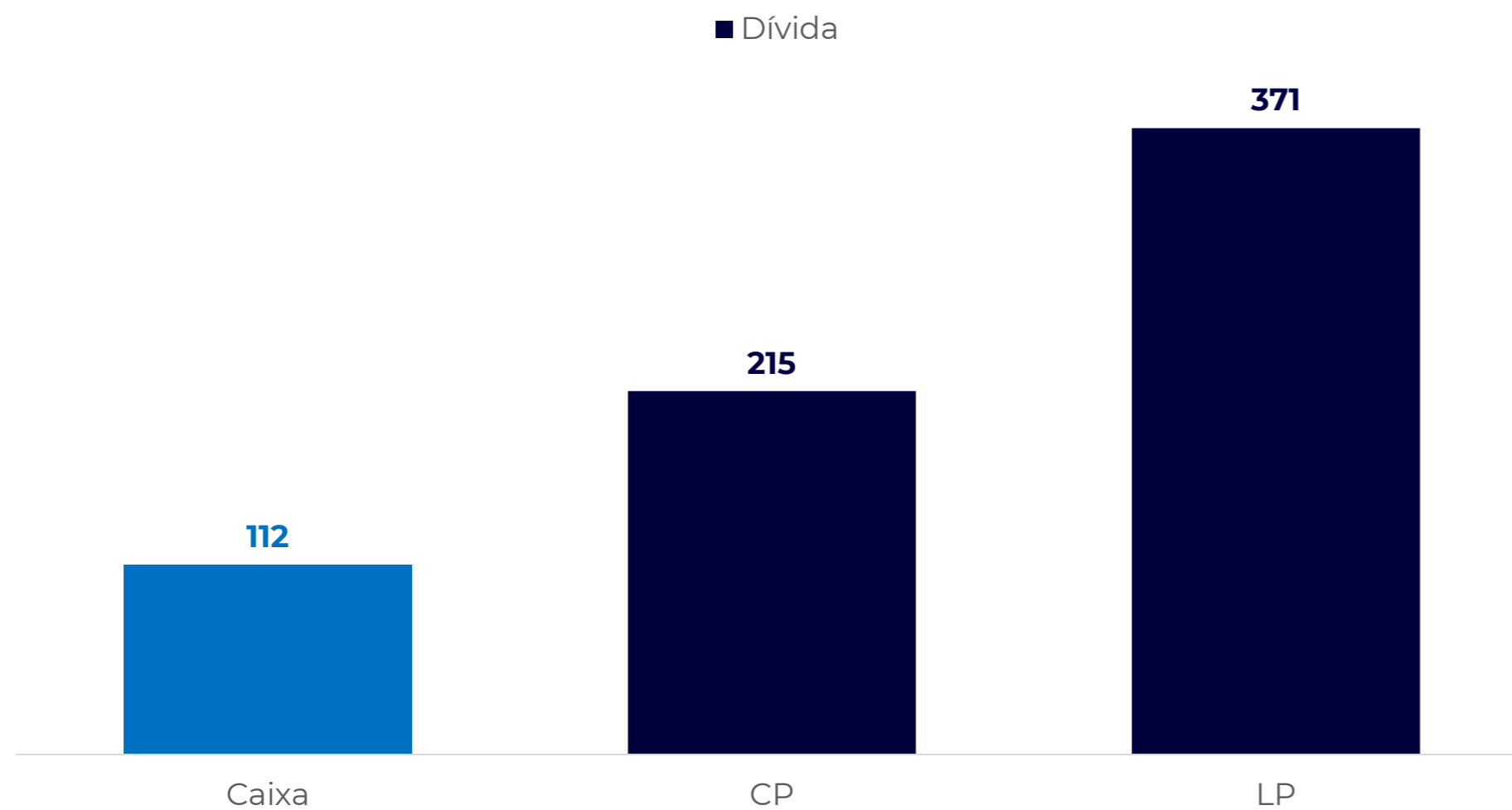
Operacional. Resultado pressionado no 3T25, influenciado pela ausência de lançamentos, adiados para o 4T25, além de queda de vendas líquidas, que somaram R\$106 milhões (-76,1% a/a), apesar da redução de 9,2% a/a nos distratos. Assim, o indicador velocidade de vendas (VSO) saiu de 50,3% em 9M24 para 16,9% no 9M25. O *landbank* encerrou o trimestre com R\$6,4 bilhões (+29,6% a/a), contabilizando os lançamentos adiados para o próximo trimestre, e reflete continuidade da maior participação da marca Kazzas, que atingiu 63% (+14 p.p. a/a).

Destaques resultado 3T25. A receita líquida do trimestre de R\$219 milhões (-38% a/a) e a margem bruta ajustada foi de 24,9% (+0,5 p.p. a/a), afetada pela safra de empreendimentos lançados no ciclo até 2022, com margens mais pressionadas. O EBITDA ajustado negativo de R\$6,1 milhões (vs. EBITDA de +R\$48,9 milhões no 3T24), após queda no faturamento. A dívida líquida atingiu R\$474 milhões (+0,7% t/t) e a alavancagem (dívida líquida/PL) foi de 53% (vs. 57% no 2T25), sendo que para fins de *covenant* (excluindo-se as linhas de financiamento à construção), a alavancagem foi de 8% (vs. limite de 50%).

Acionistas. fundador Emílio Kallas, através do fundo Ther Gold Participações.

Rating. S&P: brBBB+

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Kallas, Patrimar e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Atuação consolidada e diversificada na cidade de São Paulo e região metropolitana, com histórico positivo desde a sua fundação;
- Estrutura operacional verticalizada, permitindo maior controle sobre margem e velocidade dos projetos;
- Apoio dos acionistas em caso de necessidade.

Pontos de Atenção

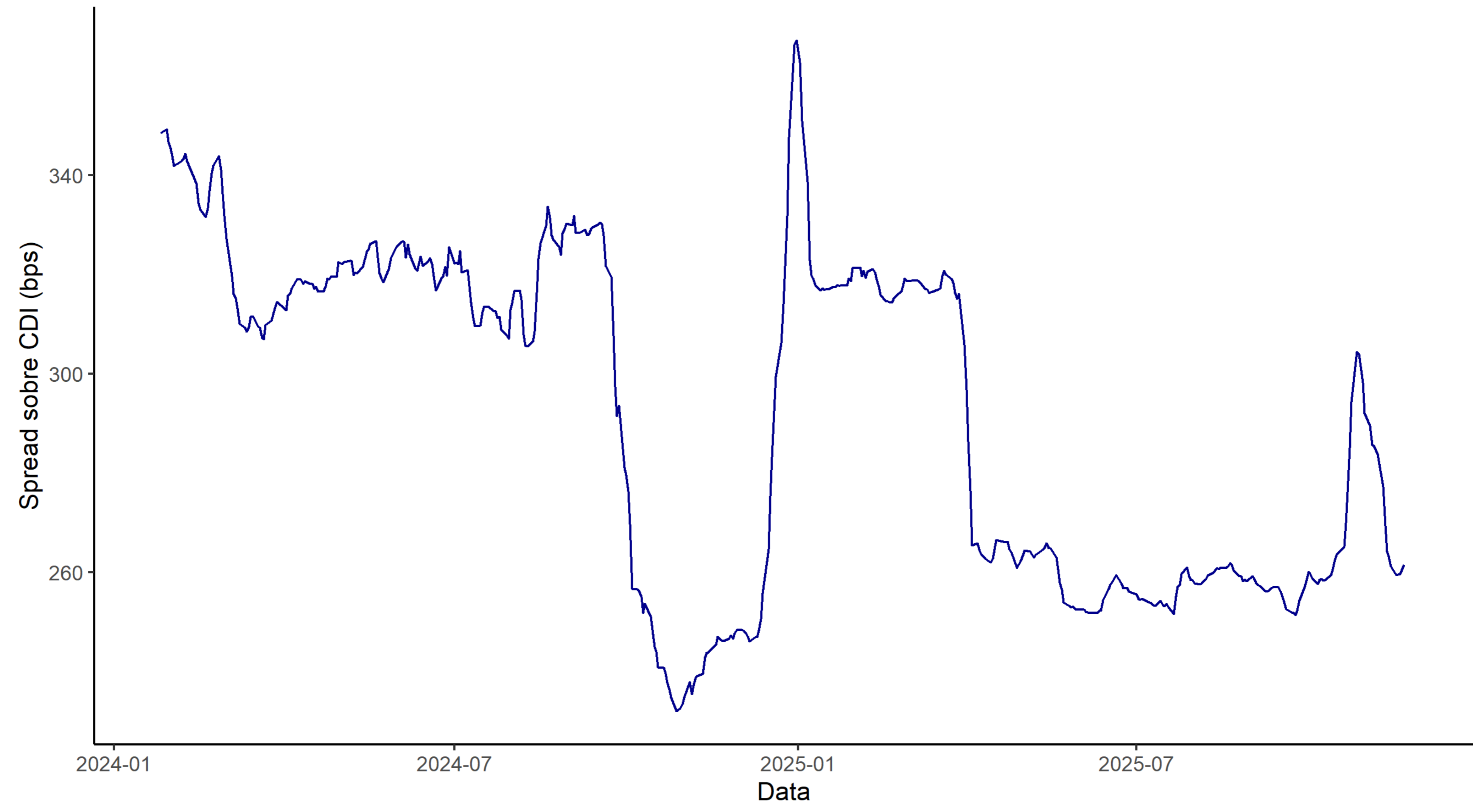
- Deterioração das margens, devido a inflação de construção nos projetos mais antigos;
- Liquidez pressionada;
- Juro alto influencia o volume de vendas;
- Maior concorrência no mercado imobiliário na cidade de São Paulo.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25	Patrimar 3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	995	1.255	354	219	331
Margem Bruta	28,2%	22,8%	24,4%	24,9%	24,8%
EBITDA (R\$ Mi)	147	154	49	-6	34
Margem EBITDA	14,7%	12,3%	13,8%	-2,8%	10,4%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	78	59	24	-31	6
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	391	420	390	474	1.174
Dívida Bruta/PL	0,5	0,7	0,6	0,7	2,5
Dívida Líquida/PL	0,4	0,5	0,4	0,5	1,9
Ativo CP/ Passivo CP	3,0	4,1	3,4	3,3	2,2
Caixa/Dívida CP	0,6	1,5	1,2	0,5	0,6
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	-248	41	20	-15	8
FCI	17	-50	18	-96	-40
FCF	189	88	-91	55	25
Δ Caixa	-41	79	-52	-55	-8



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima KLAS12 – Evolução do *Spread*



Localiza

Perfil. A Localiza é a maior locadora de carros do Brasil, tendo mais de 688 agências próprias e franqueadas em todos os estados do país, além de operações em outros 5 países da América do Sul (Argentina, Colômbia, Equador e Paraguai). A companhia subdivide seu negócio em 2 frentes: (i) aluguel de carros (RaC); (ii) gestão e terceirização de frotas (GTF), sendo que ambas possuem como atividade complementar a comercialização de carros desativados através da Localiza Seminovos.

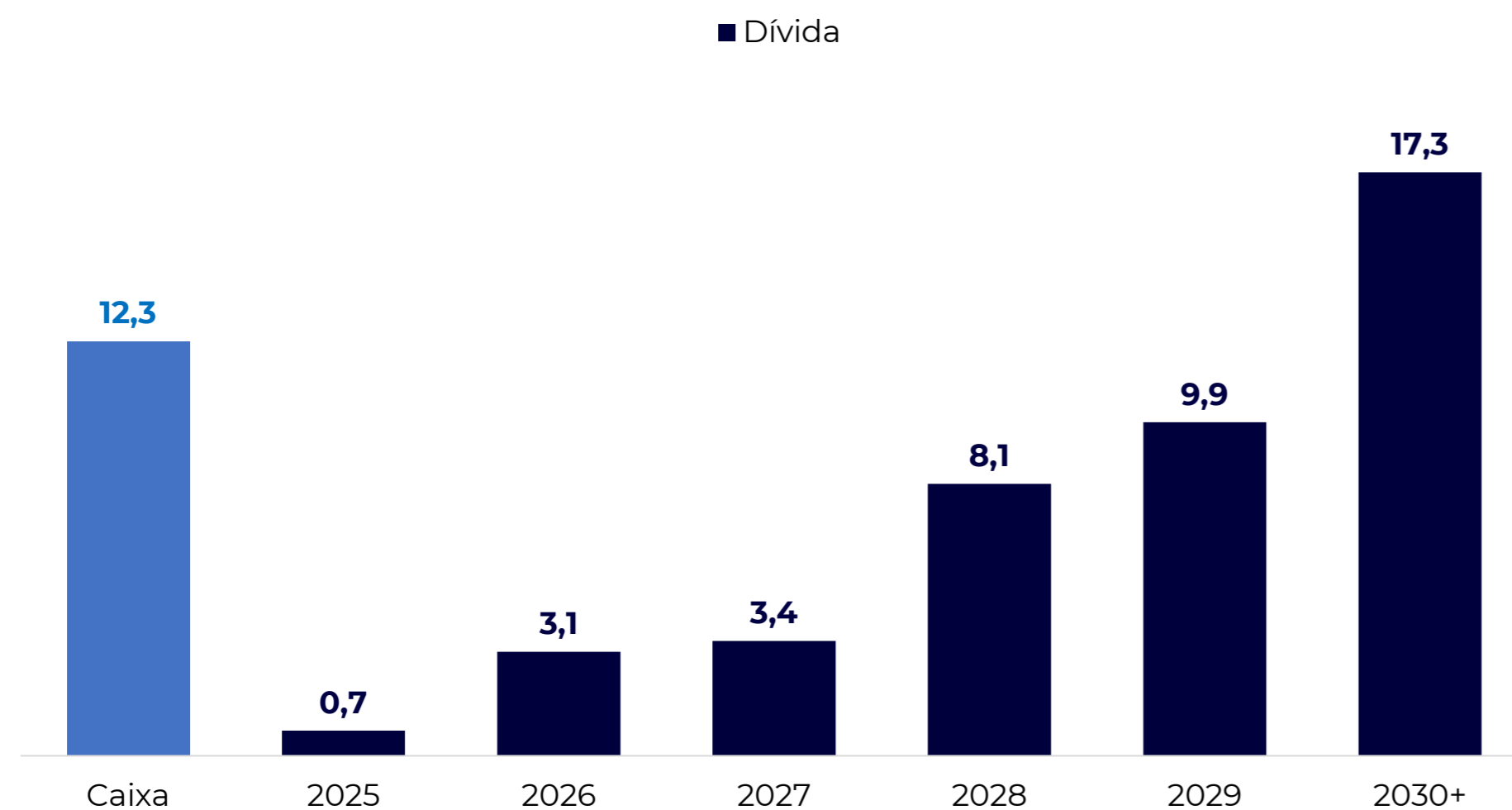
Operacional. O resultado trimestral do segmento de aluguel apresentou melhora no número de diárias (+0,3% a/a), apoiado pelo acréscimo de 5,7% a/a no *ticket* médio. O desempenho de Gestão de Frotas foi sustentado pelo aumento de 8,5% a/a no *ticket* médio, parcialmente compensado pelo recuo de 2% a/a no número de diárias. O segmento também foi beneficiado pela gestão de custos e integração operacional, além de redução de contratos de uso severo. Em razão do melhor mix de ano/ modelo e da menor participação de veículos de entrada, os preços médios de venda foram ampliados, assim como a quantidade de carros vendida (+2,2% a/a). Com o anúncio da redução do IPI em jul/2025, a redução do preço de carros novos foi sendo incorporada gradualmente no preço dos seminovos. A companhia estima um impacto *one-off* de R\$929 milhões antes de impostos.

Destaques resultado 3T25. A receita líquida foi de R\$10,7 bilhões (+10,8% a/a), com EBITDA de R\$3,4 bilhões (+2,6% a/a), com margem EBITDA de 31,7% (+2,5 p.p. vs. 3T24), impactada pelos efeitos de redução do IPI.

Acionistas. Blackrock (5,5%), Capital Group (5,3%), Norges Bank (4,2%), FMR LLC (3,8%), *free float* (78%).

Rating. Fitch: AAA(bra) / Moodys: AAA.br / S&P: brAAA

Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)



Fonte: Localiza, Movida, Unidas e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Liderança de mercado, com atuação nacional e elevada escala das operações;
- Saldo de caixa robusto frente às amortizações de curto prazo;
- Incremento no *ticket* médio de locação e aumento na venda de seminovos fortaleceram geração operacional de caixa.

Pontos de Atenção

- Taxas de depreciação dos veículos, afetando rentabilidade da companhia;
- Indústria intensiva em capital, demandando investimentos altos e recorrentes para renovação da frota.

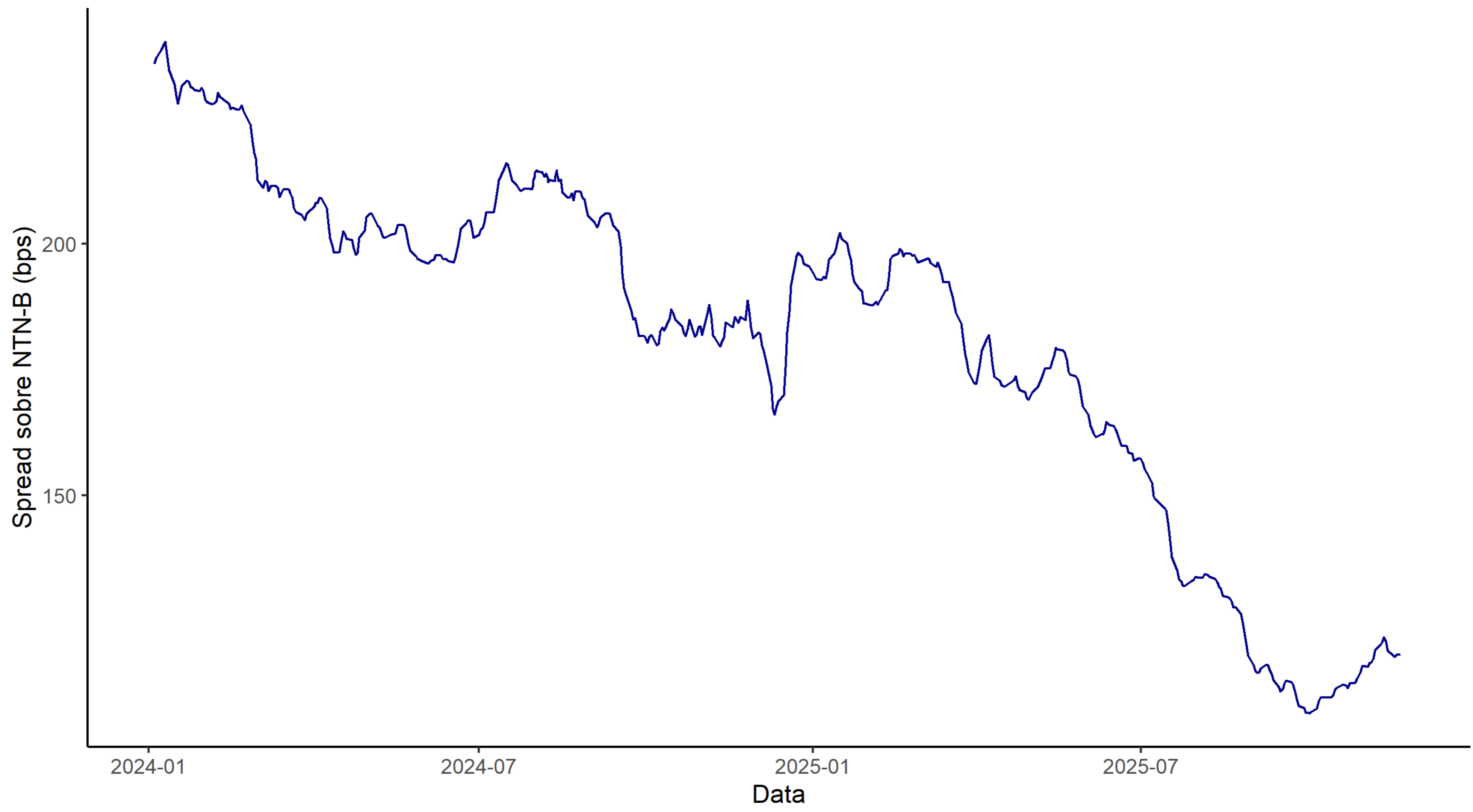
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	28.903	37.272	9.683	10.732
Margem Bruta	28,6%	23,5%	28,5%	19,9%
EBITDA (R\$ Mi)	10.553	11.915	3.320	3.407
Margem EBITDA	36,5%	32,0%	34,3%	31,7%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	1.803	1.813	812	258
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	29.265	30.064	29.497	31.096
Dívida Bruta/PL	1,5	1,7	1,7	1,7
Dívida Líquida/EBITDA	2,8	2,5	2,6	2,3
Ativo CP/ Passivo CP	1,0	1,2	1,1	1,4
Caixa/Dívida CP	1,5	3,3	1,7	3,0
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	-9.919	650	2.008	-189
FCI	189	-452	-84	-109
FCF	10.225	1.368	-1.711	1.478
Δ Caixa	495	1.566	212	1.180

Movida 3T25	Unidas 3T25
3.766	1.962
32,3%	44,8%
1.479	709
39,3%	36,1%
70	18
15.448	8.678
6,7	5,4
2,7	3,3
0,7	1,8
0,9	2,3
918	297
-92	-48
-158	321
668	569



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima LCAMD3 – Evolução do *Spread*



MBRF

Perfil. A MBRF detém 45 plantas industriais e 101 centros de distribuição presentes na América do Sul, Oriente Médio, Turquia e China. Sua operação é verticalmente integrada e é dividida entre os segmentos: Brasil, Internacional e Outros. Brasil e Internacional representam 95% do faturamento e operam vendas de produtos in natura (aves e suínos) e processados (frangos, carnes processadas, produtos Halal, margarina, lanches e outros).

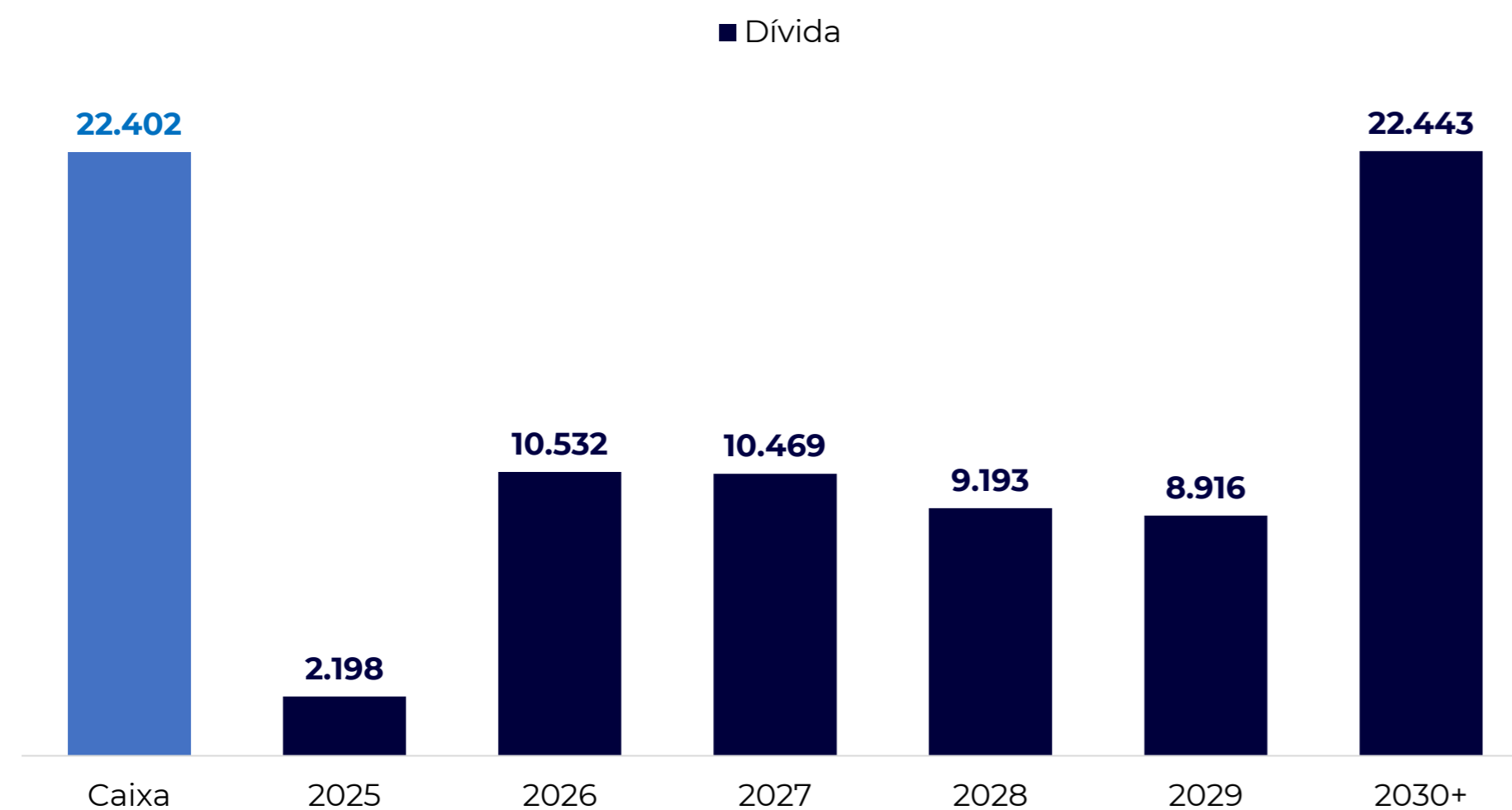
Operacional. A companhia encerrou o 3T25 com crescimento de receita, avanço na operação halal e resiliência operacional, apesar da pressão sobre margens e aumento da alavancagem. A nova companhia, resultado da integração entre a Marfrig e a BRF, reforça sua posição como *player* global multiproteína, com diversificação geográfica e iniciativas de eficiência. A ampliação da Sadia Halal e a entrada de capital externo contribuem para a desalavancagem e fortalecimento da estrutura de capital no médio prazo, enquanto os riscos seguem concentrados em volatilidade de preços, ciclo pecuário nos EUA e restrições sanitárias.

Destaques resultado 3T25. A companhia reportou receita líquida consolidada de R\$41,8 bilhões no 3T25 (+9,2% a/a), com destaque para a operação na América do Norte, que respondeu por 47% do total, seguida pela BRF (39%) e pela unidade da América do Sul (14%). Apesar do crescimento de receita, a margem bruta recuou 156 bps a/a, atingindo 12,3%, pressionada por maiores custos de aquisição de gado e pelo aumento dos volumes comercializados. O EBITDA ajustado totalizou R\$3,5 bilhões (-8,6% a/a), com margem de 8,4% (-163 bps a/a), refletindo a compressão de spreads operacionais nas principais operações.

