



Equity Research

Navegando mares agitados: cenários para o Ibovespa em 2026

14 de dezembro de 2025

Cauê Pinheiro | caue.pinheiro@safra.com.br

Carolina Carneiro | carolina.carneiro@safra.com.br

Yves Adam, CFA | yves.adam@safra.com.br

Luana Nunes | luana.nunes@safra.com.br



Novo preço-alvo para o Ibovespa no fim de 2026: 198 mil pontos

O que há de novo? Estamos apresentando nosso preço-alvo de 198 mil pontos para o Ibovespa no fim de 2026. A proximidade do início do ciclo de corte de juros no Brasil (por conta da atividade econômica moderada) deve se somar ao cenário externo controlado, que também possibilita a continuidade dos corte de juros pelo Fed, o que nos leva a manter nossa postura otimista para o mercado de ações. Reduzimos as premissas para a taxa livre de risco para 4,1% (de 4,3%) e para o risco-país para 2,4% (de 2,7%), chegando a um custo de capital próprio de 14,3% (de 14,8%). Elevamos levemente nossa premissa de lucro por ação (LPA) para 21.283 pontos (vs. 21.179 anteriormente), que aplicada sobre um preço/lucro-alvo de 9,3x, resultou em nosso preço-alvo de 198 mil pontos.

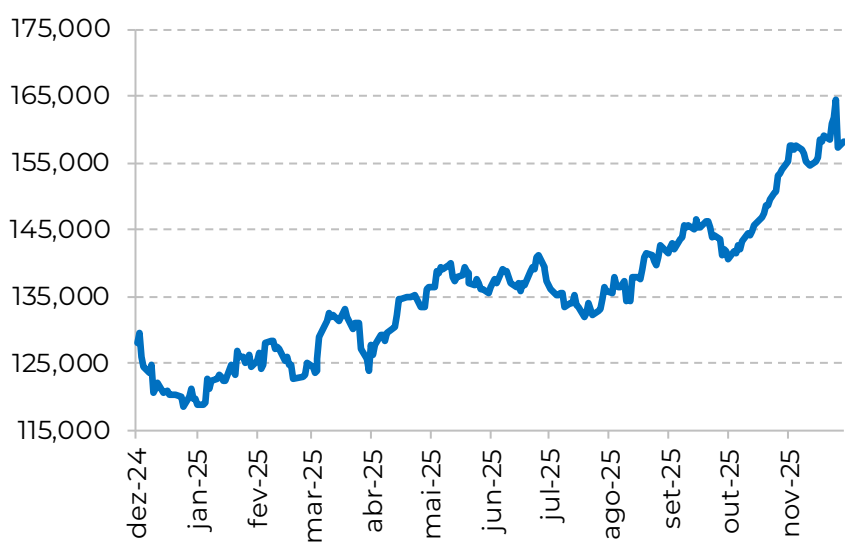
Como se posicionar? Apesar do cenário ainda favorável, as expectativas e incertezas sobre as eleições podem impactar o cenário econômico de longo prazo. Além disso, o desconto dos múltiplos do Ibovespa sobre o seu múltiplo histórico são menores do que os do início de 2025. Logo, para enfrentar 2026, optamos por selecionar nomes que unem qualidade de ativos e de gestão, alavancagem controlada e algum potencial de crescimento para enfrentar a maior volatilidade esperada para 2026. Entre nossas opções (apresentadas na seção “Comparativo das carteiras entre cenários”), destacamos: Gerdau, Rede D’Or, Copel, Motiva e Telefônica Brasil. De toda forma, desenhamos cenários alternativos (bear e bull), caso a percepção do ciclo fiscal/econômico melhore/piore em decorrência das expectativas para as eleições.

Riscos. (i) Desaceleração mais forte da economia global (e seu impacto sobre as commodities); (ii) deterioração fiscal adicional no Brasil; (iii) menor taxa de crescimento do PIB; (iv) piora do ambiente geopolítico; (v) maior austeridade da política monetária nos EUA (influenciando o diferencial de juros); e (vi) mudanças tributárias que impactem negativamente as companhias.

Potencial de valorização do Ibovespa e desempenho

Ibovespa	
Preço atual	160.766
Preço-alvo (2027e)	198.000
Potencial de valorização	23,16%

Desempenho em 12 meses