Acionistas. Controladores (46,1%), CitiBank (11,1%), BTG Pactual (5,6%), JP Morgan (5,0%), *free float* (32,2%)

Rating. Fitch: AAA(bra) / S&P: brAAA

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: MBRF, Minerva e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Completa incorporação da BRF pela Marfrig fortalece o perfil de crédito e reforça importância para o grupo;
- Forte posição de caixa e cronograma de dívida bem alongado;
- Melhora da rentabilidade, favorecida pela gestão interna de custos e despesas e demanda de mercado.

Pontos de Atenção

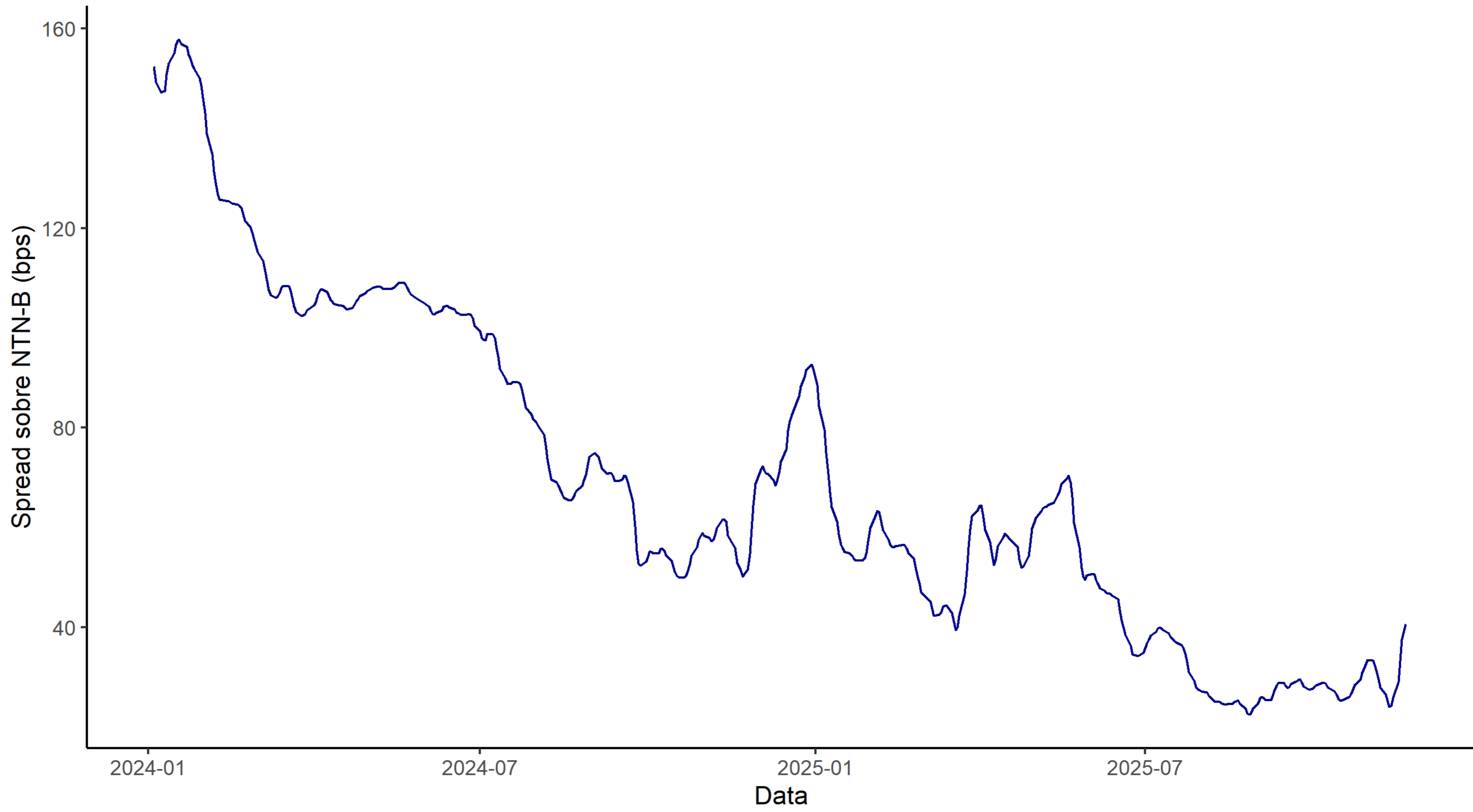
- Demanda interna influenciada por fatores macroeconômicos;
- Estrutura de custos atrelada à ciclicidade do preço de grãos;
- Risco geopolítico, desempenho econômico e questões sanitárias afetam a dinâmica de oferta e demanda no mercado global.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25	Minerva 3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	126.475	144.153	38.233	41.766	15.512
Margem Bruta	10,5%	13,7%	13,9%	12,3%	16,5%
EBITDA (R\$ Mi)	8.555	13.642	3.831	3.503	1.388
Margem EBITDA	6,8%	9,5%	10,0%	8,4%	8,9%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	-1.518	2.796	248	94	120
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	34.530	38.842	34.152	41.349	11.797
Dívida Bruta/PL	2,3	3,1	2,3	4,3	14,4
Dívida Líquida/EBITDA	3,7	2,8	3,1	3,1	2,5
Ativo CP/ Passivo CP	1,5	1,3	1,2	1,1	1,4
Caixa/Dívida CP	2,5	2,6	3,1	2,0	3,3
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	11.056	12.766	3.517	3.497	3.380
FCI	-6.702	-4.156	-941	-1.826	-340
FCF	-3.911	-15.491	-3.842	-1.740	-656
Δ Caixa	443	-6.880	-1.266	-68	2.384



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA02200C6Y – Evolução do *Spread*



Minerva

Perfil. A Minerva atua na produção e comercialização de carne bovina e ovina in natura (resfriada e congelada). Com 20% do *market share*, é a maior exportadora de carne bovina na América do Sul, tendo Estados Unidos e China como principais destinos. Atualmente, a companhia conta com 43 unidades industriais distribuídas pelo Brasil, América do Sul e Austrália. A estratégia de atuação se baseia principalmente na diversificação geográfica, tanto das plantas de produção, como dos mercados endereçados e canais de distribuição.

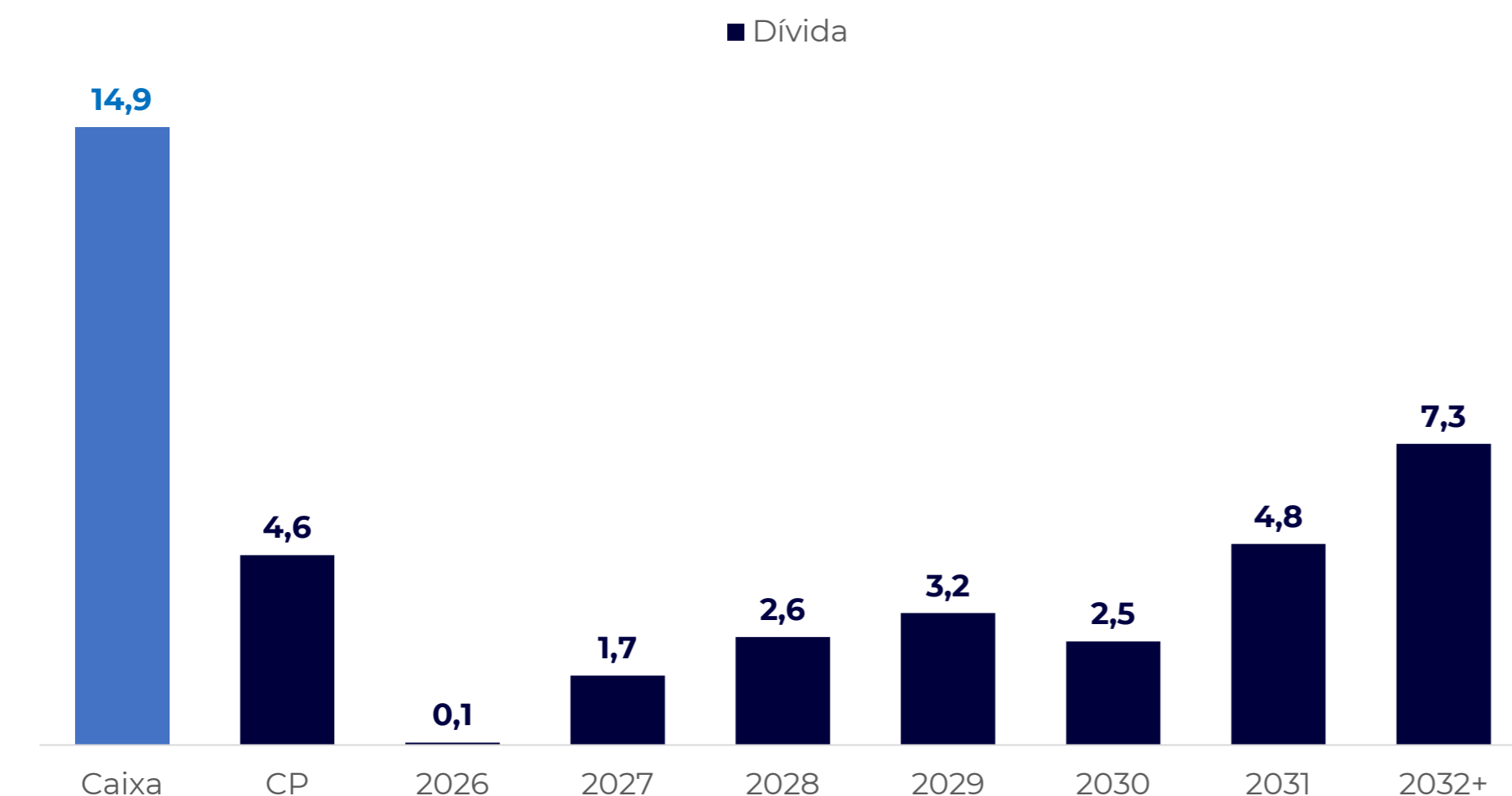
Operacional. Resultado impulsionado pela redução de estoques na operação dos EUA — elevados no início do ano em função da maximização dos embarques dentro da cota de importações isentas de impostos. Também foi favorecido por maiores volumes e preços de venda. O trimestre também foi marcado pela antecipação da integração das plantas adquiridas da Marfrig, inicialmente prevista para o 1S26. A companhia mantém sua posição como principal exportadora de proteína bovina da América Latina, com portfólio geograficamente diversificado.

Destaques resultado 3T25. O resultado levou a uma receita líquida recorde de R\$15,5 bilhões (+82,5% a/a) e EBITDA de R\$1,4 bilhão (+70,8% a/a). Por outro lado, o aumento nos custos de aquisição de gado pressionou a margem bruta, que recuou de 20,9% no 3T24 para 16,5% no 3T25, parcialmente compensado pela redução nas despesas com vendas, gerais e administrativas. O processo de desalavancagem, sustentado pela geração de caixa livre de R\$2,9 bilhões nos últimos 12 meses e pelo aumento de capital de R\$2,0 bilhões no 2T25, contribuiu para a melhora das métricas de crédito.

Acionistas. VDQ Holdings (28,9%), Salic (24,4%), Tesouraria (1,5%) e *free float* (45,2%)

Rating. Fitch: AAA(bra) / S&P: brAAA

Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)



Fonte: Minerva, MBRF e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Ampliação significativa da capacidade produtiva após conclusão da aquisição dos ativos da Marfrig, fortalecendo sua posição estratégica no mercado de proteína animal *in natura*;
- Forte perfil exportador, com diversificação geográfica na América do Sul.

Pontos de Atenção

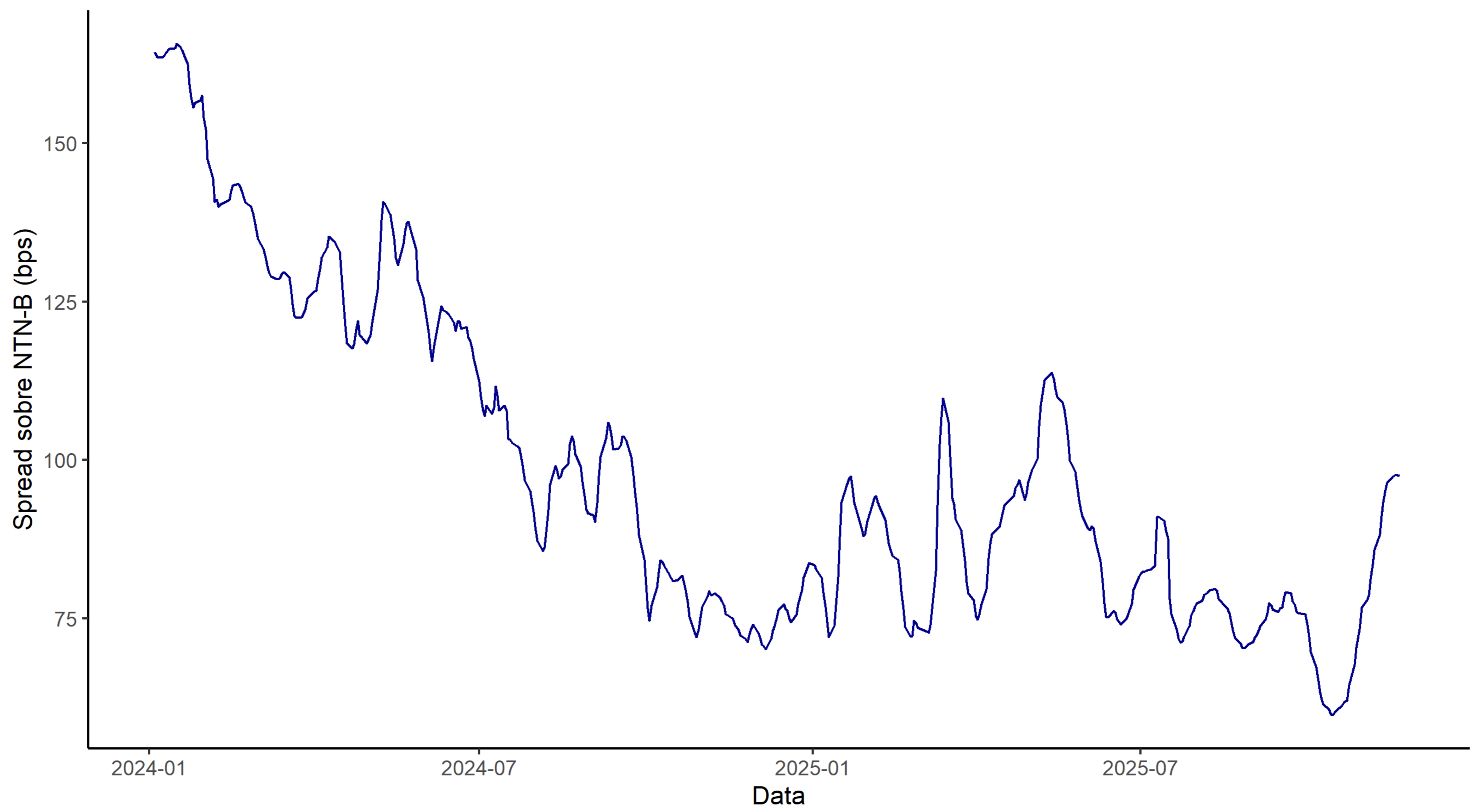
- Desafios para integração de ativos recém adquiridos e aumento na alavancagem;
- Exposição à volatilidade de preços inerente ao setor.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25	MBRF 3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	26.892	34.069	8.501	15.512	41.766
Margem Bruta	20,5%	20,6%	20,9%	16,5%	12,3%
EBITDA (R\$ Mi)	2.563	3.130	813	1.388	3.503
Margem EBITDA	9,5%	9,2%	9,6%	8,9%	8,4%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	396	-1.564	94	120	94
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	8.878	15.621	8.869	11.797	41.349
Dívida Bruta/PL	32,7	344,9	19,2	14,4	4,3
Dívida Líquida/EBITDA	2,8	3,7	2,6	2,5	3,1
Ativo CP/ Passivo CP	1,9	1,5	1,9	1,4	1,1
Caixa/Dívida CP	3,3	2,8	3,8	3,3	2,0
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	2.697	6.556	1.891	3.380	3.497
FCI	-2.484	-6.466	-148	-340	-1.826
FCF	5.354	800	-1.362	-656	-1.740
Δ Caixa	5.568	890	381	2.384	-68



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA0220073P – Evolução do *Spread*



Motiva (ex-CCR)

Perfil. A Motiva (ex-CCR) está entre os maiores players privados de infraestrutura da América Latina, atuando através de concessões em diferentes modalidades. A operação é subdividida em 4 frentes de negócio: concessões rodoviárias, aeroportos, mobilidade e outros. Concessões rodoviárias são o principal setor de atuação da Motiva, com 4,5 mil km de rodovias sob concessão ou 14% da malha rodoviária concedida à iniciativa privada.

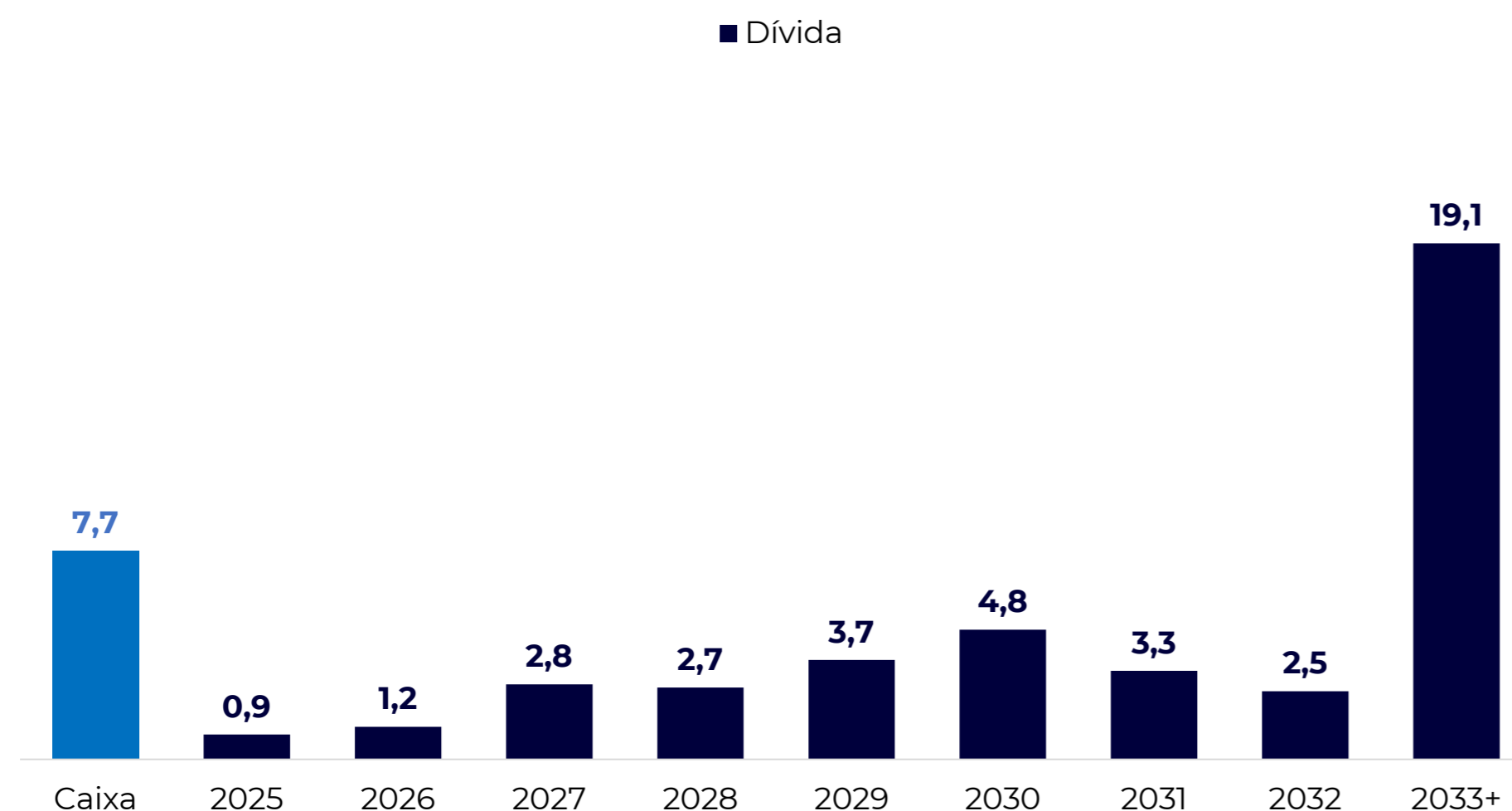
Operacional. Em rodovias, o tráfego do trimestre foi de 283 milhões em veículos equivalentes. O crescimento de 20,9% na tarifa média realizada mais do que compensou a queda de 9,7% no tráfego, com o término da concessão da ViaOeste. A operação de trilhos e mobilidade foi beneficiada pela expansão da ViaQuatro e pelo reequilíbrio econômico da Covid relativos à ViaQuatro. Em aeroportos, o crescimento do tráfego de passageiros domésticos e internacionais foi de 5,4% a/a e 7,2% a/a, respectivamente.

Destaques resultado 3T25. A receita líquida (ex-construção) totalizou R\$4,0 bilhões no 3T25 (+4,6% a/a), impulsionada pelo melhor desempenho nos três segmentos. O EBITDA ajustado atingiu R\$2,5 bilhões (+16,3% a/a), refletindo a contribuição dos novos ativos do portfólio e a redução de 11,4% no custo caixa ajustado, após o encerramento das operações da ViaOeste e Barcas e menor volume de serviços de terceiros na Motiva Pantanal, SP Vias e ViaOeste. Como resultado, a margem EBITDA avançou de 57,9% no 3T24 para 64,4% no 3T25.

Acionistas. Soares Penido (14,4%), Grupo Mover (14,9%), Itaúsa (10,3%) e Votorantim (10,3%), Tesouraria (0,5%) e free float (49,6%).

Rating. Fitch: AAA(bra) / Moody's: AA+.br / S&P: brAAA.

Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)



Fonte: Motiva, Arteris, Ecorodovias e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Atuação diversificada em concessões, incluindo rodovias, aeroportos e mobilidade urbana, ainda que o faturamento esteja majoritariamente exposto à rodovias;
- Ativos maduros e localizados em regiões estratégicas fortalecem a geração de caixa operacional;
- Bom perfil de liquidez, com dívida alongada e caixa robusto.

Pontos de Atenção

- Elevado plano de investimento pressiona alavancagem;
- Volume do tráfego nas rodovias está parcialmente atrelado ao desempenho da economia.

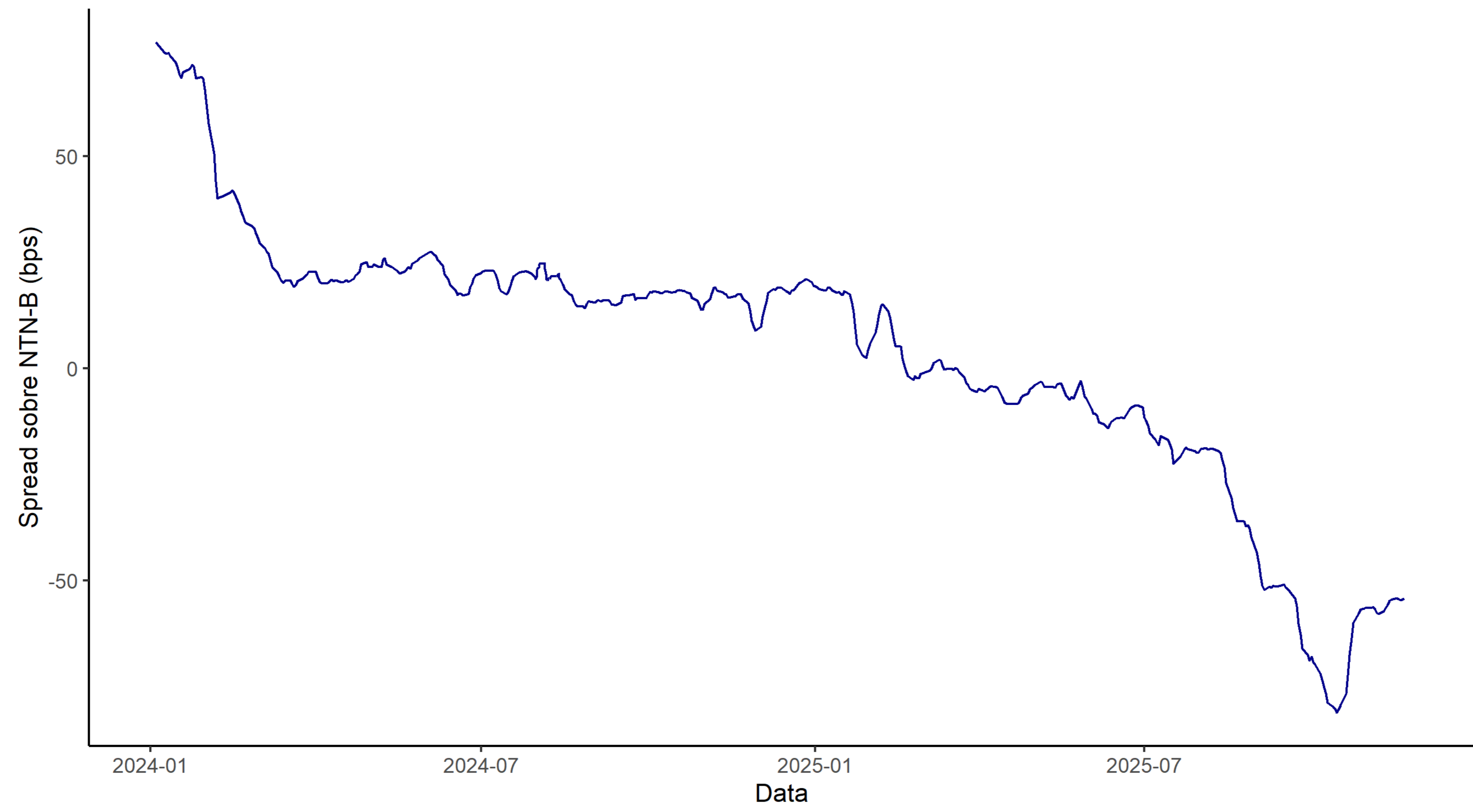
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	13.214	14.538	3.782	3.957
Margem Bruta	61,4%	50,5%	51,4%	69,9%
EBITDA (R\$ Mi)	7.771	8.281	2.190	2.547
Margem EBITDA	58,8%	57,0%	57,9%	64,4%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	1.416	1.780	560	683
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	23.306	27.303	25.759	32.710
Dívida Bruta/PL	2,3	2,4	2,5	2,5
Dívida Líquida/EBITDA	3,0	3,3	3,1	3,6
Ativo CP/ Passivo CP	1,3	1,7	2,0	1,9
Caixa/Dívida CP	1,7	4,8	3,1	3,9
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	6.815	7.173	2.044	2.831
FCI	-5.430	-6.210	-1.628	-1.728
FCF	-2.679	-1.565	1.977	-105
Δ Caixa	-1.294	-602	2.393	998

Arteris 3T25	Ecorodovias 3T25
1.096	1.973
34,3%	60,8%
850	1.504
77,6%	76,2%
-133	430
12.234	20.486
5,2	5,5
3,8	3,8
0,9	1,5
1,3	2,5
676	1.393
-390	-1.181
-227	937
60	1.148



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CCROB6 – Evolução do *Spread*



Movida

Perfil. A Movida atua no setor de locação de veículos leves no Brasil e Portugal. No mercado local, a companhia é a segunda maior operadora do segmento. Suas operações são divididas nos segmentos de alugueis de veículos (RAC) e gestão e terceirização de frotas (GTF). Além disso, a companhia efetua a venda de seus veículos seminovos utilizados nas operações de locação por meio da Movida seminovos e vendas diretas a lojistas.

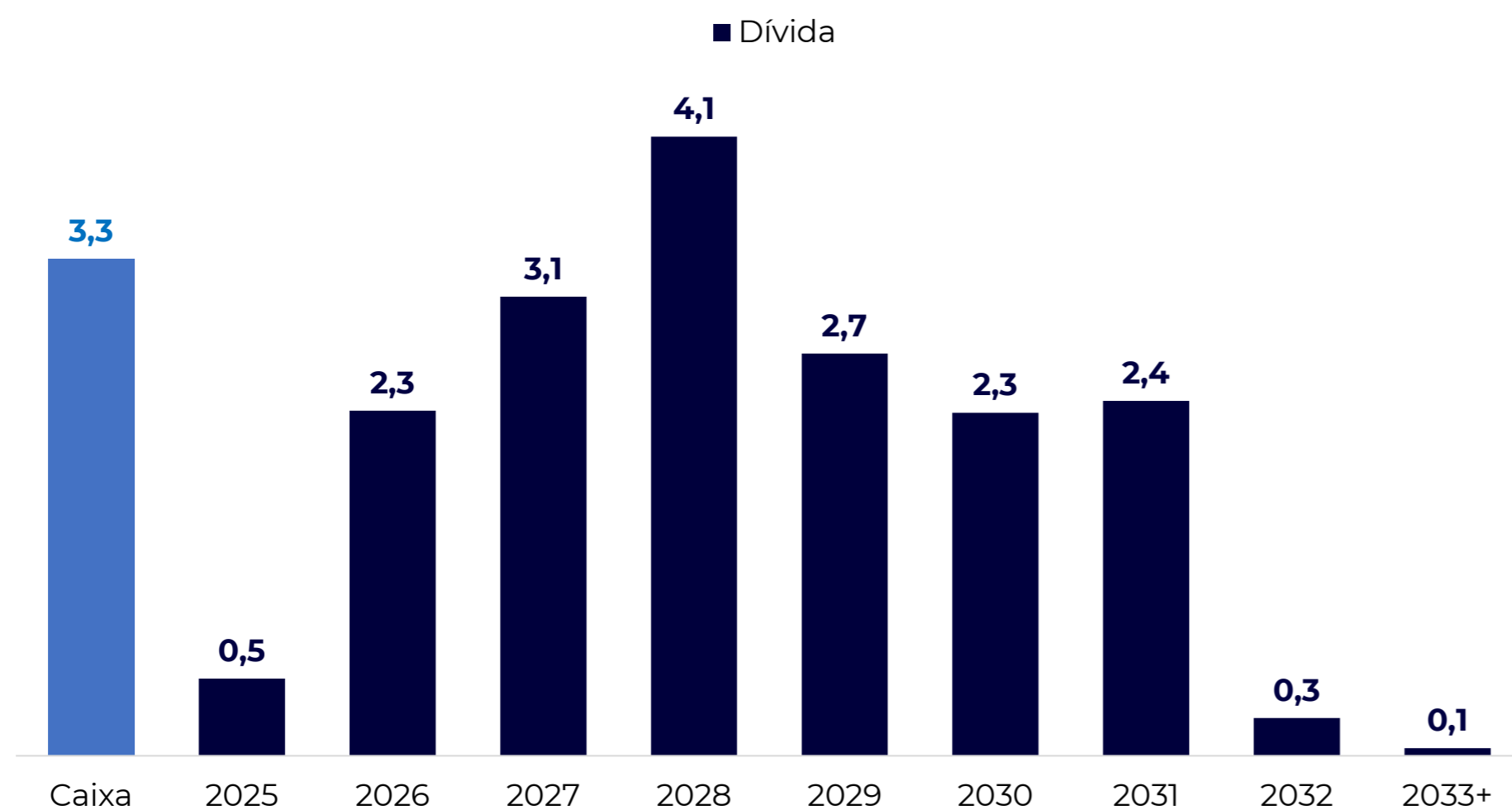
Operacional. A companhia apresentou avanço no resultado de locação, com a receita do segmento atingindo R\$2,0 bilhões (+15,3% a/a), suportada pelas maiores diárias médias em RAC e GTF, maior utilização da frota e expansão do ROIC que atingiu 14,4% no período - o maior dos últimos 3 anos - ficando 4,1p.p. acima do custo médio da dívida da companhia. Em Seminovos, a receita líquida foi de R\$1,8 bilhão (-13,6% a/a), com queda de 20% no volume vendido de carros, em linha com a estratégia de gestão de frota da companhia adotada ao longo do ano, já tendo estabilizado a idade média operacional da frota em 10 meses.

Destaques resultado 3T25. A receita consolidada, totalizou R\$3,8 bilhões (-0,3% a/a). O EBITDA consolidado dos segmentos totalizou R\$1,5 bilhão (+18,5% a/a), sustentado pelo maior *yield* nos segmentos de locação e diárias médias. A margem EBITDA consolidada foi de 39,3% (+6,3p.p. vs. 3T24), com destaque para a expansão de 4,2p.p. na margem de RAC (68,8% no 3T25) e de 0,5p.p. no segmento de GTF (76,5% no 3T25). Por outro lado, houve leve retração de 0,1 p.p. na margem de seminovos, que ficou em 1,0%.

Acionistas. Simpar (59,4%), Ações em Tesouraria (2,3%) e *free float* (38,3%).

Rating. Fitch: AA(bra) / Moody's: AA+.br / S&P: brAA+

Cronograma de Amortização Pró Forma (R\$ bilhões; out/25)



Fonte: Movida, Localiza, Unidas e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Posição de negócios consolidada como 2º maior locadora de veículos do Brasil;
- Potencial ganhos operacionais devido à escala e poder de barganha junto a montadoras;
- Estrutura de ativos confere flexibilidade operacional e financeira, mitigando risco de liquidez.

Pontos de Atenção

- Manutenção de juros em níveis mais elevados impacta rentabilidade e financiamento da operação;
- Sensibilidade da operação de RAC com relação ao desempenho econômico;
- Indústria de capital intensivo para renovação da frota;
- Estrutura de capital alavancada.

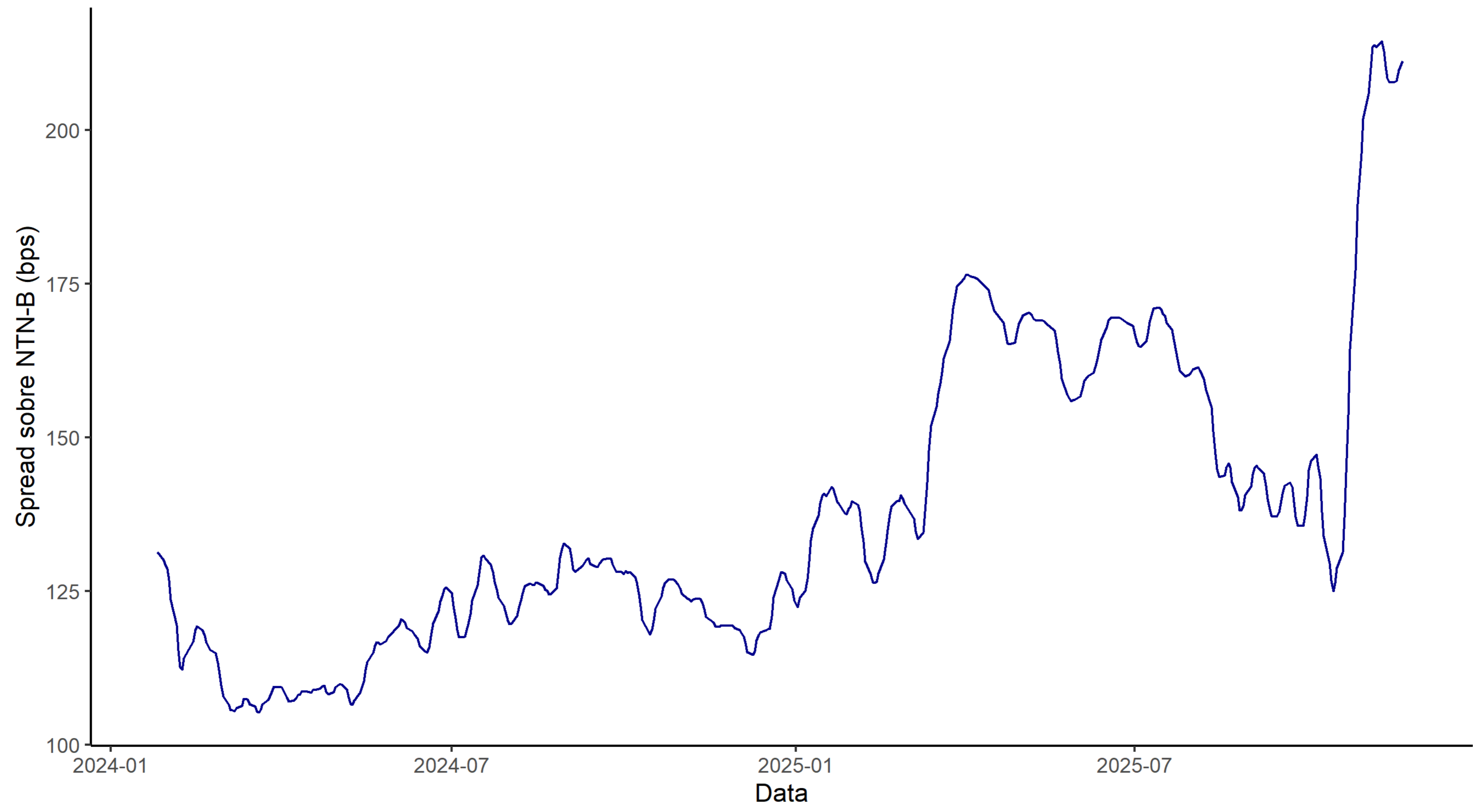
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	10.342	13.481	3.776	3.766
Margem Bruta	26,8%	29,8%	28,0%	32,3%
EBITDA (R\$ Mi)	3.522	4.701	1.248	1.479
Margem EBITDA	34,1%	34,9%	33,0%	39,3%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	-651	232	78	70
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	11.989	14.725	14.160	15.448
Dívida Bruta/PL	5,9	8,0	6,8	6,7
Dívida Líquida/EBITDA	3,1	3,0	3,1	2,7
Ativo CP/ Passivo CP	0,7	0,8	1,0	0,7
Caixa/Dívida CP	2,8	2,0	2,6	0,9
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	3.227	-2.514	-509	918
FCI	-272	-227	269	-92
FCF	-3.373	3.286	475	-158
Δ Caixa	-418	545	234	668

Localiza 3T25	Unidas 3T25
10.732	1.962
19,9%	44,8%
3.407	709
31,7%	36,1%
258	18
31.096	8.678
1,7	5,4
2,3	3,3
1,4	1,8
3,0	2,3
-189	297
-109	-48
1.478	321
1.180	569



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima 23F1519397 – Evolução do *Spread*



MRV

Perfil. Está entre as maiores construtoras e incorporadoras do Brasil, com empreendimentos em diversas regiões do país e portfólio distribuído entre as faixas do MCMV, além de participar de outros programas estaduais e municipais de habitação. O grupo MRV&Co é formado por 4 subsidiárias: MRV Incorporadora, Urba, Luggo e Resia (operação EUA). A MRV incorporadora atua nacionalmente com foco na construção de moradias enquadradas no programa MCMV; a Urba concentra-se no desenvolvimento e comercialização de lotes em bairros planejados, voltados para baixa e média renda; a Luggo, voltada para o segmento *multifamily* com a construção e locação dos imóveis; por último, a Resia constrói e administra condomínios populares para aluguel nos EUA, além de vender ativos arrendados para investidores institucionais.

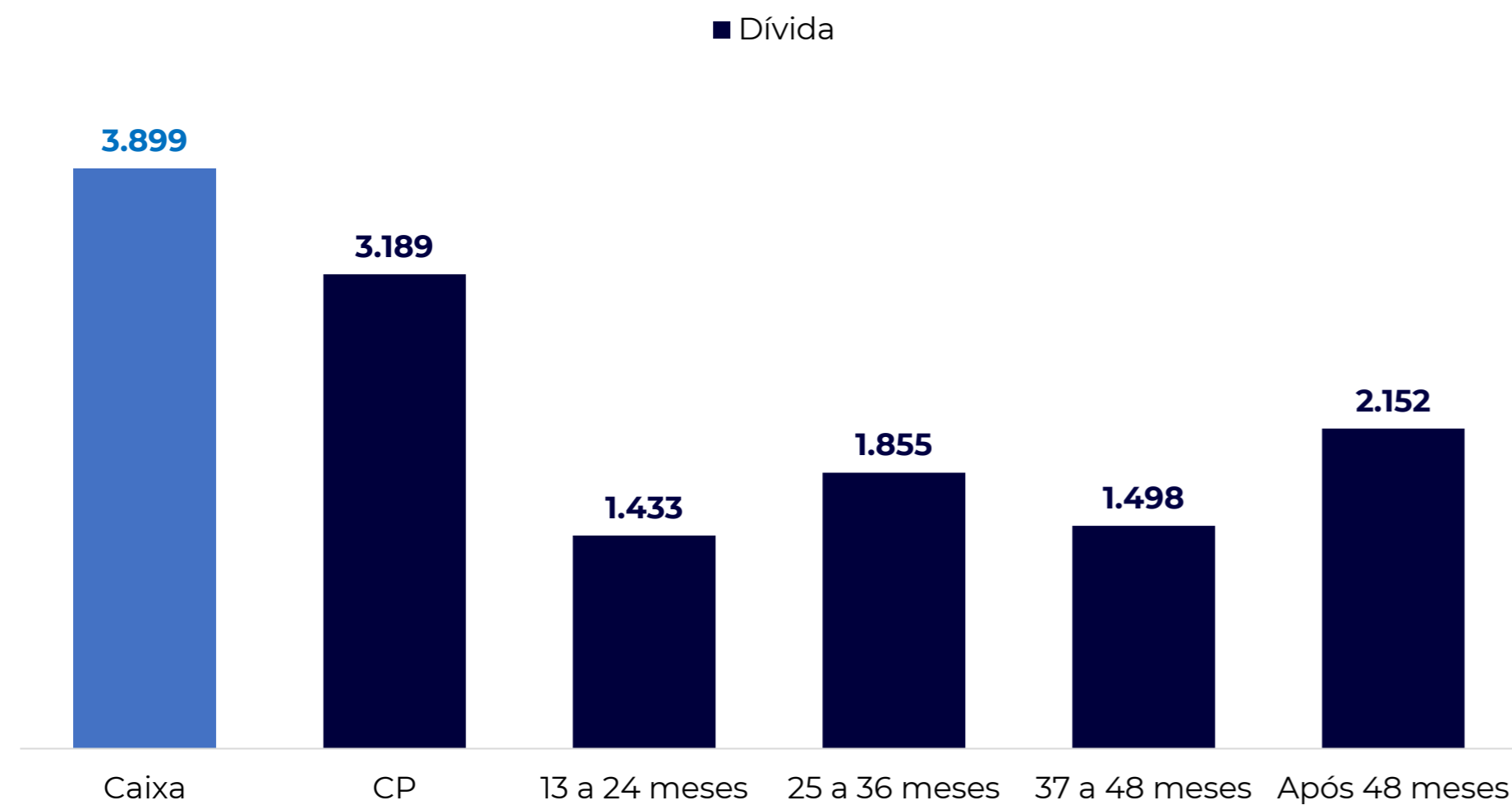
Operacional. A MRV apresentou avanço no resultado operacional do 3T25, com manutenção do ritmo de vendas, melhora consistente de margens e redução na alavancagem. Apesar de impactos temporários nos repasses, que limitaram a geração de caixa no trimestre, os fundamentos operacionais seguem positivos, impulsionados pelo aumento do *ticket* médio, maior eficiência de custos e continuidade da normalização das margens. Os lançamentos permanecem em patamar saudável e alinhados à estratégia de rentabilidade. A operação nos Estados Unidos avança no processo de monetização de ativos, contribuindo para reduzir riscos e reforçar liquidez. No consolidado, a companhia segue bem-posicionada para entregar margens dentro do guidance e melhorar a geração de caixa à medida que os repasses se regularizam.

Destaques resultado 3T25. O EBITDA da MRV Incorporação atingiu R\$523 milhões no 3T25, um crescimento de 12,0% t/t e de 58,8% a/a. Essa evolução reflete não apenas a expansão da margem bruta, mas também ganhos de produtividade e diluição das despesas comerciais e gerais e administrativas.

Acionistas. Rubens Menim (32,4%), XP Investimentos (6,1%), Real Investor (5,6%), Navi (5,1%), Executivos e Membros do Conselho (1,0%) e *free float* (49,8%).

Rating. S&P: brA+

Cronograma de Amortização MRV (R\$ milhões)



Fonte: MRV, Cury, Tenda e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Maior incorporadora do Brasil, atuando em diversas regiões;
- Ampliação do MCMV beneficia diretamente a companhia, em termos de margem de venda e quantidade de lançamentos;
- Maior participação lançamentos com melhor rentabilidade na margem consolidada da companhia.

Pontos de Atenção

- Alavancagem elevada, com capacidade de redução dado o aumento na margem bruta de venda;
- Nível alto do juro básico afeta capacidade de financiamento do consumidor;
- Risco de aumento dos *spreads* de crédito, afetando custo da dívida com recebíveis.

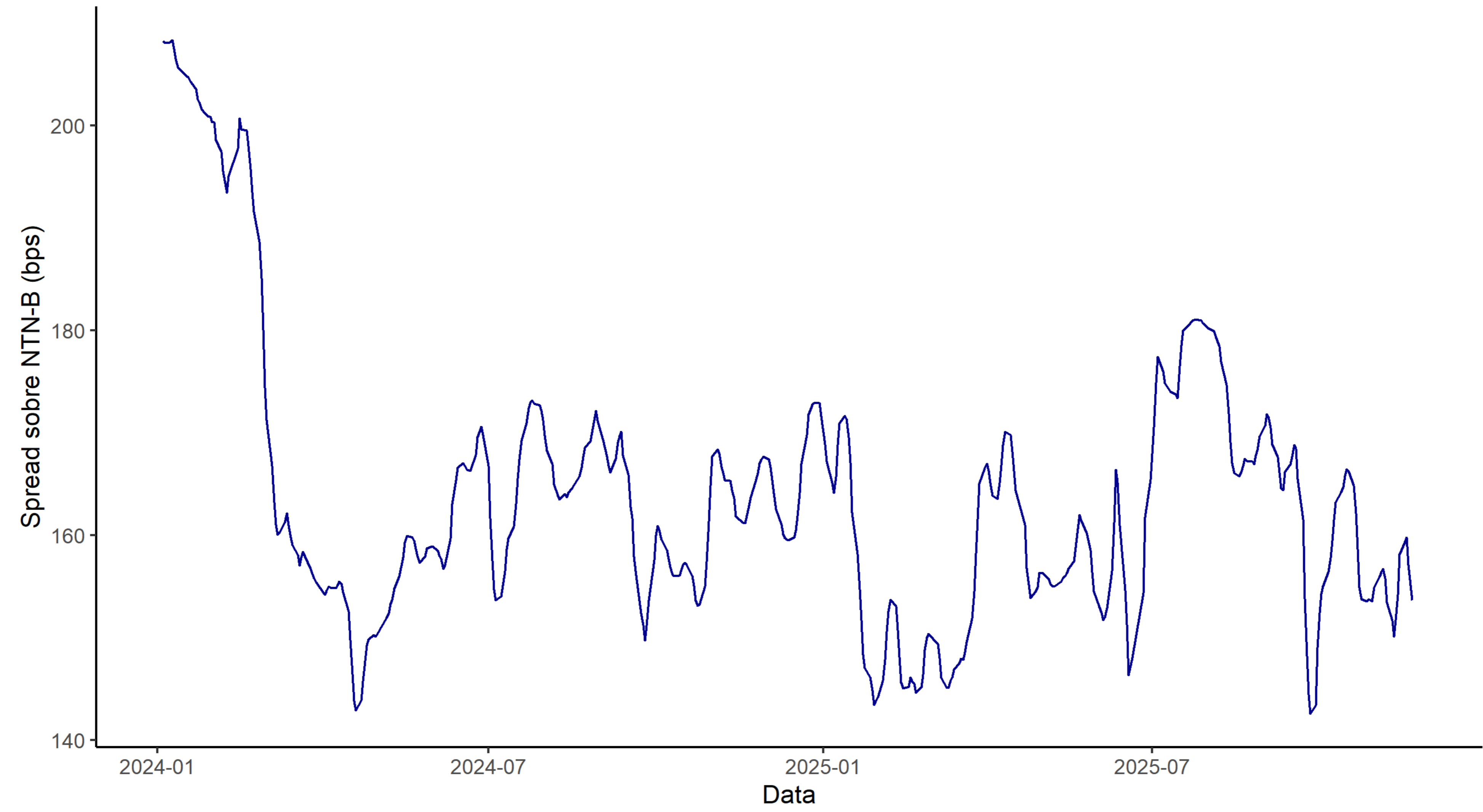
Indicadores Financeiros MRV Consolidado (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	7.430	9.009	2.440	2.876
Margem Bruta	22,7%	26,4%	26,4%	29,6%
EBITDA (R\$ Mi)	463	906	329	523
Margem EBITDA	6,2%	10,1%	14,5%	18,3%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	-30	-503	-3	105
Dívida e Liquidez*				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	5.050	6.252	6.075	6.169
Dívida Bruta/PL	1,0	1,3	1,1	1,4
Dívida Líquida/PL	0,7	0,8	0,8	1,0
Ativo CP/ Passivo CP	2,1	1,7	1,6	1,9
Caixa/Dívida CP	2,4	1,3	1,0	2,1
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	-824	-401	363	83
FCI	-1.121	-282	-255	147
FCF	2.224	1.232	-166	555
Δ Caixa	279	549	-58	785

Cury 3T25	Tenda 3T25
1.417	1.135
40,0%	31,3%
337	187
23,8%	16,5%
255	112
-450	201
0,8	0,9
-0,3	0,2
2,0	1,9
11,8	2,3
271	104
-9	-45
-10	-33
252	25



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima 22E1095384 – Evolução do *Spread*



Neoenergia

Perfil. Fundada em 1997, a Neoenergia é uma holding que atua em todos os segmentos do setor elétrico. Suas operações são divididas em (i) Redes, (ii) Renováveis e (iii) Liberalizado. Distribuição de energia é o principal segmento de operação da companhia, com cerca de 80% de EBITDA do grupo. Em renováveis, a Neoenergia conta com parques eólicos, usinas hidrelétricas e parques solares, que totalizam 5.500 MW em capacidade potencial instalada. No segmento Liberalizado, a companhia atua na comercialização de energia elétrica no ambiente de contratação livre e gestão de portfólio.

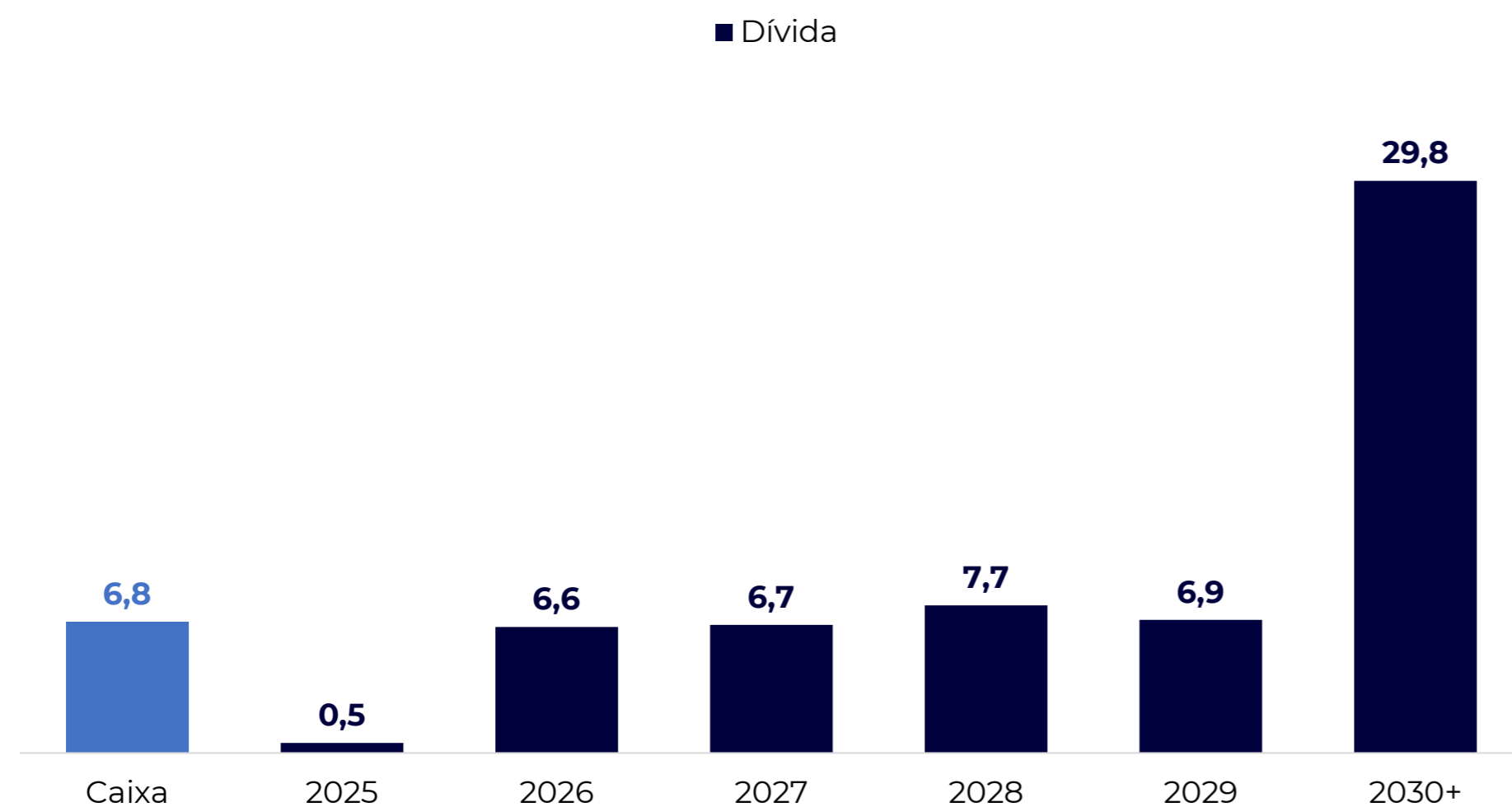
Operacional. O desempenho operacional no segmento de distribuição vem sendo impactado pela redução no volume de energia injetada no mercado cativo (queda de -7,5% a/a neste trimestre), devido à migração para o mercado livre (+8,2% a/a) e geração distribuída (+35,6% a/a). Já os reajustes tarifários e a entrada de novas linhas de transmissão contribuíram para o resultado de forma positiva.

Destaques Resultado 3T25. A receita líquida (ex-construção) atingiu R\$10,4 bilhões (+11,2% a/a), com EBITDA ajustado para fins de caixa de R\$2,8 bilhões (+12,8% a/a) e margem EBITDA de 26,8% (+0,2 p.p. vs. 3T24).

Acionistas. Iberdola (83,8%) e *free float* (16,2%)

Rating. S&P: brAAA

Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)



Fonte: Neoenergia, Enel, Energisa e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Entre os principais grupos elétricos do país, com atuação diversificada nos segmentos de distribuição, geração e transmissão;
- Ambiente regulatório sólido e transparente;
- Venda da participação dos ativos de transmissão contribuem para desalavancagem da companhia.

Pontos de Atenção

- Investimentos elevados na rede de distribuição e de transmissão pressionam alavancagem;
- Custos de energia e eventual estresse econômico podem elevar nível de inadimplência;
- Refinanciamento e execução do Capex;
- Risco de *curtailment* deve segurar expansão da companhia para fontes alternativas.

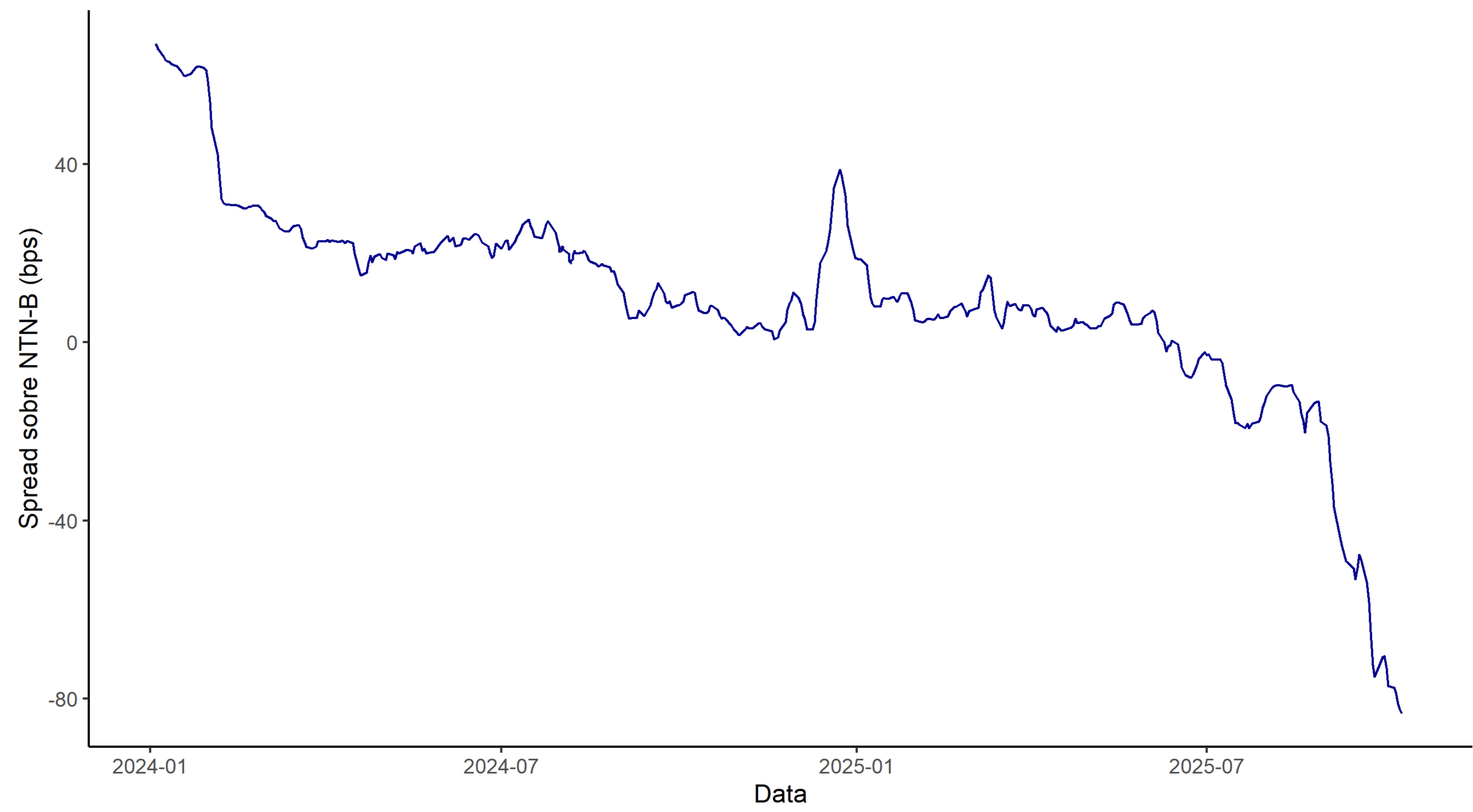
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	34.332	37.142	9.345	10.448
Margem Bruta	45,9%	37,7%	32,4%	32,8%
EBITDA (R\$ Mi)	10.623	10.571	2.485	2.804
Margem EBITDA	30,9%	28,5%	26,6%	26,8%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	4.527	3.682	841	924
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	39.146	43.220	42.177	47.176
Dívida Bruta/PL	1,6	1,6	1,5	1,5
Dívida Líquida/EBITDA	3,2	3,5	3,4	3,5
Ativo CP/ Passivo CP	1,1	1,2	1,1	1,2
Caixa/Dívida CP	1,0	1,4	1,0	1,1
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	1.632	3.242	505	63
FCI	-4.699	-5.816	-1.347	-1.816
FCF	3.763	2.859	-787	2.388
Δ Caixa	696	285	-1.629	635

Enel CE 3T25	Energisa 3T25
1.843	7.631
18,7%	28,4%
460	2.301
25,0%	30,2%
-26	428
5.687	29.200
1,1	1,8
2,7	3,2
0,5	1,4
0,0	1,6
315	1.274
-612	-1.440
133	673
-164	507



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CSRN19 – Evolução do *Spread*



Nissei

Perfil. A Nissei é uma rede varejista farmacêutica fundada no Paraná em 1986. Atualmente, está entre as maiores redes farmacêuticas do Brasil e, no Paraná, possui 15,9% de *market share*. Também está presente em São Paulo, Santa Catarina, Goiás e Distrito Federal, com operações em 129 municípios. Sua operação é formada pelas lojas no formato de *drugstores*, que possuem um portfólio de medicamentos e itens de primeira necessidade, como alimentos, produtos de higiene pessoal e cuidados com a casa, totalizando cerca de 17 mil SKUs. Além das lojas, a companhia possui uma operação digital e uma marca especializada em vendas para clínicas e hospitais.

Operacional. O resultado operacional da Nissei foi sustentado pela melhora da margem bruta de vendas, que saiu de 31,4% no 3T24 para 32,5% no 3T25, podendo ser explicada pela maior representatividade de produtos de conveniência e medicamentos especiais no *mix* de vendas e menor exposição a genéricos. Vale destacar, que a operação de medicamentos especiais vem apresentando forte expansão ao longo dos últimos trimestres, representando nos 9M25 cerca de 20,2% da receita líquida vs. 12,5% nos 9M24. No comparativo anual, a Nissei inaugurou 42 lojas, tendo mantido a mesma base em relação ao 2T25.

Destaques resultado 3T25. A receita líquida foi de R\$850 milhões (+11,1% a/a), com EBITDA de R\$67 milhões (+65,5% a/a), suportado pela melhora na margem bruta e redução dos patamares de despesas gerais e comerciais. A margem EBITDA ajustada foi de 7,9% (+2,6p.p. a/a). A alavancagem saiu de 2,5x no 2T25 para 2,7x no 3T25, após queima de caixa de R\$50 milhões no período.

Acionistas. Família Maeoka, fundadora da Nissei.

Rating. Fitch: A-(bra).

Pontos Fortes de Crédito

- Característica operacional das lojas, que inclui vantagens como: *mix* de produtos e serviços oferecidos;
- Boa capacidade logística, com centros de distribuição, veículos próprios e serviços terceirizados;
- Marca forte no Paraná, seu principal mercado.

Pontos de Atenção

- Alavancagem pressionada, refletindo o processo de expansão das suas lojas para o estado de SP e Centro-Oeste;
- Desafio de expandir em regiões com forte competitividade, como SP.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	2.550	3.012	765	850
Margem Bruta	33,5%	31,7%	31,4%	32,5%
EBITDA (R\$ Mi)	177	185	40	67
Margem EBITDA	6,9%	6,1%	5,3%	7,9%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	9	-39	-14	-3
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	443	458	522	689
Dívida Bruta/PL	3,6	1,8	2,2	2,6
Dívida Líquida/EBITDA	2,5	2,5	3,6	2,7
Ativo CP/ Passivo CP	1,4	1,2	1,2	1,2
Caixa/Dívida CP	1,7	0,9	0,7	0,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	-28	80	-3	-47
FCI	-74	-210	-71	-5
FCF	310	-68	85	-23
Δ Caixa	208	-198	11	-74

Panvel 3T25	RD Saúde 3T25
1.374	11.265
30,2%	29,4%
80	909
5,4%	8,1%
34	402
311	3.380
0,6	0,4
1,0	1,1
1,9	1,5
3,6	0,8
125	751
-57	-377
123	-440
190	-67



Oncoclínicas

Perfil. A Oncoclínicas está entre as principais operadoras de oncologia do Brasil, tendo um *market share* de 9,0%. Sua atuação abrange clínicas, laboratórios de genômica, anatomia patológica e centros integrados de tratamento de câncer (*cancer centers*). Seu crescimento foi impulsionado por aquisições e mais recentemente via investimentos em estruturas hospitalares para procedimentos de alta complexidade, tendo, atualmente, 144 unidades em 47 cidades do Brasil.

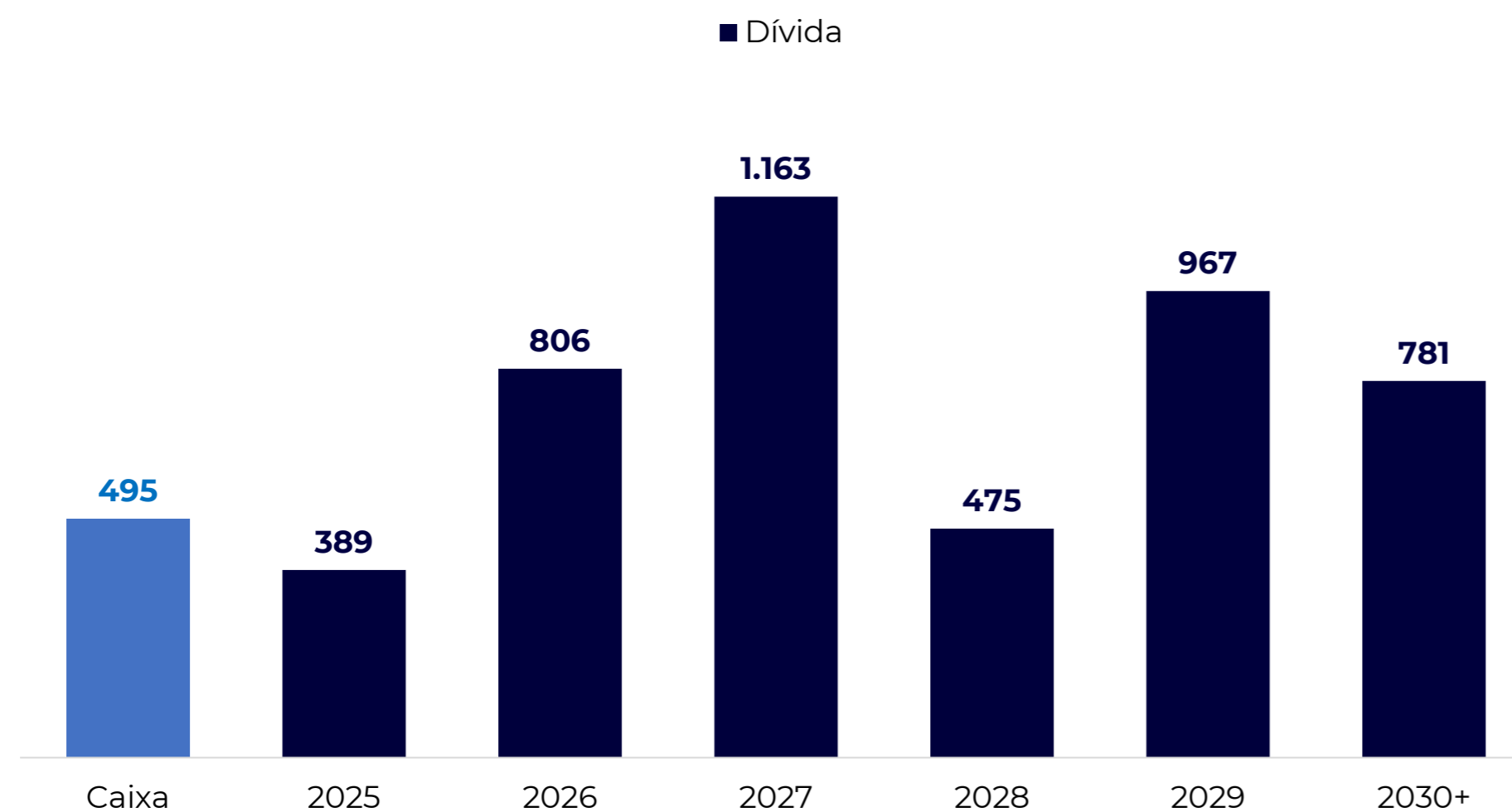
Operacional. Entre os destaques positivos, a companhia anunciou a venda do Hospital Vila da Serra por R\$130 milhões e encerrou contratos de *built to suit* que gerariam capex elevado nos próximos anos, convertendo muitas em dívida incorporada ao aumento de capital. O *follow-on* concluído em 14/nov levantou R\$1,4 bilhão – valor relevante para a desalavancagem. Apesar da queda de receita, o trimestre mostrou melhora da rentabilidade recorrente e retomada da geração operacional de caixa, refletindo as iniciativas de eficiência e do foco no core oncológico. Por outro lado, a liquidação extrajudicial do Banco Master trouxe um choque negativo: a companhia possuía R\$478 milhões em CDBs do banco, dos quais R\$216 milhões permanecem expostos a perda imediata após o vencimento antecipado.

Destaques resultado 3T25. Sem considerar potenciais efeitos da venda desses papéis, a alavancagem pró-forma sobe para cerca de 3,2x. Em conjunto, as medidas de desinvestimento, a melhora operacional e o aumento de capital formam um tripé essencial para estabilizar o crédito da companhia, enquanto o evento Master adiciona incerteza no curto prazo.

Acionistas. Josephina III (31,4%), Banco Master (15,0%), Latache (14,3%), Bruno Ferrari (8,6%), Josephina II (4,9%), Administração (1,0%), Tesouraria (2,2%) e free float (22,6%).

Rating. Fitch: BBB(bra)

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Oncoclínicas, Mater Dei, Rede D'Or e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Líder no segmento privado de oncologia do Brasil, presente em 14 estados;
- Boa capacidade em capturar a crescente demanda por tratamentos oncológicos.

Pontos de Atenção

- Desafio em gerenciar alavancagem e liquidez em meio ao processo de turnaround;
- Dinâmica do setor de saúde e crescimento acelerado pressionam o capital de giro;
- Adequação da nova estrutura operacional, com a renegociação restante de contratos dos cancer centers.

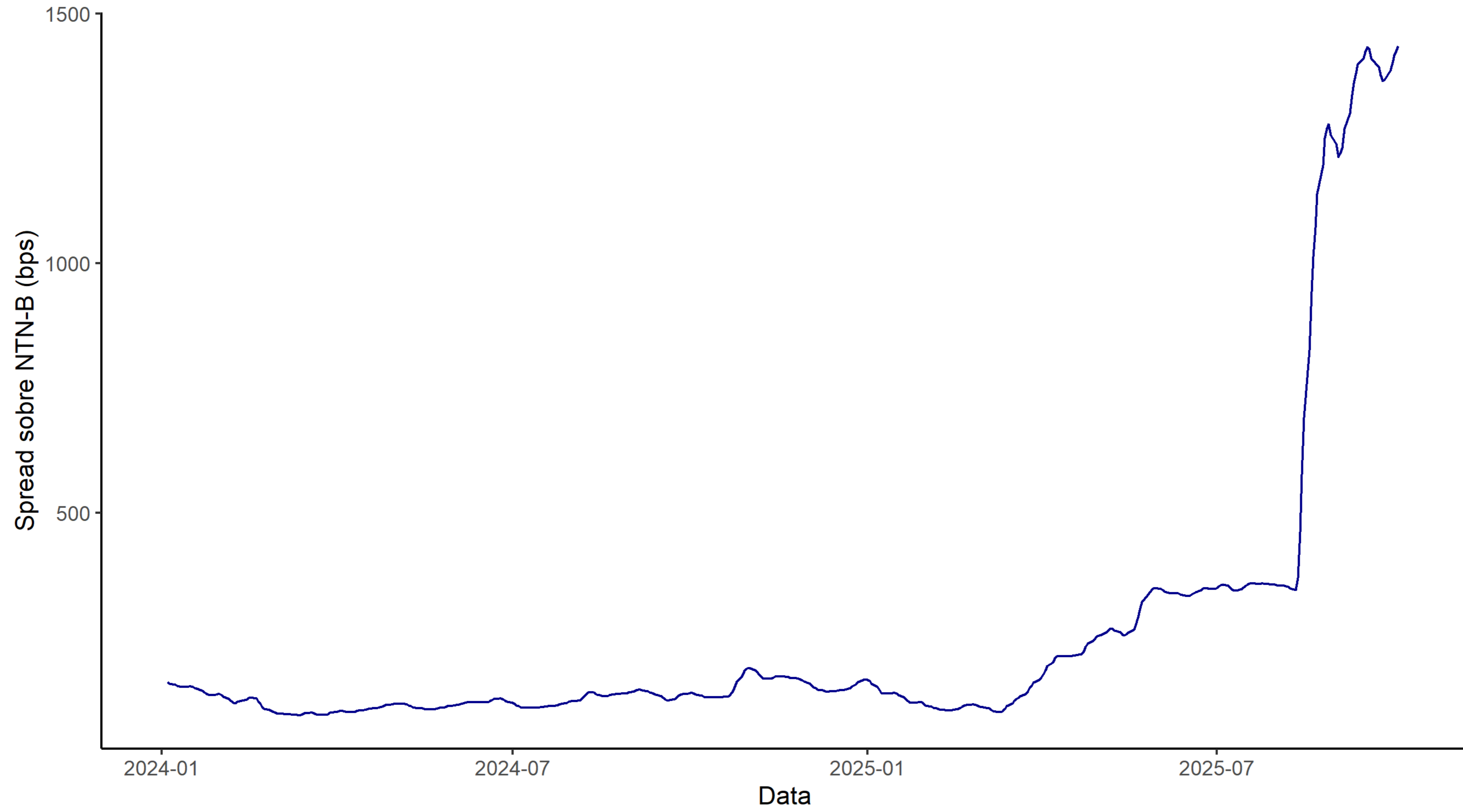
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	5.489	6.227	1.635	1.413
Margem Bruta	35,1%	33,1%	33,7%	32,3%
EBITDA (R\$ Mi)	1.134	1.153	309	241
Margem EBITDA	20,7%	18,5%	18,9%	17,1%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	313	-717	3	-1.881
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	3.884	3.205	3.318	4.092
Dívida Bruta/PL	1,8	1,5	1,4	4,5
Dívida Líquida/EBITDA	3,4	2,8	2,7	4,2
Ativo CP/ Passivo CP	1,7	1,9	2,0	1,1
Caixa/Dívida CP	1,5	2,6	2,4	0,5
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	-52	-185	112	152
FCI	-328	-597	-83	-53
FCF	111	1.905	-72	-212
Δ Caixa	-268	1.124	-43	-113

Mater Dei 3T25	Rede D'Or 3T25
568	14.583
30,1%	23,1%
126	3.252
22,2%	22,3%
27	1.456
642	16.976
1,0	1,6
1,5	1,5
2,9	3,2
8,6	13,5
77	-2.276
-21	-1.094
-34	4.646
22	1.276



Curva de Spread – Marcação de preço Anbima 22E1338402 – Evolução do Spread



Patrimar

Perfil. Fundado em 1963, o grupo Patrimar atua no setor imobiliário com foco em mercados regionais nos estados de MG, RJ e SP. A companhia divide suas operações entre as marcas Patrimar e Novolar: através da Patrimar, realiza empreendimentos comerciais e residenciais de alta renda; por meio da Novolar, atende ao mercado residencial de baixa e média renda.

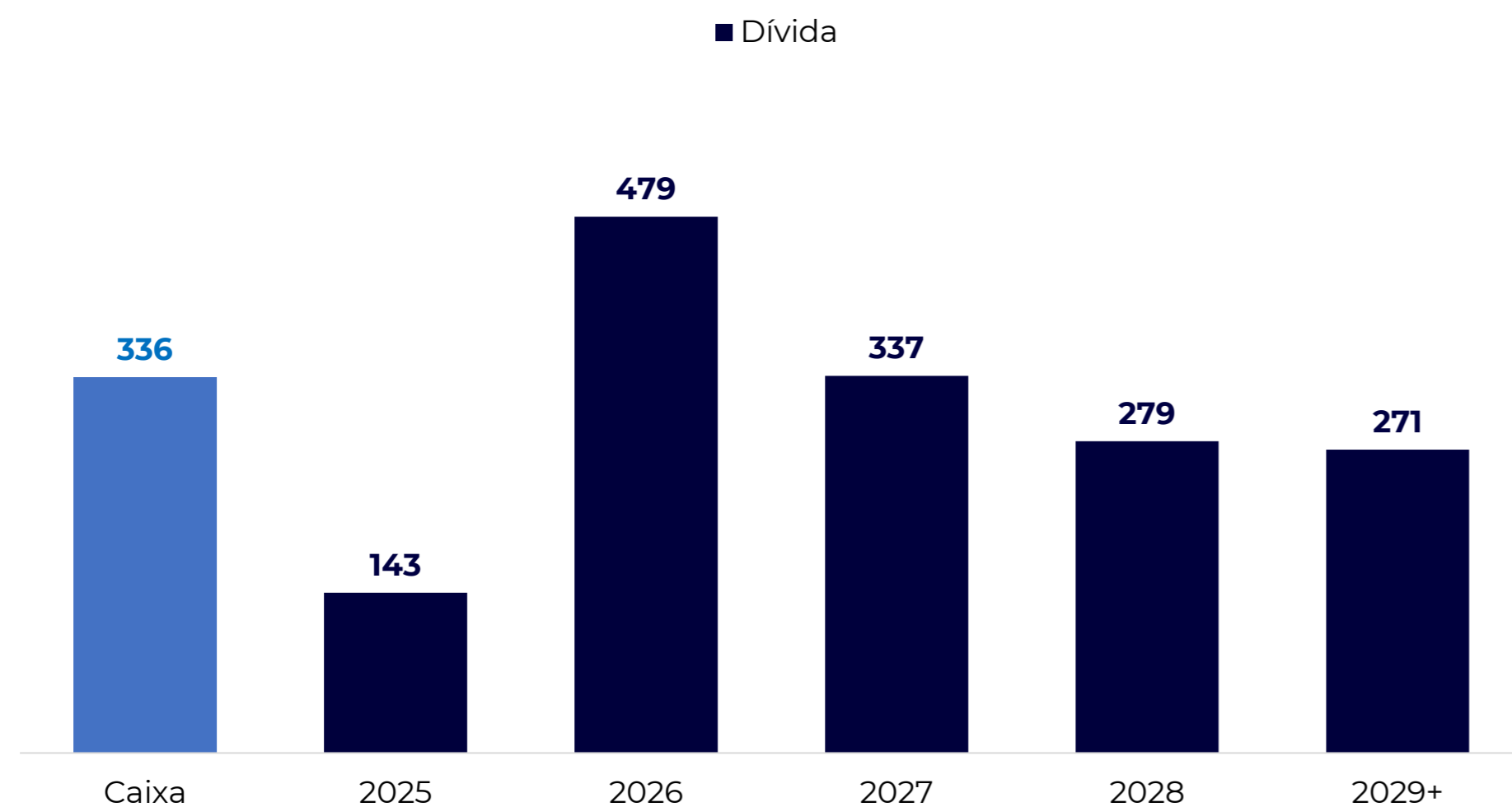
Operacional. Os lançamentos somaram R\$295 milhões (-26% a/a) e vendas líquidas R\$190 milhões (-36% a/a), com participação Patrimar de 98%. A VSO LTM desacelerou para 30% (-2 p.p. t/t). A retomada operacional foi observada em outubro/25, com R\$1,1 bilhão em lançamentos e R\$267 milhões em vendas (90% do 3T25 inteiro), indicando recuperação no 4T25.

Destaques resultado 3T25. A receita de R\$331 milhões, com queda de 8% a/a, refletiu a estratégia conservadora nos dois primeiros meses do trimestre. O custo dos imóveis vendidos caiu 6% a/a, mas a margem bruta contábil recuou para 24,8% (-1,3 p.p. a/a), pressionada pela aquisição de terrenos em permuta. O destaque foi a margem bruta ajustada de 30,3% no trimestre (+2,5 p.p. a/a) e 27,2% no 9M25 (+5,5 p.p. vs. 9M24), consolidando a recuperação de rentabilidade após a conclusão de empreendimentos da safra pós-pandemia. Os distratos atingiram 14,9% da receita (vs. 5,2% no 3T24), impactados por restrições de crédito bancário. Contudo, 22% referem-se a movimentações internas (*upgrades/downgrades*), e as unidades são revendidas em média de 3 meses.

Acionistas. Família Martins Veiga, que é acionista desde a década de 80 e concluiu a aquisição da totalidade das ações em 2015.

Rating. -

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Patrimar, Kallas e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Estratégia de fortalecer o mix de lançamentos no baixa renda, capturando oportunidades com a expansão do MCMV;
- Novas vendas com melhor margem bruta.

Pontos de Atenção

- Incremento na alavancagem com o aumento de investimentos para expandir número de empreendimentos;
- Margem pressionada com alta de custos do setor nos últimos anos, o que é mitigado pela melhora da margem dos novos lançamentos.

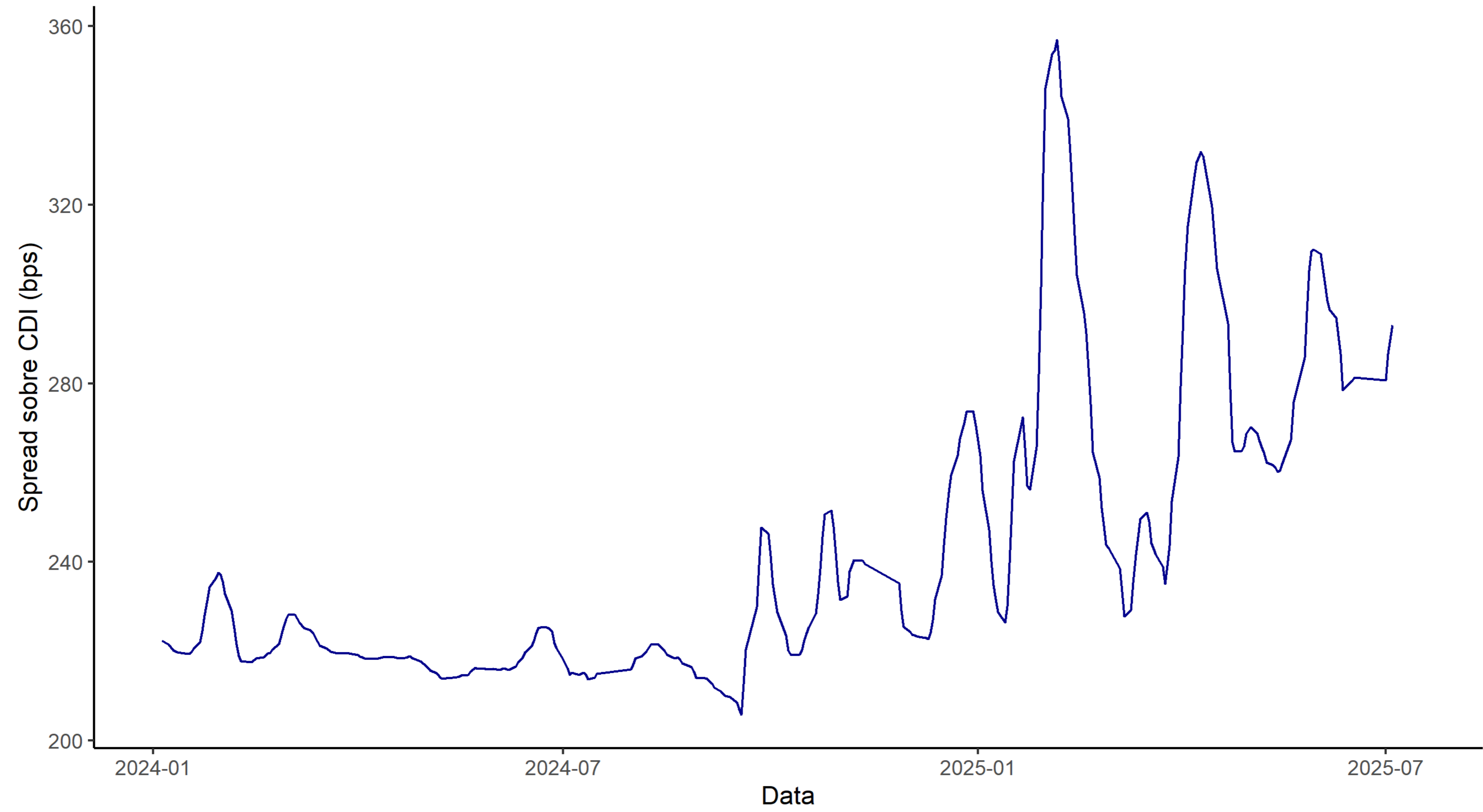
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25	Kallas 3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	1.355	1.465	359	331	219
Margem Bruta	21,6%	20,3%	26,1%	24,8%	24,9%
EBITDA (R\$ Mi)	141	132	39	34	-6
Margem EBITDA	10,4%	9,0%	11,0%	10,4%	-2,8%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	80	35	22	6	-31
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	206	790	684	1.174	474
Dívida Bruta/PL	1,4	2,2	1,8	2,5	0,7
Dívida Líquida/PL	0,4	1,4	1,2	1,9	0,5
Ativo CP/ Passivo CP	2,3	2,2	2,5	2,2	3,3
Caixa/Dívida CP	3,6	1,7	2,8	0,6	0,5
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	-74	-486	-88	8	-15
FCI	-60	-90	19	-40	-96
FCF	284	403	33	25	55
Δ Caixa	150	-173	-36	-8	-55



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima

22E1338402 – Evolução do *Spread*



PRIO

Perfil. A PRIO (ex-Petro Rio) é dedicada à exploração e produção de petróleo a partir de campos offshore. A companhia é uma das maiores produtoras nacionais de petróleo, extraído a partir de seus 4 clusters de atuação e totalizando 8 blocos localizados na Bacia de Campos (RJ). Sua estratégia de atuação consiste na aquisição de poços de exploração maduros, com projetos já iniciados por outras companhias. As aquisições são feitas visando possíveis ganhos de sinergia entre os campos de exploração, expansão das reservas e redesenvolvimento do campo para aumento de produção e extensão da vida útil.

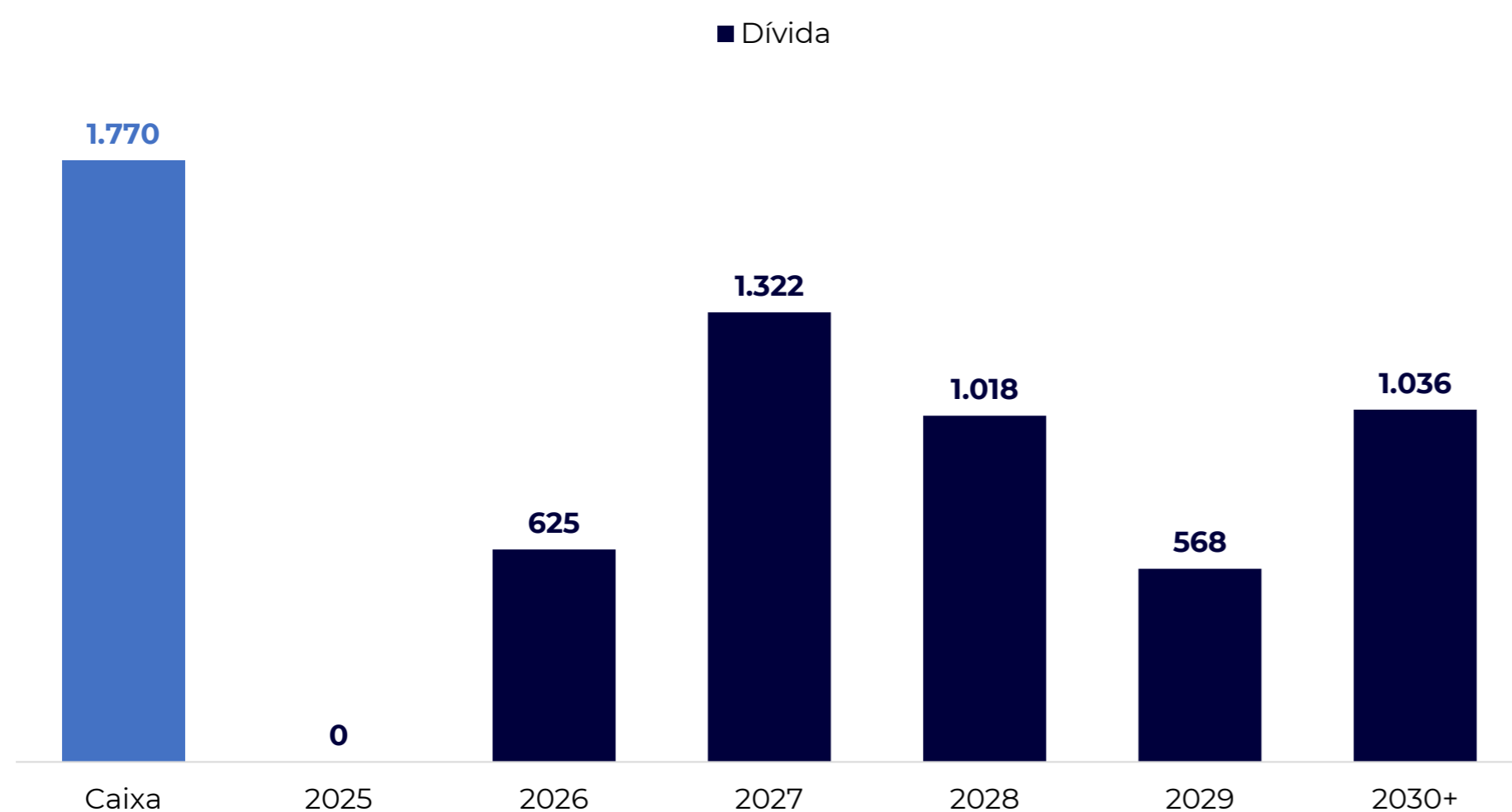
Operacional. O volume de *offtakes* foi de 8,8 milhões de barris no trimestre (+35,5% a/a), com a entrada da produção de 40% do Campo de Peregrino a partir do 4T24. No entanto, o volume foi impactado pela parada estabelecida pela ANP em Peregrino para a readequação de normas operacionais. O preço médio do *brent* realizado foi de US\$68,2 (-13,4% a/a), com o *lifting* costa saindo de US\$9,8/bbl no 3T24 para US\$17,4/bbl, com os maiores custos de extração após incorporação de Peregrino e paradas no ativo. No dia 11 de novembro, a companhia anunciou a aquisição de 40% da participação do Campo de Peregrino, passando a ser a operadora do ativo, com 80% de participação no ativo. A companhia pagou US\$1,5 bilhão pelos 40%, restando ainda o desembolso relativo aos 20% restantes do campo, que deve ser realizado no início de 2026. A alavancagem, inicialmente deverá ser elevada para cerca de 3,1x, podendo atingir um pico de 3,5x após o *closing* da operação.

Destaques resultado 3T25. A receita líquida atingiu US\$558 milhões (+18% a/a), com EBITDA ajustado de US\$320 milhões e margem EBITDA de 57% (-12 p.p. vs. 3T24). A alavancagem, por sua vez saiu de 1,8x no 1T25 para 2,0x no 2T25, após o menor EBITDA acumulado nos últimos 12 meses.

Acionistas. Tesouraria (9,6%) e *free float* (90,4%).

Rating. Fitch: AAA(bra) / S&P: brAAA

Cronograma de Amortização (US\$ milhões)



Fonte: PRIO, Brava, PetroReconcavo e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- *Track record* positivo de recuperação de campos maduros;
- Maior volume de produção frente aos concorrentes independentes;
- Vida útil das reservas provadas;
- Estrutura de custos competitivas.

Pontos de Atenção

- Volume de *Capex* com aquisições deve elevar a alavancagem no curto prazo;
- Volatilidade de preços do petróleo;
- Alterações regulatórias e de políticas ambientais podem reduzir atratividade de projetos e adiar o início da produção.

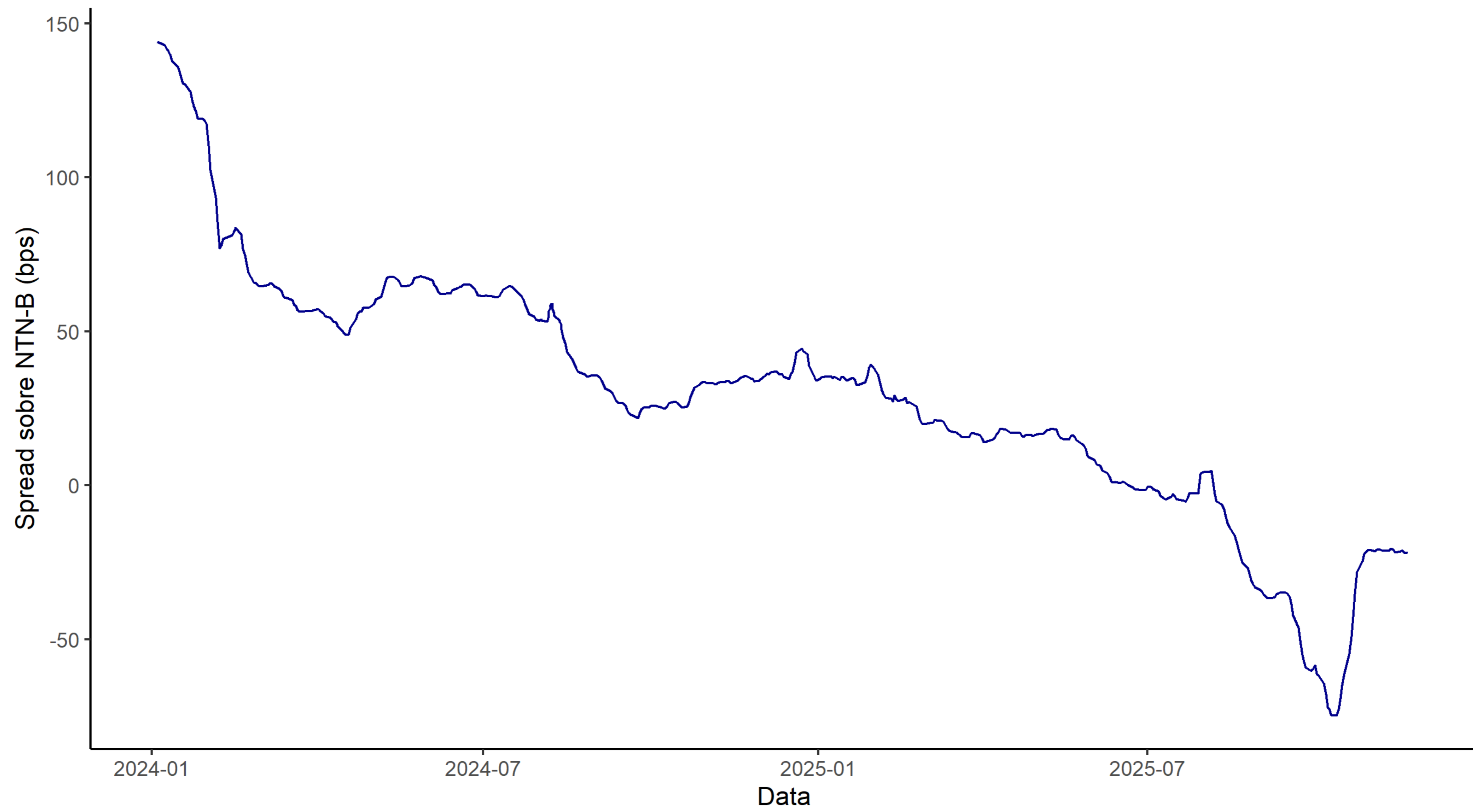
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	12.586	12.938	2.680	3.190
Margem Bruta	66,3%	61,4%	57,3%	30,9%
EBITDA (R\$ Mi)	9.049	9.544	1.830	1.779
Margem EBITDA	72,8%	74,6%	68,3%	55,8%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	5.180	10.302	887	349
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	5.058	14.409	4.301	15.000
Dívida Bruta/PL	0,5	0,7	0,9	0,9
Dívida Líquida/EBITDA	0,7	1,2	0,4	1,9
Ativo CP/ Passivo CP	1,5	2,2	5,0	2,2
Caixa/Dívida CP	1,9	16,0	45,3	2,7
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	7.740	9.669	3.177	1.531
FCI	-13.245	-14.814	-1.503	-1.498
FCF	-1.773	6.803	5.589	4.938
Δ Caixa	-7.278	1.658	7.263	4.971

Brava 3T25	PetroReconcavo 3T25
3.059	786
29,3%	29,8%
1.300	350
42,5%	44,5%
121	122
Dívida e Liquidez	
9.029	1.548
1,1	0,5
2,3	1,0
1,7	2,2
5,4	2,8
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)	
-56	388
396	-1
366	527
706	914



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima PEJA11 – Evolução do *Spread*



Raízen

Perfil. A Raízen é uma das líderes globais na produção de biocombustíveis, atuando de forma integrada em toda a cadeia de valor — desde a produção de matéria-prima até a distribuição ao consumidor final. Seu modelo de negócios é dividido em três frentes: Etanol, Açúcar e Bioenergia (EAB), responsável pela produção e comercialização de etanol e açúcar; Distribuição de Combustíveis no Brasil; e Distribuição de Combustíveis na Argentina.

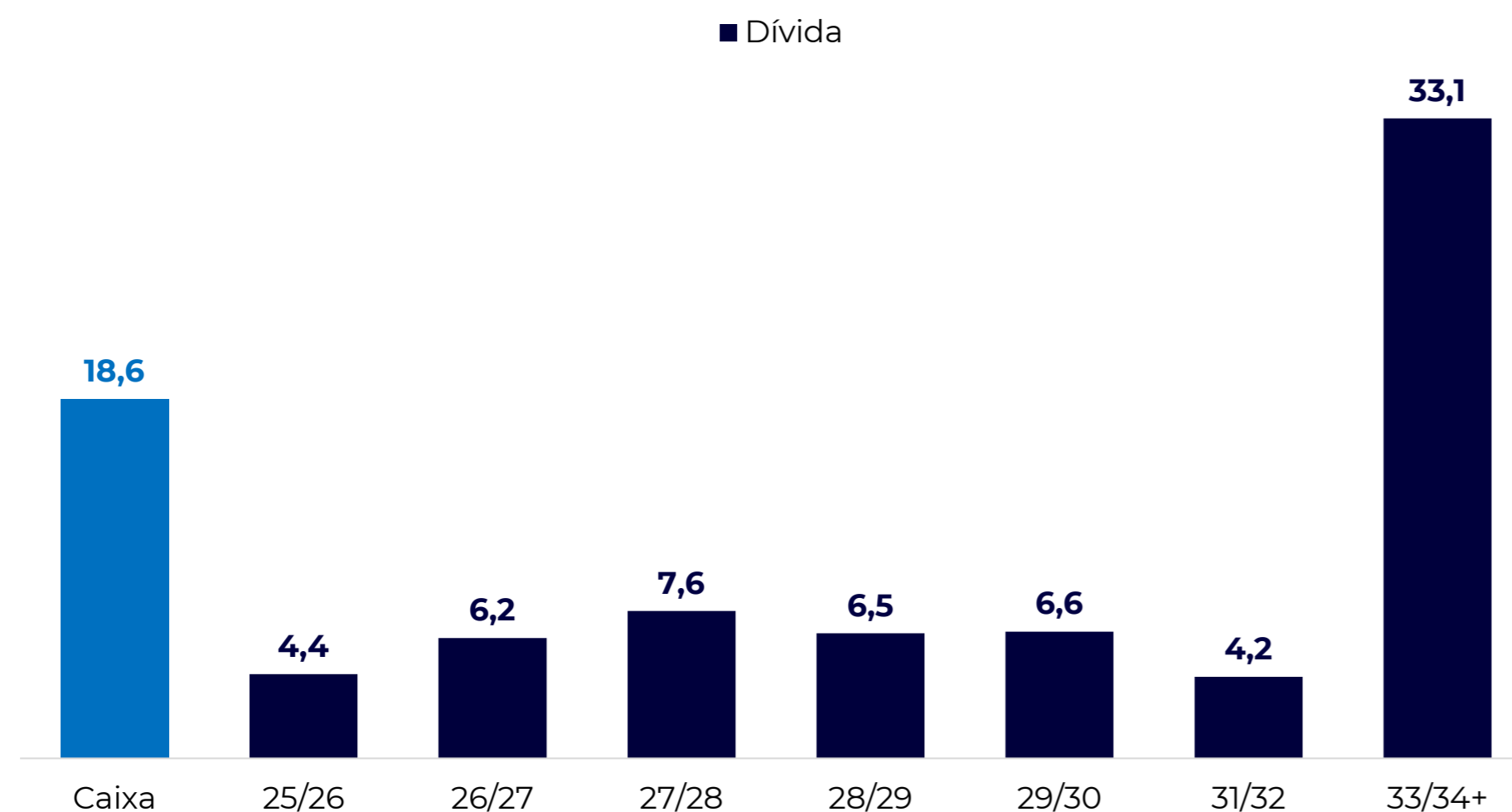
Operacional. O resultado operacional da Raízen foi pressionado pela operação de Etanol, Açúcar e Bioenergia, após a piora da produtividade agrícola e menores preços e volumes da comercialização de açúcar, parcialmente compensados pelo aumento da moagem e maiores preços de venda do etanol. Na operação de distribuição, o destaque foi o Brasil, com incremento de 16,7% a/a na margem EBITDA por m³, beneficiado pela melhora do ambiente competitivo após a operação Carbono Oculto. A Raízen segue implementando medidas para simplificação operacional e venda de ativos, incluindo a alienação de usinas no Brasil e o processo de venda da operação de refino na Argentina.

Destaques resultado 2T25/26. A receita líquida consolidada atingiu R\$59,9 bilhões no 2T25/26 (-17,8% a/a), pressionada pelo desempenho do EAB e da distribuição na Argentina, parcialmente compensada pela melhora na distribuição no Brasil. O EBITDA ajustado foi de R\$3,3 bilhões (-12,8% a/a), com margem de 5,6% (vs. 5,0% no 2T24/25). A alavancagem atingiu 5,1x no trimestre (vs. 4,5x no 1T25/26), influenciada por efeitos sazonais relacionados à formação de estoques para venda na entressafra e pela continuidade da substituição das linhas de risco sacado por dívidas de longo prazo, processo que, segundo a companhia, já está normalizado.

Acionistas. Shell (44%), Cosan (44%) e free float (12%)

Rating. Fitch: AAA(bra) / Moody's: AAA.br / S&P: brAAA

Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)



Fonte: Raízen, Cerradinho, FS e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Líder mundial no processamento de cana e posição relevante em distribuição de combustível no Brasil;
- Melhora na estrutura de liquidez, com alongamento do perfil da dívida e fortalecimento do caixa com linhas de financiamento;
- Boa performance do segmento distribuição de combustível no Brasil.

Pontos de Atenção

- Resultado operacional exposto à volatilidade do preço de *commodity* e à demanda interna por combustível, bem como a políticas de governo que afetam preço do combustível;
- Capex, capital de giro e serviço da dívida pressionam fluxo de caixa livre;
- Aumento relevante da alavancagem no último trimestre.

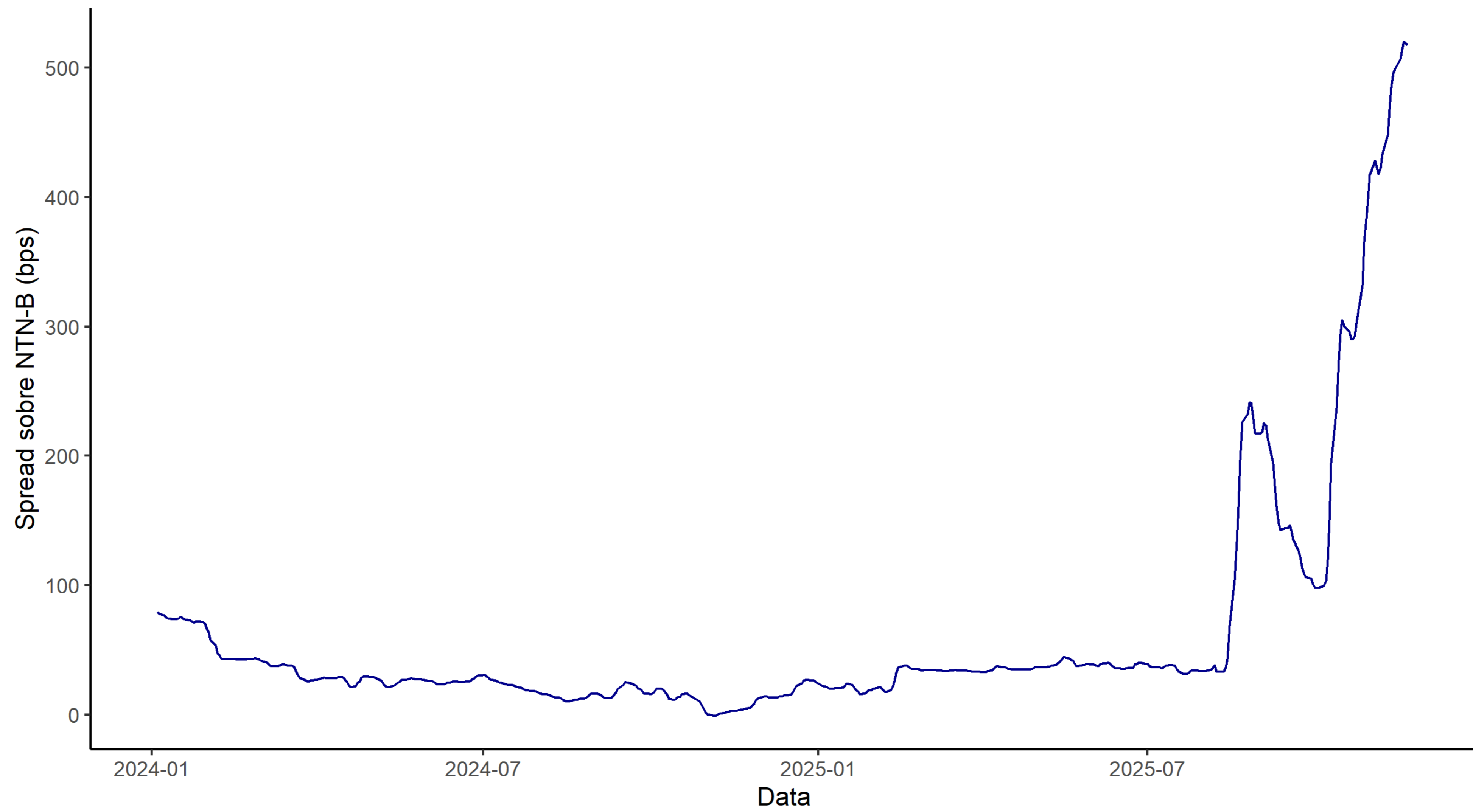
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	23/24	24/25	2T24/25	2T25/26
Receita Líquida (R\$ Mi)	220.454	255.269	72.910	59.911
Margem Bruta	7,1%	4,6%	6,0%	4,5%
EBITDA (R\$ Mi)	14.609	10.820	3.840	3.348
Margem EBITDA	6,6%	4,2%	5,3%	5,6%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	1.285	-4.177	-158	-2.321
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	19.154	34.264	35.921	53.438
Dívida Bruta/PL	1,6	3,2	2,2	4,8
Dívida Líquida/EBITDA	1,3	3,2	2,6	5,1
Ativo CP/ Passivo CP	1,1	1,3	1,4	2,1
Caixa/Dívida CP	2,6	5,0	1,1	2,5
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	21.421	6.216	194	202
FCI	-11.984	-11.268	-2.771	-751
FCF	-2.476	11.791	4.469	3.533
Δ Caixa	6.962	6.740	1.892	2.984

Cerradinho 2T25/26	FS 2T25/26
1.064	3.459
37,1%	41,2%
414	957
38,9%	27,7%
103	456
2.413	8.496
2,5	15,7
1,7	2,7
2,1	2,2
2,6	1,7
-283	-1.479
40	39
399	-552
156	-1.992



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA022008NB – Evolução do *Spread*



SLC Agrícola

Perfil. A SLC Agrícola é uma empresa de agronegócio que atua na produção de algodão, soja, milho, sementes e gado bovino. Suas unidades produtivas estão estabelecidas na região do cerrado, nos estados de Goiás, Mato Grosso, Maranhão, Mato Grosso do Sul, Bahia, Piauí e Minas Gerais. A companhia tem um modelo de negócio *asset light*, através de arrendamento de terras e joint ventures com outras empresas agrícolas (mais de 60% da área total plantada), como também realiza aquisição de fazendas maduras.

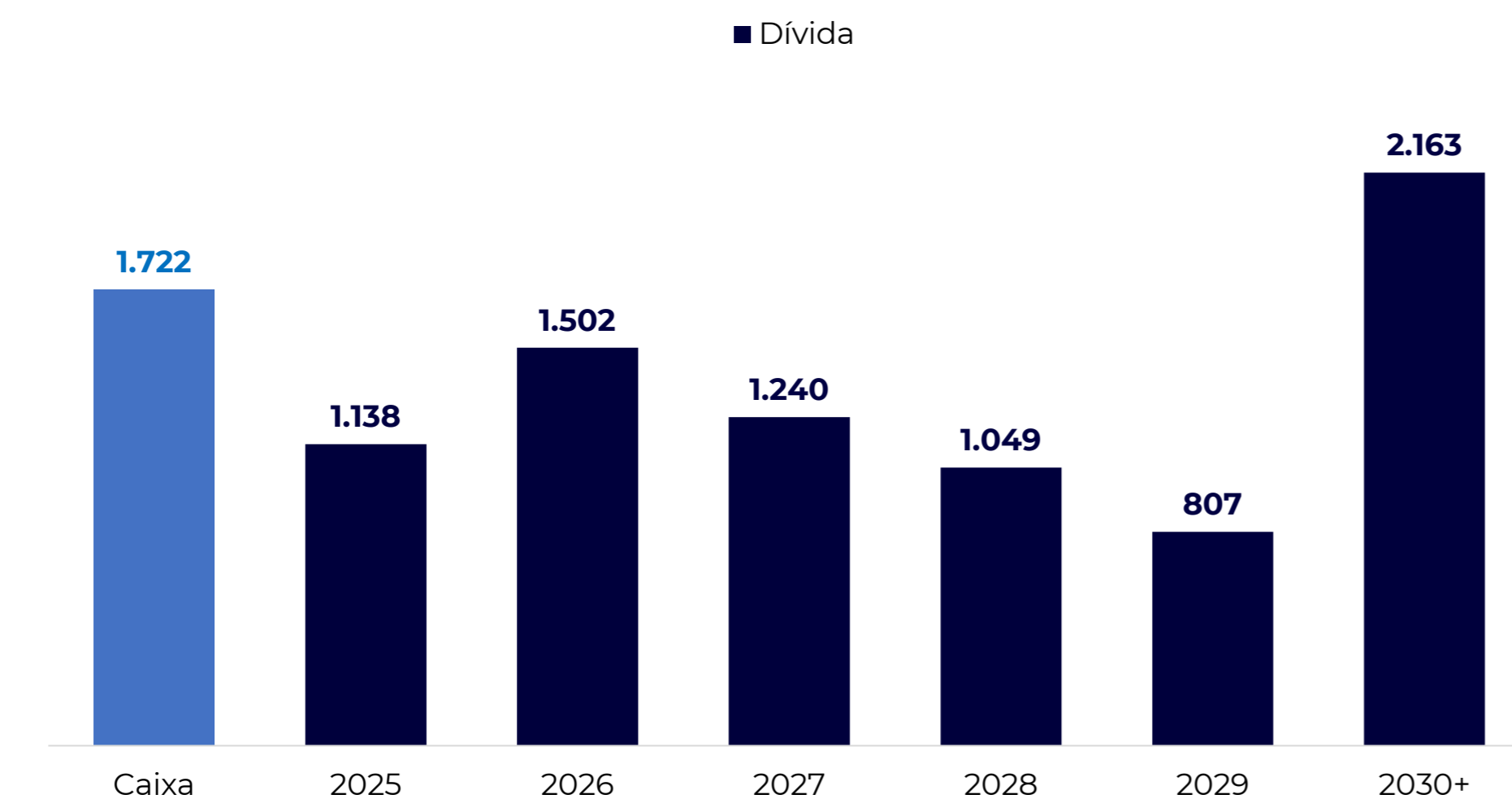
Operacional. O ano fiscal de 2025 vem representando recuperação na produção de grãos, cuja quebra de safra impactou os resultados de 2024. No acumulado deste ano, também se nota aumento no capex de 82% vs. 9M24, voltado, principalmente, à aquisição de terras. No segmento de soja, houve expansão no volume faturado de 30,2% a/a, além de recuperação da produtividade (+21,4% a/a), reduzindo o custo unitário do grão. Milho também apresentou aumento do volume faturado (+80,5% a/a) e maior produtividade (+16,2% a/a). O resultado também foi beneficiado pelo aumento de preços e alta na demanda interna por proteínas e etanol de milho. Por outro lado, houve queda de 9,5% a/a no volume de algodão em pluma, representando redução dos preços faturados (-5,9% a/a) e elevação do custo unitário (+5,9% a/a).

Destaques resultado 3T25. A receita líquida atingiu R\$2,0 bilhões (+27,9% a/a), impulsionada pelo faturamento de soja (+33% a/a) e milho (+99,5% a/a), mas parcialmente compensada pela queda na receita de algodão em pluma (-16,4% a/a). O EBITDA foi de R\$531 milhões (+14,7% a/a), com margem declinando para 25,5% (-2,9 p.p. a/a), influenciada pelo aumento em despesas com vendas (+R\$66 milhões a/a) e administrativas (+R\$16 milhões a/a).

Acionistas. Controlador e pessoas ligadas (55,1%), diretoria e conselho de administração (0,3%), *free float* e ações em tesouraria (44,6%).

Rating. Moody's: AA.br / S&P: brAA

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Pontos Fortes de Crédito

- Produtividade competitiva;
- Expansão da safra e aumento da área produtiva devem ampliar a escala operacional.

Pontos de Atenção

- Exposição à volatilidade no preço das commodities e taxa de câmbio;
- Liquidez relativamente pressionada;
- Elevação da alavancagem com aquisições recentes.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	7.231	6.916	1.632	2.088
Margem Bruta	36,2%	33,4%	17,1%	29,8%
EBITDA (R\$ Mi)	2.709	2.037	463	531
Margem EBITDA	37,5%	29,4%	28,4%	25,5%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	938	482	-17	-15
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	2.874	3.674	4.203	6.176
Dívida Bruta/PL	0,9	1,4	1,1	1,4
Dívida Líquida/EBITDA	1,1	1,8	2,0	2,3
Ativo CP/ Passivo CP	1,8	1,4	1,7	1,5
Caixa/Dívida CP	1,1	1,2	0,8	0,7
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	1.802	1.480	531	1.050
FCI	-856	-843	-352	-442
FCF	-271	-568	450	-37
Δ Caixa	674	69	629	571

3Tentos 1T26	Brasil Agro 3T25*
287	170
-2,0%	32,2%
64	-5
22,0%	-2,0%
-64	-1
642	779
0,4	0,4
4,0	1,7
1,7	1,6
0,7	0,3
113	-26
16	-31
-12	87
116	31

Fonte: SLC, 3Tentos Brasil Agro e Safra (*) O 3T25 de SLC Agrícola e de 3Tentos, assim como o 1T26 de Brasil Agro, compreendem o período entre 01/07/2025 a 31/09/2025



Smartfit

Perfil. A Smartfit é a líder no mercado de academias na América Latina e a quarta maior rede do mundo em número de clientes, com uma trajetória de crescimento acelerado. Com uma presença consolidada em 16 países, destacando-se Brasil e México, a Smartfit opera um modelo de academias de alto valor a baixo custo (*High Value/Low Price*), além de ser pioneira no setor de fitness digital na região. Seu ecossistema integrado combina academias físicas, plataformas digitais como o Queima Diária, Smart Fit Nutri e o TotalPass, um agregador de benefícios corporativos.

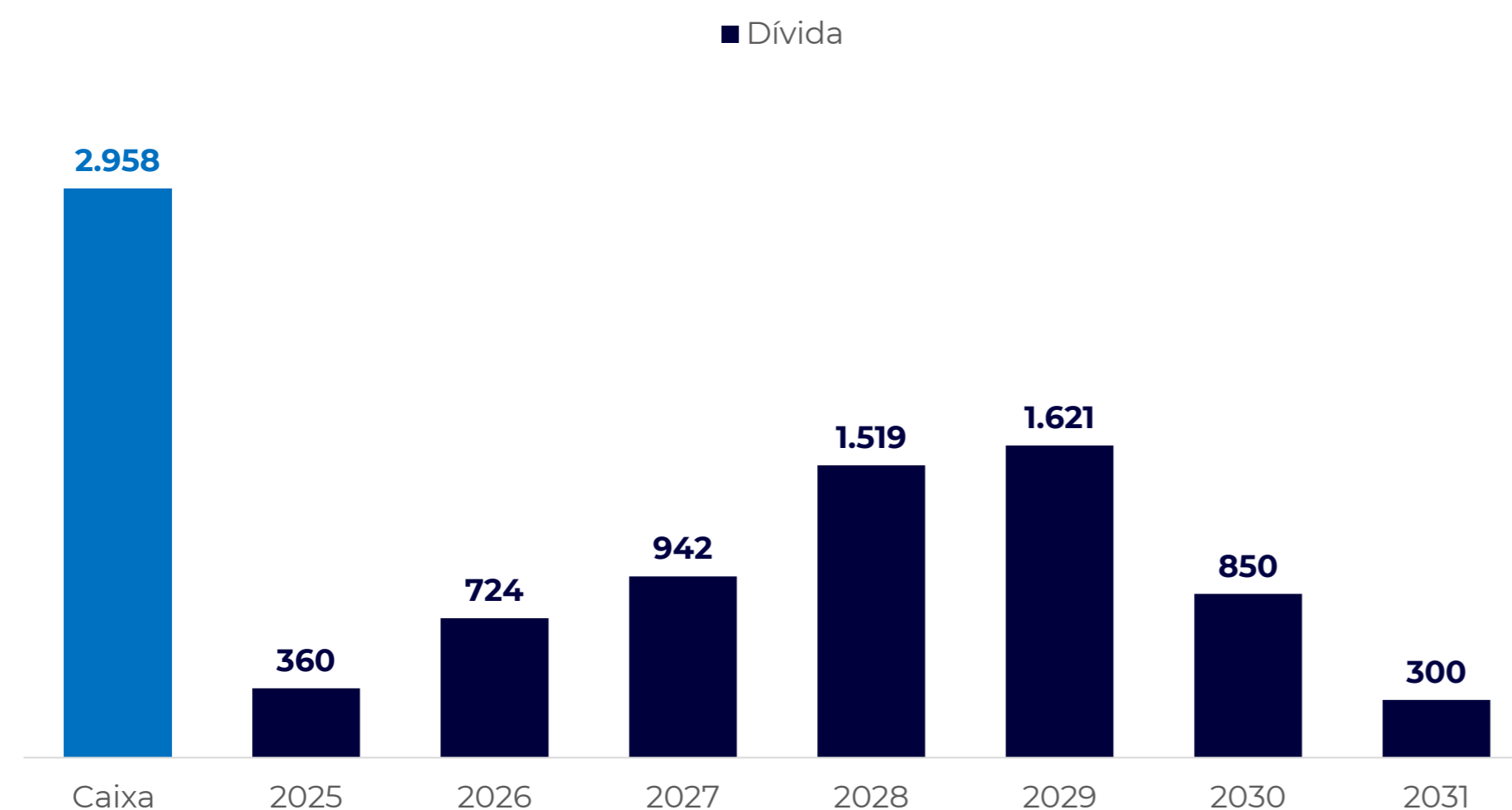
Operacional. O número de alunos cresceu 8% a/a, somando 5,2 milhões, mas caiu 1% t/t na operação Brasil, devido à migração de usuários para o TotalPass. A rede média de unidades próprias avançou 19% a/a e o ticket médio sofreu ajuste de +10% a/a, com número de usuários no plano Black atingindo 70% (+5 p.p. a/a).

Destaques resultado 3T25. A receita líquida foi de R\$1,8 bilhão (+28,3% a/a), com EBITDA de R\$586 milhões (+33% a/a) e margem EBITDA de 32,1% (-0,1 p.p. vs. 3T24).

Acionistas. Família Corona (14,9%), Patria Investimentos (12,9%), Canada Pension Plan (12,1%), GIC (8,2%) e free float (51,9%).

Rating. Fitch: AA+(bra).

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Smartfit e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Forte capacidade em expandir a base de clientes e manter alavancagem controlada;
- Marca forte e relevante escalabilidade nos negócios. Atuação consolidada no segmento fitness de baixo custo;
- Cronograma de dívida bem escalonado e boa reserva de caixa frente à dívida de curto prazo.

Pontos de Atenção

- Estratégia de expansão acelerada pode pressionar fluxo de caixa livre;
- Indústria de academias está parcialmente exposta à ciclicidade da economia;
- Aumento da concorrência em grandes capitais com redes regionais em expansão.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	4.245	5.580	1.422	1.824
Margem Bruta	40,3%	41,4%	41,3%	41,8%
EBITDA (R\$ Mi)	1.302	1.762	442	586
Margem EBITDA	30,7%	31,6%	31,1%	32,1%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	1.044	441	118	170
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	1.501	3.104	2.326	3.398
Dívida Bruta/PL	0,8	1,1	1,0	1,1
Dívida Líquida/EBITDA	0,7	1,2	0,9	1,0
Ativo CP/ Passivo CP	1,5	1,5	1,8	1,5
Caixa/Dívida CP	4,1	3,8	4,6	3,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	1.310	1.376	431	627
FCI	-1.455	-2.338	-482	-538
FCF	-472	1.006	148	51
Δ Caixa	-617	44	97	140



Unidas

Perfil. A Unidas é uma das principais locadoras de veículos do Brasil, com operações de gestão e terceirização de frotas, locação de máquinas e equipamentos pesados, Rent-a-Car (RAC) e venda de Seminovos. Possui uma frota de 117 mil veículos, compostos em 49% por RAC, 41% por GTF leves e 10% em GTF pesados.

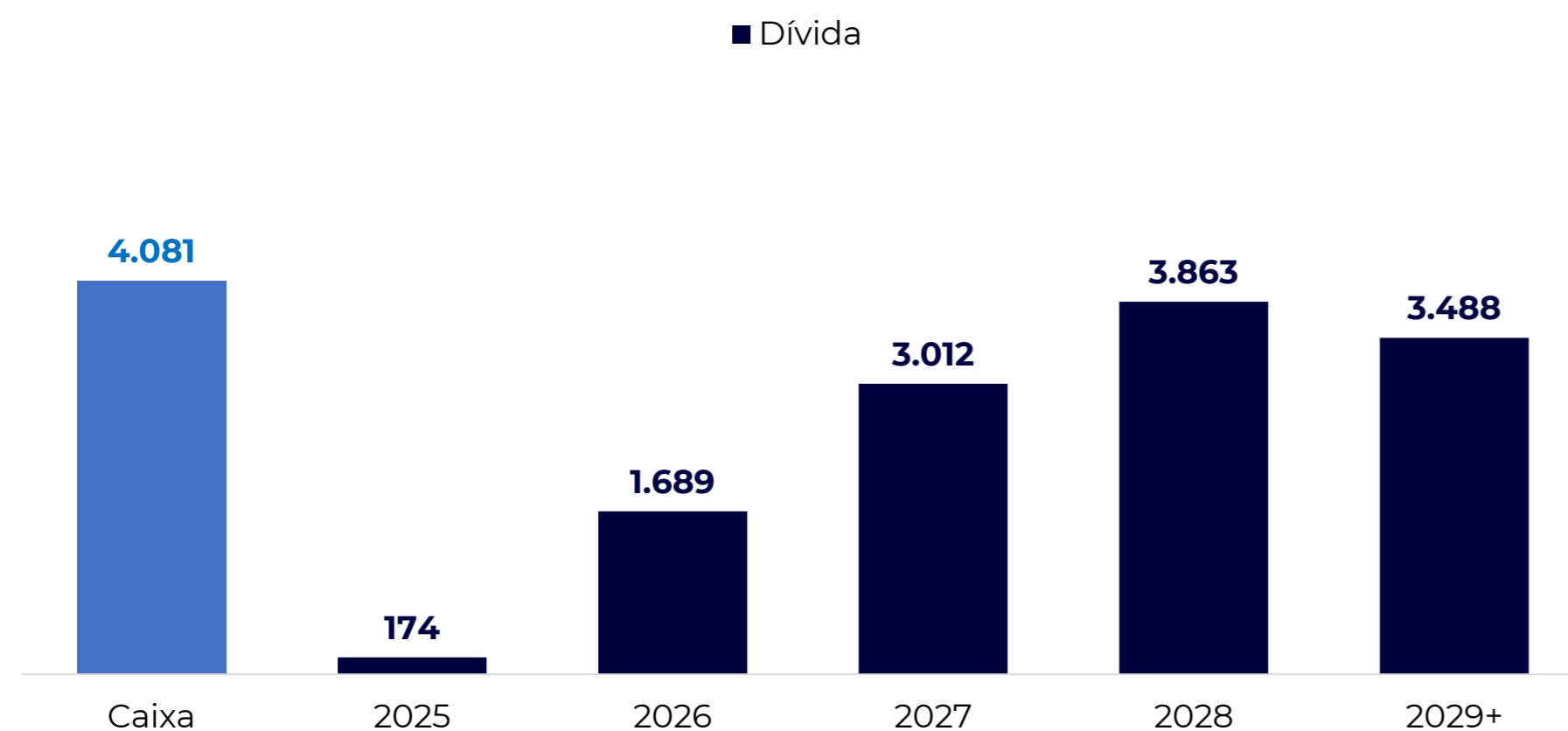
Operacional. A companhia apresentou leve crescimento da frota, de 0,6% a/a, com crescimento de 3,6% a/a em GTF leves e decréscimo de 1,7% a/a na frota de RAC. Em veículos leves, houve aumento de 15,1% a/a na tarifa média diária, apesar da pressão de margem devido ao maior volume de unidades desativadas e ao amadurecimento da frota. No segmento de veículos pesados, a frota locada média reduziu 2,5% a/a, compensada pela maior tarifa média (+9,0% a/a). O segmento de aluguel de carros registrou queda de 2,2 p.p. na taxa de utilização, o que foi compensado pelo aumento de 9% a/a na tarifa média, levando a um faturamento estável no a/a. Por fim, o preço médio de venda subiu 9% a/a para veículos leves, mas apresentou queda de 16,5% a/a para veículos pesados.

Destaques resultado 3T25. Após ajuste no *ticket* dos segmentos, a receita líquida alcançou R\$1,9 bilhão no 3T25 (+11,3% a/a), com destaque para a expansão de 12% a/a na receita de gestão e terceirização de frotas e de 17% a/a em venda de seminovos. O EBITDA foi de R\$708 milhões, com margem de 36,1% (+0,8 p.p. a/a). A dívida líquida totalizou R\$8,7 bilhões (estável no t/t), com alavancagem de 3,32x (-0,1 ponto t/t).

Acionistas. Cedar FIP (100%)

Rating. Fitch: AA(bra) / Moody's: AA.br

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Unidas, Localiza, Movida e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Entre os principais *players* do setor, com ampla presença nacional;
- Demanda favorável para o setor de frotas;
- Posição de liquidez adequada.

Pontos de Atenção

- Indústria de capital intensivo e dependente de tomada de dívida;
- Cenário de juro alto posterga desalavancagem da companhia;
- Preço de seminovos influencia na geração de caixa.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

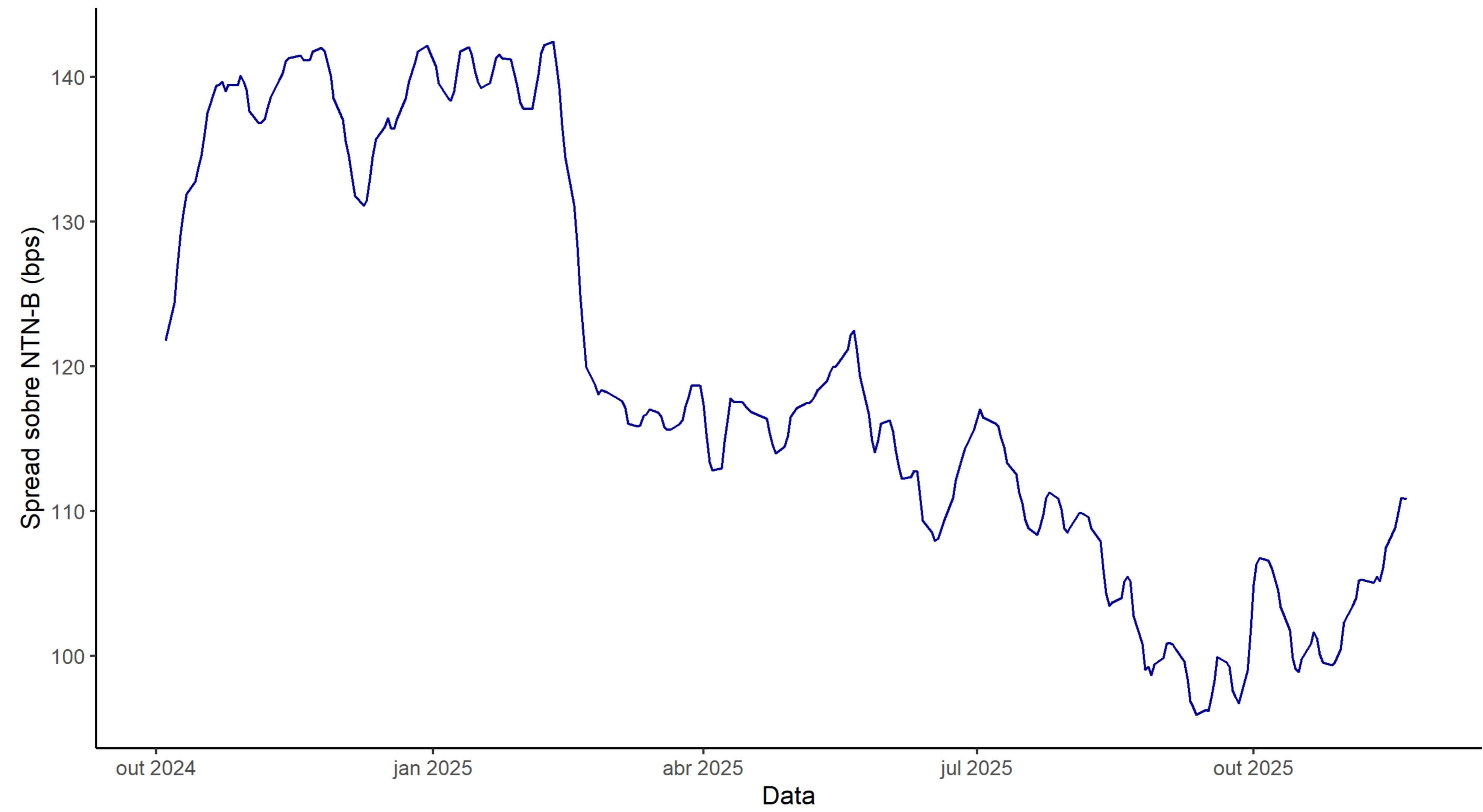
Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	5.464	6.701	1.763	1.962
Margem Bruta	19,7%	27,5%	43,9%	44,8%
EBITDA (R\$ Mi)	1.962	2.382	623	709
Margem EBITDA	35,9%	35,5%	35,3%	36,1%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	102	101	22	18
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	7.321	8.325	8.110	8.678
Dívida Bruta/PL	4,2	4,9	4,6	5,4
Dívida Líquida/EBITDA	3,6	3,5	3,6	3,3
Ativo CP/ Passivo CP	1,3	1,5	1,4	1,8
Caixa/Dívida CP	3,4	2,1	1,7	2,3
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	-1.012	-726	361	297
FCI	636	-195	-31	-48
FCF	2.156	1.896	-19	321
Δ Caixa	1.780	975	310	569

Localiza 3T25	Movida 3T25
10.732	3.766
19,9%	32,3%
3.407	1.479
31,7%	39,3%
258	70
31.096	15.448
1,7	6,7
2,3	2,7
1,4	0,7
3,0	0,9
-189	918
-109	-92
1.478	-158
1.180	668



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima

23L2043184 – Evolução do *Spread*



Vale do Tijuco

Perfil. A Companhia Mineira de Açúcar e Álcool (CMAA) atua no mercado de açúcar e etanol desde 2006. A companhia possui 3 usinas (Vale do Tijuco, Vale do Pontal e Canápolis), todas localizadas no Triângulo Mineiro. A CMAA opera através de três linhas de negócio: (i) produção de açúcar VHP (exportação); (ii) produção de etanol anidro e hidratado e (iii) cogeração de energia.

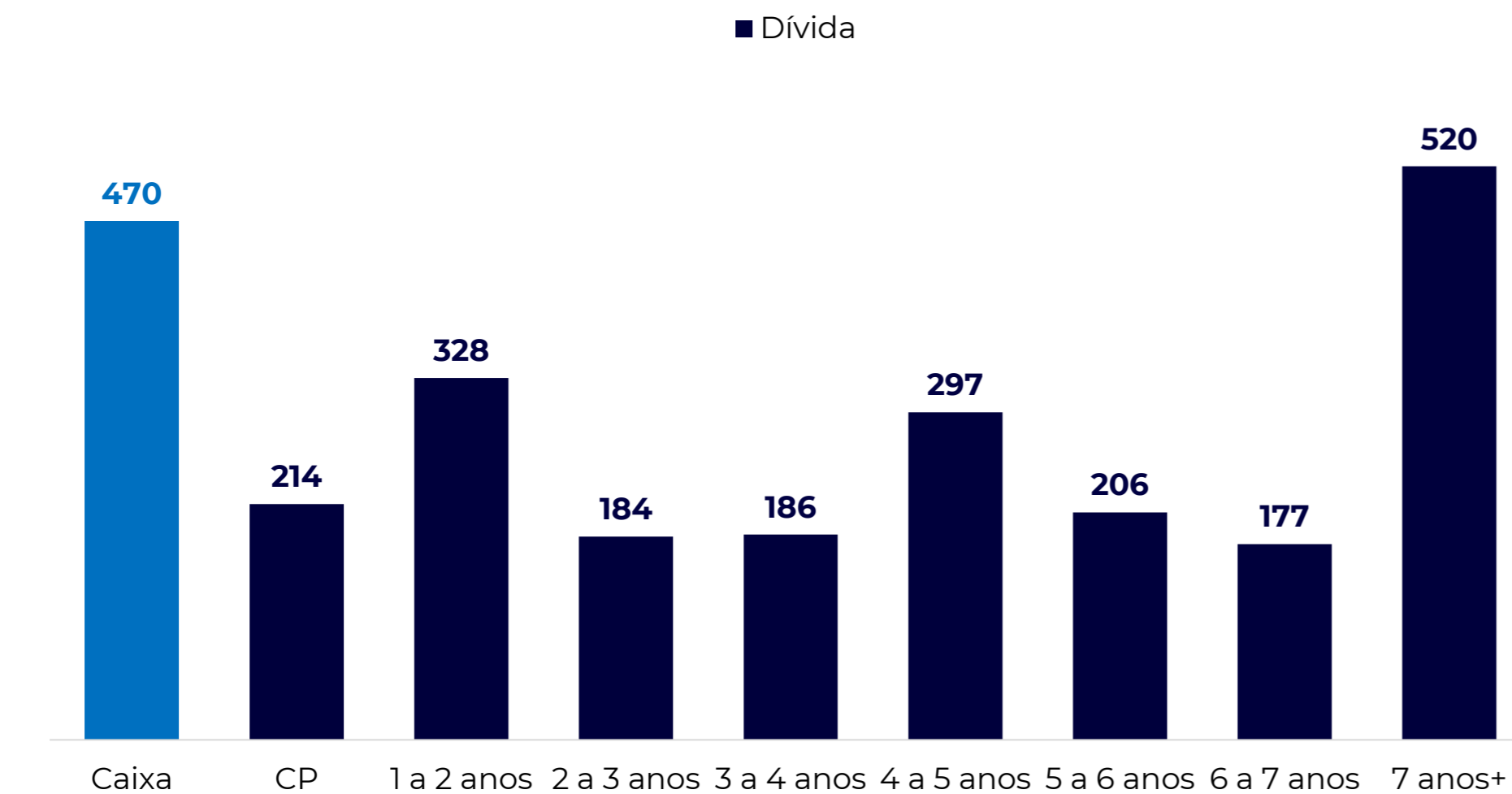
Operacional SF 24/25. A CMAA processou 9,3 milhões de toneladas na safra 2024/25, volume estável frente a safra passada, com impactos relacionados a estiagem prolongada e ondas de calor durante o desenvolvimento da colheita. O ATR médio atingiu 140,9 Kg/ton de cana (+1,5% a/a), enquanto a produtividade foi de 79,4 tons/hectare (-5,1% a/a). A produção de açúcar foi de 694 mil toneladas (-1,0% a/a), enquanto a de etanol foi de 365 mil m³ (+5,0% a/a). Do lado das vendas, o Grupo CMAA registrou a venda de 690 mil tons de açúcar (-2,5% a/a), com preço médio de R\$2.446 por tonelada (+14,8% a/a). No etanol, o volume vendido foi de 359 mil m³ (+16,7% a/a), com preço médio de R\$2,97 por litro (+13,7% a/a).

Destaques resultado SF 24/25. A receita líquida atingiu R\$2,8 bilhões (+10,4% a/a), com EBITDA de R\$1,4 bilhão (+14,8% a/a), beneficiado pela melhora nos preços de vendas do açúcar e etanol, além de maiores volumes comercializados do biocombustível. A margem EBITDA foi de 49% na safra 2024/25 (+1,9p.p. a/a). A dívida líquida atingiu R\$1,6 bilhão (+58% a/a), com o avanço dos investimentos na expansão das capacidades de moagem do grupo. A alavancagem, por sua vez, foi de 1,2x (vs. 0,9x na safra 2023/24).

Acionistas. JF Citrus (Marseille FIP com 43,4% e JF Investimentos com 6,6%) e Grupo Salim (IFAR Brazil com 36,2% e Rio Grande com 13,8%).

Rating. S&P: brAA

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Vale do Tijuco, Cerradinho, FS e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Sólido *track record* de produtividade agrícola (acima da região Centro-Sul);
- Usinas com localização próxima a terminais ferroviários, com ligação direta ao Porto de Santos.

Pontos de Atenção

- Concentração geográfica dos ativos;
- Exposição à volatilidade de preço e demanda das *commodities* do setor;
- Riscos associados a eventos climáticos, como queimadas e seca;
- Investimentos do Grupo na expansão das operações e construção de novas usinas devem pressionar métricas de crédito.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	SF 21/22	SF 22/23	SF 23/24	SF 24/25	Cerradinho 24/25	FS 24/25
Receita Líquida (R\$ Mi)	1.798	2.167	2.539	2.802	1.064	10.689
Margem Bruta	30,0%	25,7%	28,3%	25,8%	37,1%	36,4%
EBITDA (R\$ Mi)	866	1.101	1.233	1.372	414	2.699
Margem EBITDA	48,2%	50,8%	48,2%	49,0%	38,9%	25,3%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	195	79	104	34	103	937
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	802	920	1.039	1.642	2.413	6.800
Dívida Bruta/PL	3,8	2,9	2,5	3,0	2,5	16,8
Dívida Líquida/EBITDA	0,9	0,8	0,8	1,2	1,7	2,5
Ativo CP/ Passivo CP	1,1	1,3	1,3	1,2	2,1	1,8
Caixa/Dívida CP	3,9	3,1	1,7	0,2	2,6	3,1
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	814	1.181	1.144	1.233	-283	815
FCl	-564	-764	-837	-1.143	40	-16
FCF	130	-514	-309	-412	399	-483
Δ Caixa	380	-97	-2	-322	156	316



Vamos

Perfil. A companhia é líder no setor de locação de caminhões, máquinas e equipamentos pesados no Brasil, tendo ainda operações de fabricação e venda de implementos rodoviários (Truckvan) e veículos seminovos (Vamos Seminovos). O modelo de negócios da Vamos inclui serviços de troca, venda, compra, locação e manutenção dos ativos. Os contratos firmados se caracterizam, em grande parte, por serem de longo prazo (+5 anos).

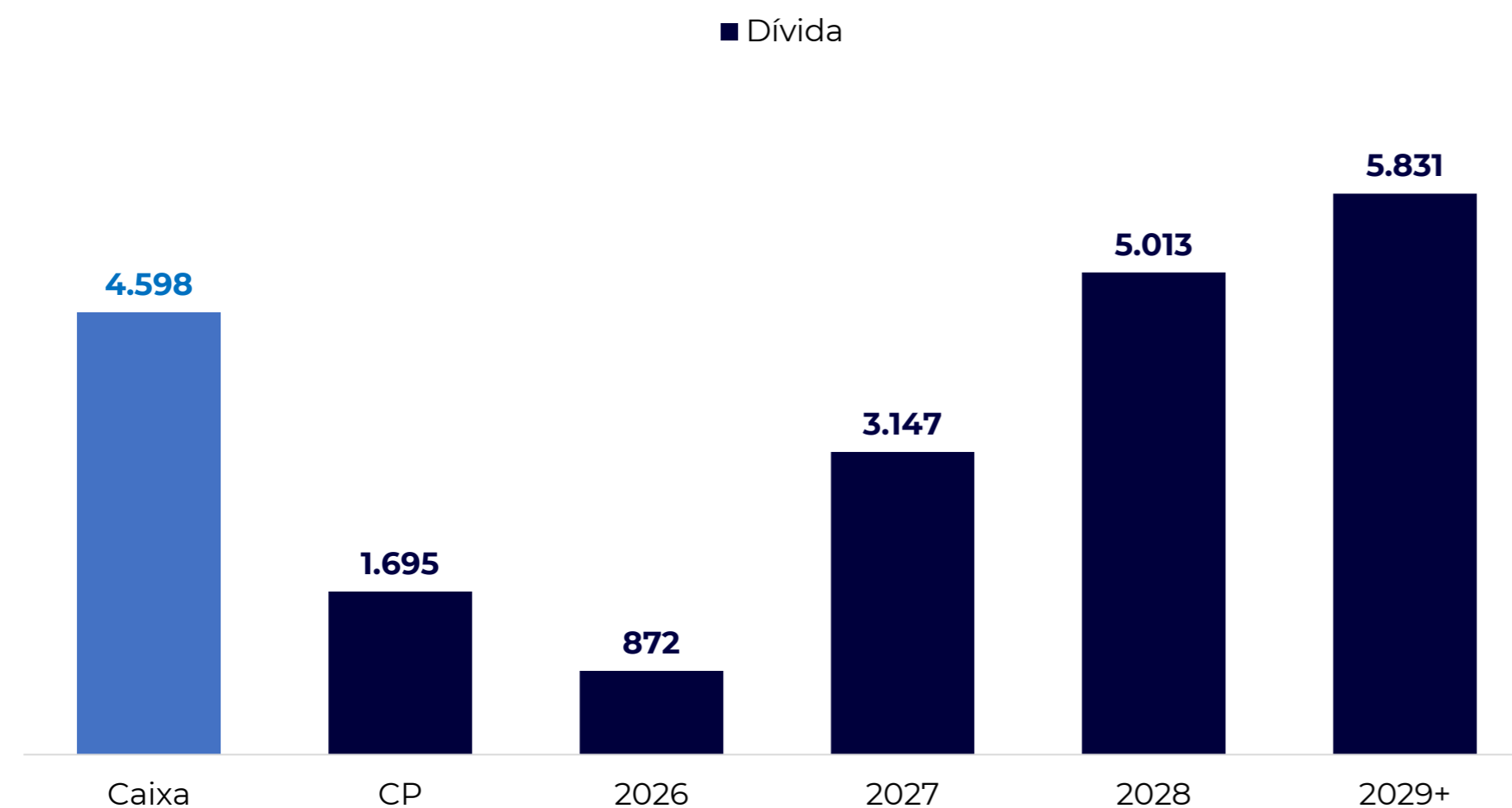
Operacional. O trimestre foi beneficiado pelo aumento de 12% na receita de aluguel, com a implementação de R\$1,0 bilhão em investimentos, sendo R\$0,8 bilhão em novos ativos, com o restante em extensão de contratos e locação de ativos usados no programa Sempre Novo. O desempenho foi parcialmente compensado pela retomada de ativos, que somaram R\$0,3 bilhão no trimestre. O *yield* dos novos contratos atingiu 2,83% (vs. 2,55% no 3T24). No segmento de seminovos, a receita atingiu R\$407 milhões (+81,9% a/a), com forte crescimento do volume de veículos vendidos, com a ampliação da estrutura de vendas e maior disponibilidade de ativos.

Destaques resultado 3T25. A receita líquida consolidada foi de R\$1,5 bilhão (+25,2% a/a). O EBITDA ajustado foi de R\$895 milhões (+3,7% a/a), suportado pelo segmento de locação. A margem EBITDA consolidada foi de 58,5% (-12,2 p.p. vs. 3T24), impactada por maiores custos com preparação de ativos para venda, aumento da retomada de ativos e maior participação de seminovos na composição da receita (25,8% no 3T25 vs. 17,3% no 3T24), que apresentam margens mais pressionadas.

Acionistas. Simpar e JSP Holding (62,4%), Tesouraria (1,4%) e free float (36,2%).

Rating. Fitch: AA(bra) / Moody's: AA+.br / S&P: brAA+

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Vamos, Armac, Mills e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Líder no mercado de locação de caminhões, máquinas e equipamentos. Mercado é pulverizado no Brasil;
- Modelo “Sempre Novo” para locação de ativos usados, ampliando as fontes de receita e aproveitando ativos já depreciados. Essa estratégia amplia crescimento com menor *Capex*;
- Frota diversificada e com contratos de médio e longo prazo, dando mais previsibilidade no faturamento.

Pontos de Atenção

- Fluxo de caixa livre pressionado por *Capex* e juro elevado;
- Setor intensivo em capital, exigindo investimentos constantes em renovação e ampliação da frota;
- Ciclicidade da safra afeta demanda por máquinas/veículos pesados;
- Estrutura de capital alavancada.

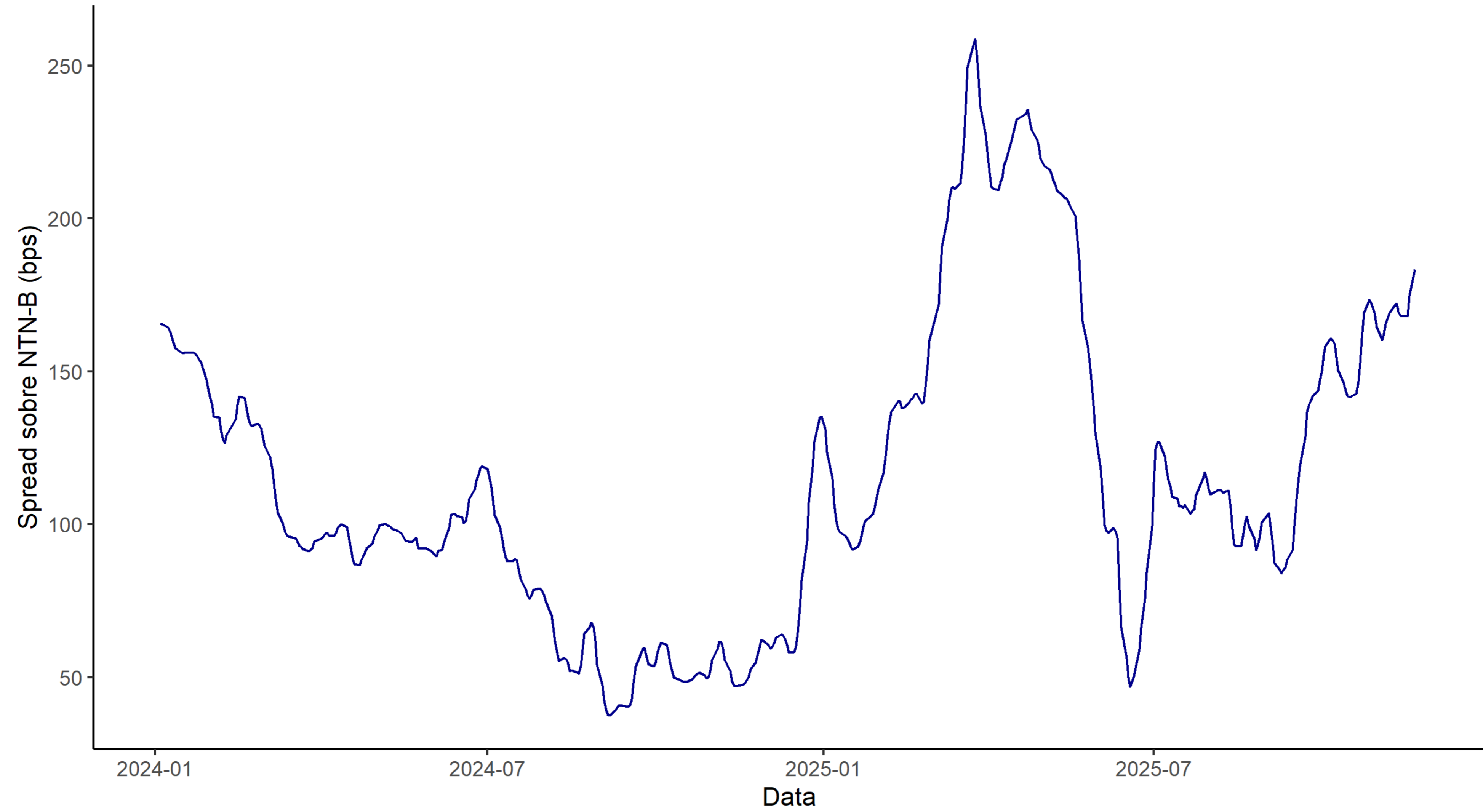
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	3.549	4.699	1.221	1.529
Margem Bruta	66,6%	64,0%	61,8%	48,4%
EBITDA (R\$ Mi)	2.576	3.396	863	895
Margem EBITDA	72,6%	72,3%	70,7%	58,5%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	498	779	175	50
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	9.373	11.605	11.050	11.960
Dívida Bruta/PL	2,4	5,9	5,2	6,3
Dívida Líquida/EBITDA	3,5	3,3	3,3	3,3
Ativo CP/ Passivo CP	1,7	1,5	1,7	1,9
Caixa/Dívida CP	2,7	3,0	3,4	2,7
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	-3.242	-2.703	-954	101
FCI	0	-101	-3	-31
FCF	3.255	2.859	3.021	460
Δ Caixa	13	55	2.064	530

Armac 3T25	Mills 3T25
495	483
39,6%	62,5%
199	255
40,3%	52,7%
38	67
1.756	1.283
1,8	1,3
2,5	1,5
2,2	2,8
12,4	3,6
25	0
-9	-22
-4	416
12	394



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA020001US – Evolução do *Spread*



Vicunha

Perfil. A Vicunha é a maior produtora de tecidos jeanswear (*denim* e *denim color*) da América Latina, são mais de 190 milhões de metros anuais em capacidade. No Brasil, possui parques fabris no Ceará, onde está sediada, e Rio Grande do Norte. No exterior, tem unidades fabris no Equador e Argentina.

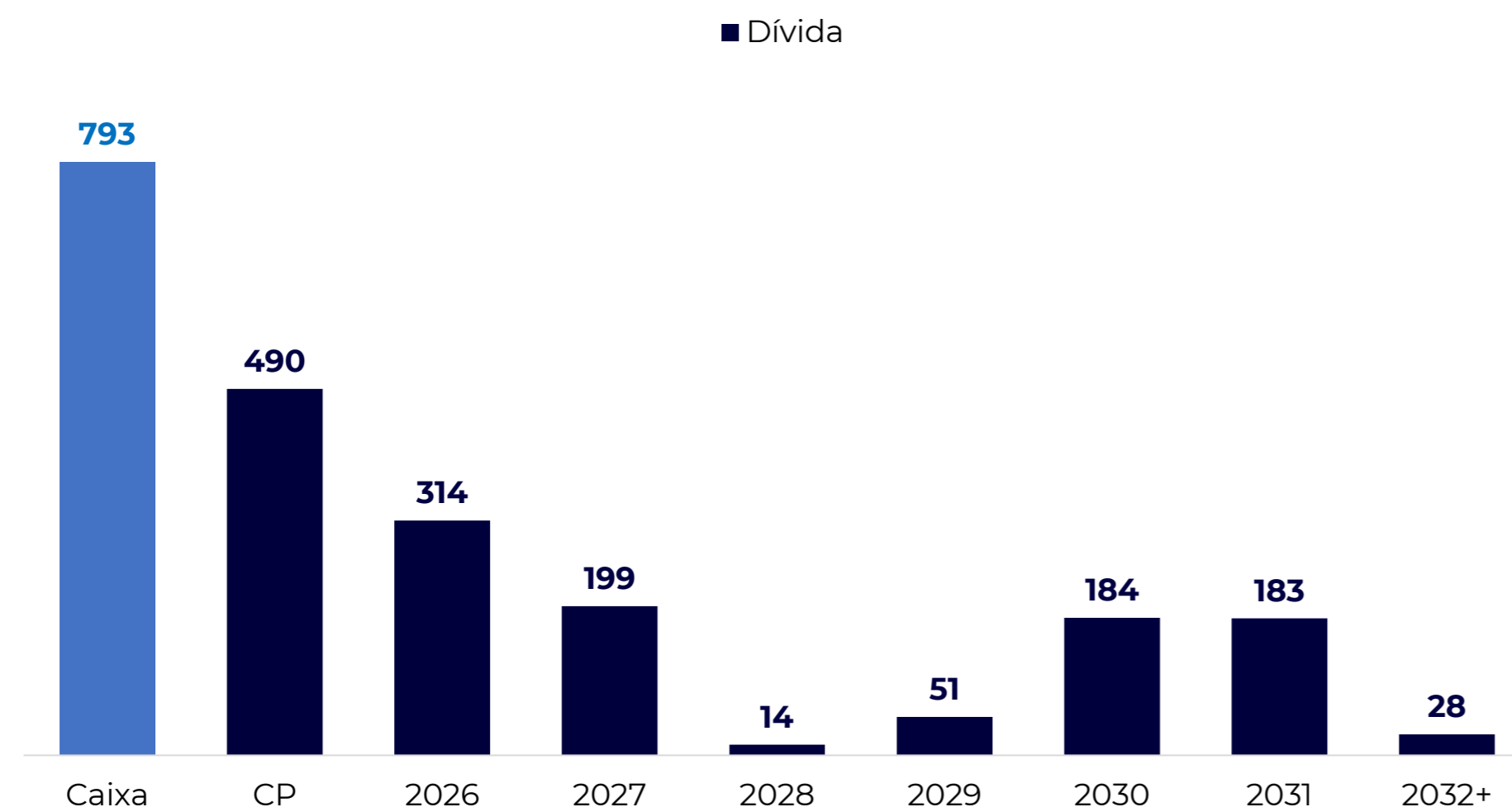
Destaques resultado 2T25. A receita líquida da Vicunha atingiu R\$627 milhões no 2T25 (-1,6% a/a), após queda das receitas das operações internacionais na América do Sul (-2,2 p.p. vs. 2T24), parcialmente compensada pelo aumento das exportações para a Europa e Ásia. A margem bruta foi de 18% (-3,7p.p. a/a), após maiores custos de produção nas operações, com destaque para os maiores preços de algodão no trimestre. Nos últimos 12 meses, a margem bruta segue abaixo de 20%, com o maior consumo de estoque de fios de terceiros e maiores gastos de manutenção do parque fabril, já normalizados.

O EBITDA ajustado, desconsiderando despesas não recorrentes relacionadas a gastos com advogados no processo de recuperação de créditos legais e PDD, foi de R\$45 milhões (-22% a/a), queda explicada pela menor margem bruta e maiores despesas com vendas. A margem EBITDA foi de 7,2% (-1,9p.p. vs. 2T24).

Acionistas. Textília S.A. (92,8%) e Rio Purus (7,2%)

Rating. -

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Vicunha e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- O Brasil é um grande produtor de algodão, principal matéria-prima para a produção de tecidos denim;
- Posição consolidada como líder no segmento *jeanswear* na América Latina, com capacidade de atingir clientes relevantes do setor de vestuário;
- Estrutura verticalizada da Vicunha, indo desde a obtenção do algodão até o beneficiamento do produto.

Pontos de Atenção

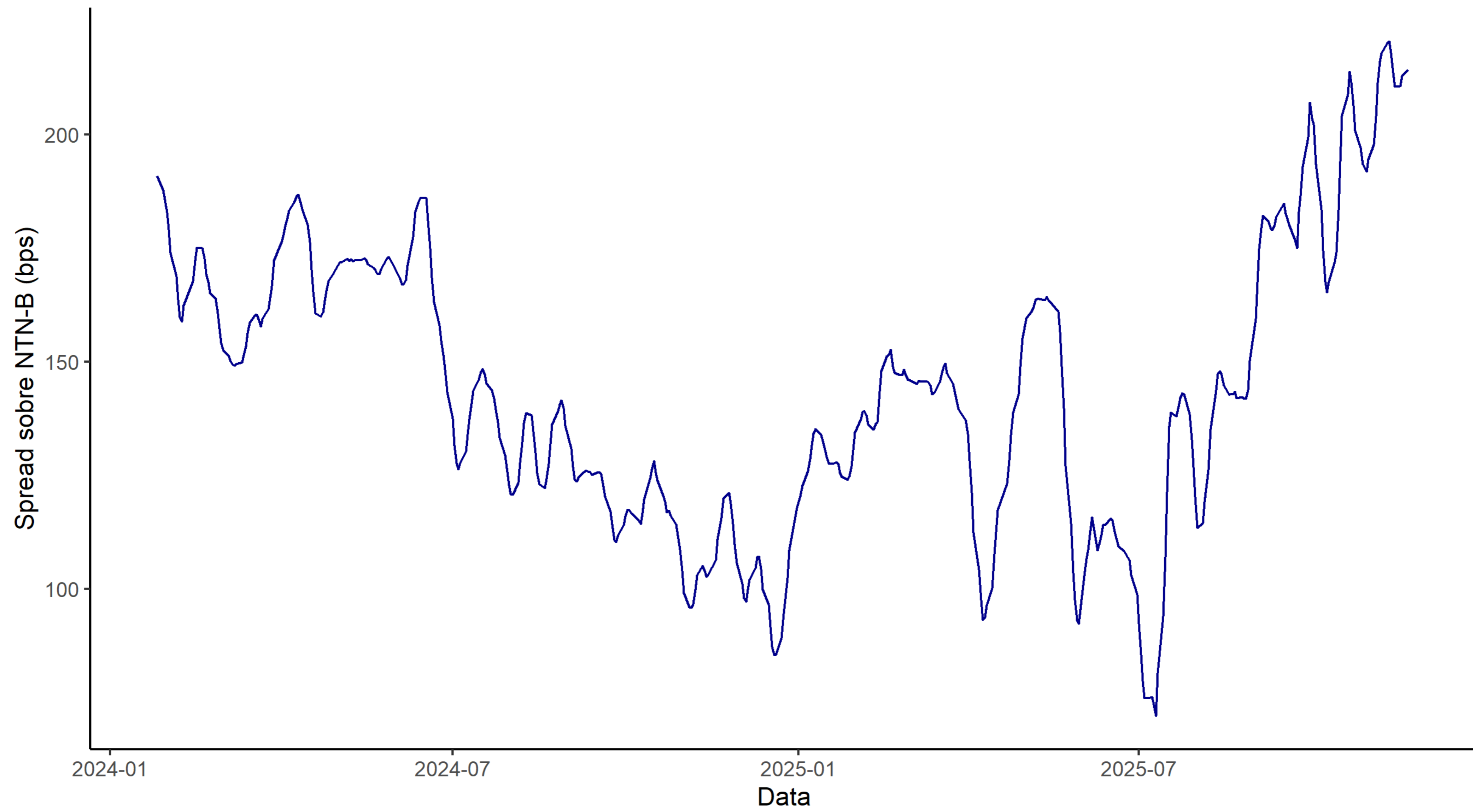
- Maior penetração de produtos de vestuário importados;
- Custo com matéria-prima, somado a um cenário mais desafiador para empresas de vestuário (varejo), podem afetar a margem da Vicunha;
- Concentração da dívida no curto prazo pressiona o caixa e pode afetar a capacidade de investimentos.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	2T24	2T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	2.489	2.443	637	632
Margem Bruta	23,1%	21,2%	22,0%	18,0%
EBITDA (R\$ Mi)	357	241	58	45
Margem EBITDA	14,3%	9,9%	9,1%	7,0%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	7	-120	-35	-11
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	754	770	788	720
Dívida Bruta/PL	0,8	1,1	0,9	1,2
Dívida Líquida/EBITDA	2,1	3,2	2,8	3,2
Ativo CP/ Passivo CP	1,8	2,1	2,2	2,0
Caixa/Dívida CP	1,2	1,6	2,1	1,6
Fluxo de Caixa				
FCO	258	149	71	58
FCI	-123	99	-17	-10
FCF	-207	189	-51	-48
Δ Caixa	-72	437	3	0



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA022008C1 – Evolução do *Spread*



Zamp

Perfil. A Zamp é a master franqueada das marcas Burger King, Popeyes, Subway e Starbucks no Brasil. A companhia possui a licença exclusiva de operação e concessão das franquias. Em contrapartida, a Zamp tem como obrigação cumprir metas anuais de abertura de restaurantes, assim como o pagamento de *royalties* para as marcas licenciadas. A companhia é a maior operadora de restaurantes fast-food do Brasil em termos de restaurantes e a segunda maior em termos de número de vendas.

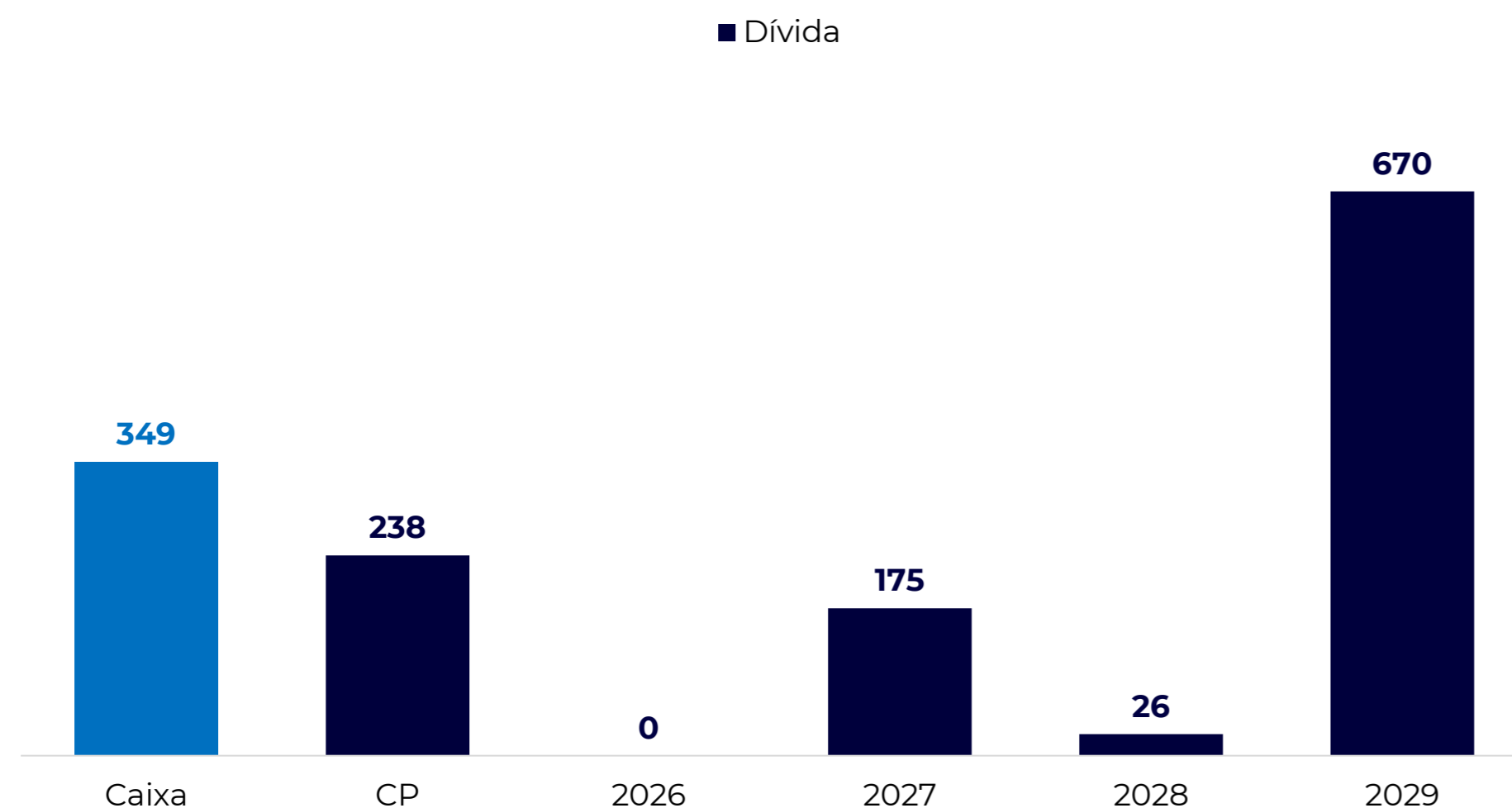
Operacional. Continuidade do avanço do *same store sales* em todas as unidades de negócio, sendo Burger King (+1,3% a/a); Popeyes (+24,4% a/a); Starbucks (+16,3% a/a) e Subway (+21,5% a/a), com a readequação da estrutura das operações incorporadas e maior volume de campanhas e promoções de marketing realizadas no período. As vendas digitais (delivery, totem e app) totalizaram 57,4% da receita líquida do período (+4,4 p.p. vs. 3T24). Ao final do trimestre, a Zamp totalizava 2.665 lojas em seu portfólio (vs. 1.032 no 3T24), sendo 67% das unidades franquiadas e 33% próprias.

Destaques resultado 3T25. A receita líquida atingiu R\$1,3 bilhão (+17% a/a), com EBITDA ajustado de R\$182 milhões (+35% a/a) e margem EBITDA de 13,9% (+1,8 p.p.). O resultado foi beneficiado pela evolução do *same store sales* nas operações recém incorporadas, e diluição das despesas com vendas, parcialmente compensado pelos maiores custos relacionados a aquisição de proteína bovina, frango e café. A dívida líquida atingiu R\$768 milhões (-11,4% t/t), com a alavancagem saindo de 2,5x no 2T25 para 2,0x no 3T25.

Acionistas. Mubadala Capital (80,3%), Burger King do Brasil (6,4%), Fireball FIP (5,0%) e *free float* (8,3%).

Rating. Fitch: AA(bra)

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Zamp, IMC e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Marcas consolidadas no setor (Starbucks, Burger King, Popeyes e Subway);
- Menor risco de execução da estratégia de crescimento devido ao suporte do acionista controlador.

Pontos de Atenção

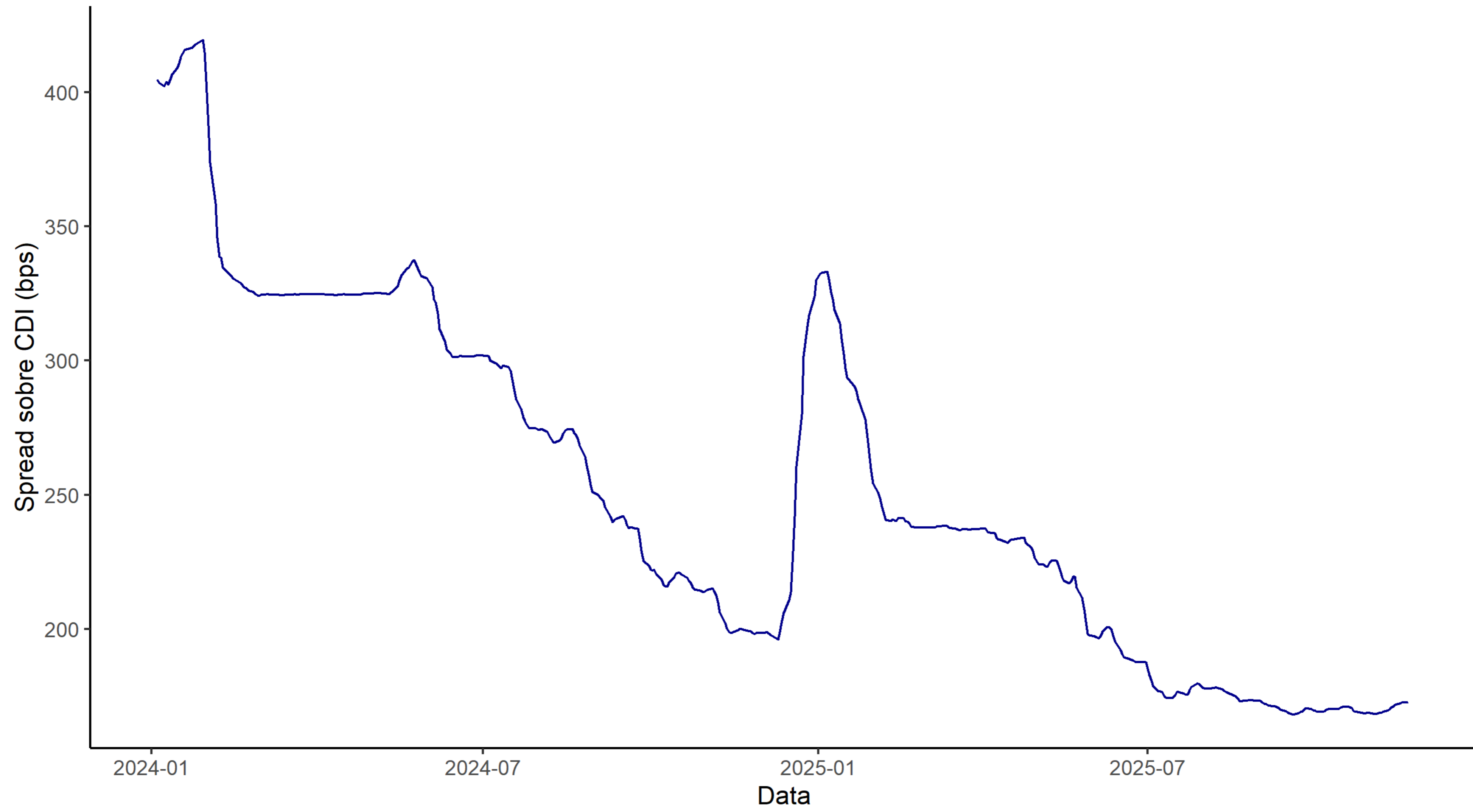
- Integração e expansão das marcas Starbucks e Subway;
- Estrutura de custos exposta ao preço de proteína animal, café e açúcar;
- Ciclicidade da demanda no varejo alimentar, que está associado ao desempenho econômico e renda da população.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2023	2024	3T24	3T25	IMC 3T25
Receita Líquida (R\$ Mi)	3.842	4.556	1.123	1.310	483
Margem Bruta	66,5%	64,9%	65,3%	65,8%	35,8%
EBITDA (R\$ Mi)	588	596	136	182	69
Margem EBITDA	15,3%	13,1%	12,1%	13,9%	14,3%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	-98	-191	-33	-23	-27
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	680	552	546	768	207
Dívida Bruta/PL	0,8	0,8	0,9	0,8	0,5
Dívida Líquida/EBITDA	2,0	1,6	1,4	2,0	2,1
Ativo CP/ Passivo CP	0,7	1,2	1,3	0,9	0,8
Caixa/Dívida CP	0,8	3,1	2,4	1,4	1,1
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	357	313	85	233	-6
FCI	-376	-412	-97	-80	-20
FCF	-114	344	281	-72	-88
Δ Caixa	-133	245	268	81	-114



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima BKBR19 – Evolução do *Spread*



DECLARAÇÕES GERAIS

- Este relatório foi preparado e distribuído por Safra Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. (“Safra Corretora”), subsidiária do Banco Safra S.A., empresa regulada pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).
- Este relatório tem caráter meramente informativo e não constitui oferta de compra ou de venda de títulos ou valores mobiliários ou de instrumentos financeiros de quaisquer espécies ou de participação em qualquer estratégia de negociação. As informações expressas neste documento são obtidas de fontes públicas disponíveis até a data da sua elaboração pela equipe de Análise da Safra Corretora e são consideradas seguras.
- A Safra Corretora ou quaisquer de suas afiliadas não garantem, expressa ou implicitamente, a completude, confiabilidade ou exatidão de tais informações, nem este relatório pretende ser uma base de dados e informações completa ou resumida sobre os títulos ou valores mobiliários, instrumentos financeiros, mercados ou produtos aqui referidos.
- A Safra Corretora não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório, tampouco tem a obrigação de comunicar o leitor deste relatório a respeito de tais eventuais atualizações, modificações ou alterações, salvo quando deixar de cobrir quaisquer das empresas analisadas neste relatório.
- As opiniões, estimativas, informações e projeções aqui expressas constituem a opinião do analista no momento em que emitiu o presente relatório e podem ser alteradas sem qualquer aviso. Preços e disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações, independentemente de qualquer aviso.
- Os instrumentos discutidos neste relatório podem não ser adequados a todos os investidores. Este relatório não considera objetivos de investimento, situação financeira e patrimonial ou interesses particulares de qualquer investidor. Os investidores devem obter ou realizar uma análise independente, considerando sua situação financeira e seus objetivos de investimento antes de tomar uma decisão de investimento. Investimentos em títulos e valores mobiliários envolvem riscos, razão pela qual não há garantia de rentabilidade ou lucratividade de qualquer espécie.
- Os resultados obtidos com investimento em instrumentos financeiros podem variar, e seu preço ou valor pode subir ou descer, direta ou indiretamente.
- Desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. A Safra Corretora ou qualquer empresa do Grupo Safra não pode ser responsabilizada por danos diretos, indiretos, consequentes, reivindicações, custos, perdas ou despesas decorrentes da decisão de investimento em títulos e valores mobiliários, esteja tal decisão lastreada ou não nas recomendações expressas neste relatório. Os riscos em investimentos dessa natureza podem implicar, conforme o caso, a perda integral do capital investido ou, ainda, a necessidade de aporte suplementar de recursos.
- Nenhuma parte deste documento poderá ser reproduzida, distribuída ou copiada, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o prévio consentimento por escrito da Safra Corretora. Informações adicionais relativas às companhias ora analisadas neste relatório poderão ser prestadas mediante solicitação.

DECLARAÇÕES DO ANALISTA

- O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração do presente relatório declara(m) que as opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal a respeito de todos os emissores e valores mobiliários aqui analisados e que este relatório foi produzido de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Safra Corretora e/ou ao Banco Safra. Considerando que as opiniões pessoais dos analistas de investimentos podem divergir, a Safra Corretora e/ou o Banco Safra e/ou quaisquer de suas afiliadas podem ter publicado ou vir a publicar outros relatórios que cheguem a conclusões diferentes das aqui contidas.
- A remuneração do(s) analista(s) de valores mobiliários é baseada na receita total da Safra Corretora, sendo parte desta proveniente das atividades relacionadas ao banco de investimento. Desta forma, assim como a remuneração de todos os colaboradores da Safra Corretora, de suas subsidiárias e afiliadas, a remuneração dos analistas é impactada pela rentabilidade global dessas empresas e pode estar indiretamente relacionada a este relatório. No entanto, o(s) analista(s) responsável(is) por este relatório declara(m) que nenhuma parte de sua remuneração esteve, está ou estará direta ou indiretamente relacionada a qualquer recomendação ou opinião específica contida aqui ou vinculada à precificação de quaisquer dos ativos aqui discutidos.

DECLARAÇÕES ADICIONAIS

Analista	1	2	3	4
Yuri Machado				
Roberto Pasqualini				

- O (s) analista (s) de valores mobiliários envolvidos na preparação deste relatório possui vinculado com pessoa natural que trabalha para os emissores de mencionados no relatório.
- O (s) cônjuge (s) ou parceiro (s) do (s) analista (s) de valores mobiliários detém, direta ou indiretamente, por conta própria ou de terceiros, títulos ou valores mobiliários objeto do relatório.
- O (s) analista (s) de valores mobiliários, cônjuge (s) ou companheiro (s) estão direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários discutidos neste relatório.
- O (s) analista (s) de valores mobiliários, respetivo (s) cônjuge (s) ou companheiro (s) possui, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação aos emitentes de valores mobiliários analisados.



Safra

INFORMAÇÕES IMPORTANTES SOBRE O SAFRA

A Safra Corretora, suas controladas, seus controladores ou suas sociedades sob controle comum declaram que têm interesses financeiros e/ou comerciais relevantes e/ou recebem remuneração por serviços prestados às empresas ou aos fundos:

Agropecuária Maggi Ltda., Alfa Holdings S.A., Alianza Trust Renda Imobiliária FII - 7ª Emissão, Amaggi Exportação e Importação Ltda., Ambiental Metrosul Concessionária de Saneamento SPE S.A., Antônio Venâncio da Silva Empreendimentos Imobiliários Ltda., Armarinhos Fernando Ltda., Ártemis FII - 2ª Emissão, ARX Dover Recebíveis FII - 3ª Emissão, Atacadão S.A., AZ Quest Panorama Log FII - 2ª Emissão, B3 S.A. Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Alfa de Investimento S.A., Banco CNH Industrial Capital S.A., Banco GM S.A., Bocaina Infra FIC FI Infra RF CP - 5ª Emissão, BPG Av Mofarrej Empreendimentos e Participações S.A., BRF S.A., BRZ Infra FIC FI - 1ª Emissão, Banco BTG Pactual, Caixa Seguridade Participações S.A., Cantu Store S.A., Carrefour Comércio e Indústria Ltda. , CashMe S.A., CCR AutoBan, Cemig Distribuição S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobras, Centrais Elétricas do Norte do Brasil S.A., Cereal Comércio Exportação e Representação Agropecuária S.A., Cerradinho Bioenergia S.A., Cimed & CO. S.A., Cloudwalk Instituição de Pagamento e Serviços Ltda., Companhia Catarinense de Águas e Saneamento – CASAN, Companhia de Saneamento Básico de Sao Paulo - SABESP, Companhia de Saneamento de Minas Gerais, Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista - CTEEP, Companhia Hidro Elétrica São Francisco, Companhia Pernambuco de Gás - COPERGÁS, Companhia Riograndense de Saneamento, Concessionária do VLT Carioca S.A., Consórcio Alfa de Administração S.A., Construtora Baggio Ltda., Cooperativa Regional de Cafeicultores em Guaxupé Ltda. Cooxupé, Copel Distribuição S.A., Copel Geração e Transmissão S.A., Copérnico Comercializadora de Energia Ltda., Copérnico Energias Renováveis S.A., Cordeiro Fios e Cabos Elétricos Ltda., Companhia Piratininga de Força e Luz S.A., CPV Energia FII Responsabilidade Limitada - 2ª Emissão, Cruzeiro do Sul Educacional S.A., Cury Construtora e Incorporadora S.A., Cyrela Brazil Realty S.A. , Cyrela Crédito Fundo de Investimento Imobiliário, Diagnósticos da América S.A., Direcional Engenharia S.A., EDP São Paulo Distribuição de Energia S.A., Eletronorte, Eletrozema S.A., Empresa Brasileira de Loteamentos Ltda. - EMBRALOT, Energisa S.A., Engie Brasil Energia S.A., Equatorial Pará Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Participações e Investimentos IV S.A., ETF Buena Vista Neos Bitcoin High Income - 1ª Emissão, ETF II Buena Vista, ETF Investo Bitcoin, ETF Investo Renda Fixa, ETF QR CME CF Solana Dollar Reference Rate, Eucatex Indústria e Comércio Ltda., Exes FII - 4ª Emissão, Fazenda Pioneira Empreendimentos Agrícolas S.A., FII Capitânia Shoppings - 4ª Emissão, FII Invista Brazilian Business Park - 2ª Emissão, FII REC Fundo de CRI Cotas Amortizáveis - 1ª Emissão, Financeira Alfa S.A., Forma Certa Soluções Gráficas Ltda., Frigol S.A., GDM Genética S.A., Gestora de Inteligência de Crédito S.A., GLP Capital Partners Gestão de Recursos e Administração Imobiliária Ltda., Grupo Cereal S.A., Guardian Real Estate FII - 6ª Emissão, Hashdex Momentum ETF, Hedge Brasil Logístico Industrial - 5ª Emissão, Hedge Recebíveis - 6ª Emissão, HSI Malls FII - 4ª Emissão, Huma Capital Ltda., Icatu Vanguarda GRU Logístico FII - 1ª emissão, Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A., In-Haus Servicos Industriais e Logística S.A., Inter Amerra Fiagro Imobiliário - 2ª Emissão, Inter Infra FIC Renda Fixa - 3ª Emissão, Inter Oportunidade Imobiliária FII - 1ª Emissão, JBS S.A., JHSF Participações S.A., JiveMauá Bossanova FIC FI-Infra - 1ª Emissão, JS Crédito Estruturado, Kinea Agro Income USD FIAGRO - 1ª Emissão, Kinea Rendimentos Imobiliários - 11ª Emissão, Kinea Securities FII - 5ª Emissão, Lar Cooperativa Agroindustrial, Lawi Empreendimentos Imobiliarios S.A., Life Capital Partners FII - 6ª Emissão, Localiza Rent a Car S.A., Log Commercial Properties e Participações S.A., LOGCP Inter FII - 4ª Emissão, Lojas Belian Moda Ltda., Lucca Incorporações e Participações S.A., Maha Energy Finance SARL, Manati Capital Hedge Fund FII - 5ª Emissão, Marfrig Global Foods S.A., Maxi Renda FII - 10ª Emissão, Melnick Desenvolvimento Imobiliario S.A., Minas Mineração Ltda. , Moura Dubeux Engenharia e Empreendimentos Ltda., MRS Logística S.A., MRV Engenharia e Participações S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Navi Infra FIP IE - 1ª Emissão, Nex Crédito Fiagro Imobiliário - 2ª Emissão, Nortis Incorporadora e Construtora S.A., Open K Ativos e Recebíveis Imobiliários FII - 7ª Emissão, Oryx Bonds Conversíveis EUA ETF, Parsan S.A., Parshop Participações Ltda., Patria Crédito Infra Renda FIC FI- Infra - 1ª Emissão, Patria Recebíveis Imobiliários FII - 10ª Emissão, Patria Renda Urbana FII RL Unica - 5ª Emissão, Paulista Praia Hotel S.A., Petróleo Brasileiro S.A., Plano & Plano Desenvolvimento Imobiliário S.A., Prati, Donaduzzi & Cia Ltda., Quartzo Real Estate Development Mult FII - 1ª Emissão, RB Capital Infraestrutura FIC FI-Infra - 1ª Emissão, RB Investimentos Multiestratégia - 1ª Emissão, Rec Master CRI FII - 1ª Emissão, REC Multiestratégia Fundo de Investimento Imobiliário - 1ª Emissão, RIFF FIC FI - Infra - 1ª emissão, Rio Bravo ESG IS FIC FI Infra RF CP - 3ª Emissão, Rojemac Importação e Exportação Ltda., Santos Brasil Participações S.A., São Martinho S.A., Seara Alimentos LTDA, Sendas Distribuidora S.A., SLC Agrícola S.A., SLC Máquinas Ltda., Smart Real Estate FII - 2ª Emissão, Sociedade Beneficiente Israelita Brasileira Hospital Albert Einstein, Sparta FIAGRO - 3ª Emissão, Sparta Fiagro - 4ª Emissão, Sparta Infra CDI FI FIC Infra - 5ª Emissão, Suno Energias Limpas - 3ª Emissão, Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. - TAESA, Tanac S.A., Tenax RFA Incentivado - 1ª Emissão, TG Renda Urbana FII - 1ª Emissão, Tigre S.A. Participações, TJK Renda Imobiliária FII - 2ª Emissão, TRX Hedge Fund FII - 1ª Emissão, TRX Real Estate FII - 11ª Emissão, Union Agro S.A., Usina Vale do Tijuco, V.Tal - Rede Neutra de Telecomunicacoes S.A., Vale S.A., Valora CRI CDI FII - 8ª Emissão, Valora CRI CDI FII - 9ª Emissão, Valora Debêntures INC FIC FI-Infra - 1ª Emissão, Vectis Gestão de Recursos Ltda., Vectis Securities FII - 1ª Emissão, Vera Cruz Agropecuária Ltda., Vera Cruz CRI Residencial High Grade - 1ª Emissão, Viação Piracicabana S.A., WHG Real Estate - 3ª Emissão, YVY Capital FIC Infra RF - 1ª Emissão, Zagros Multiestratégia FII - 2ª Emissão.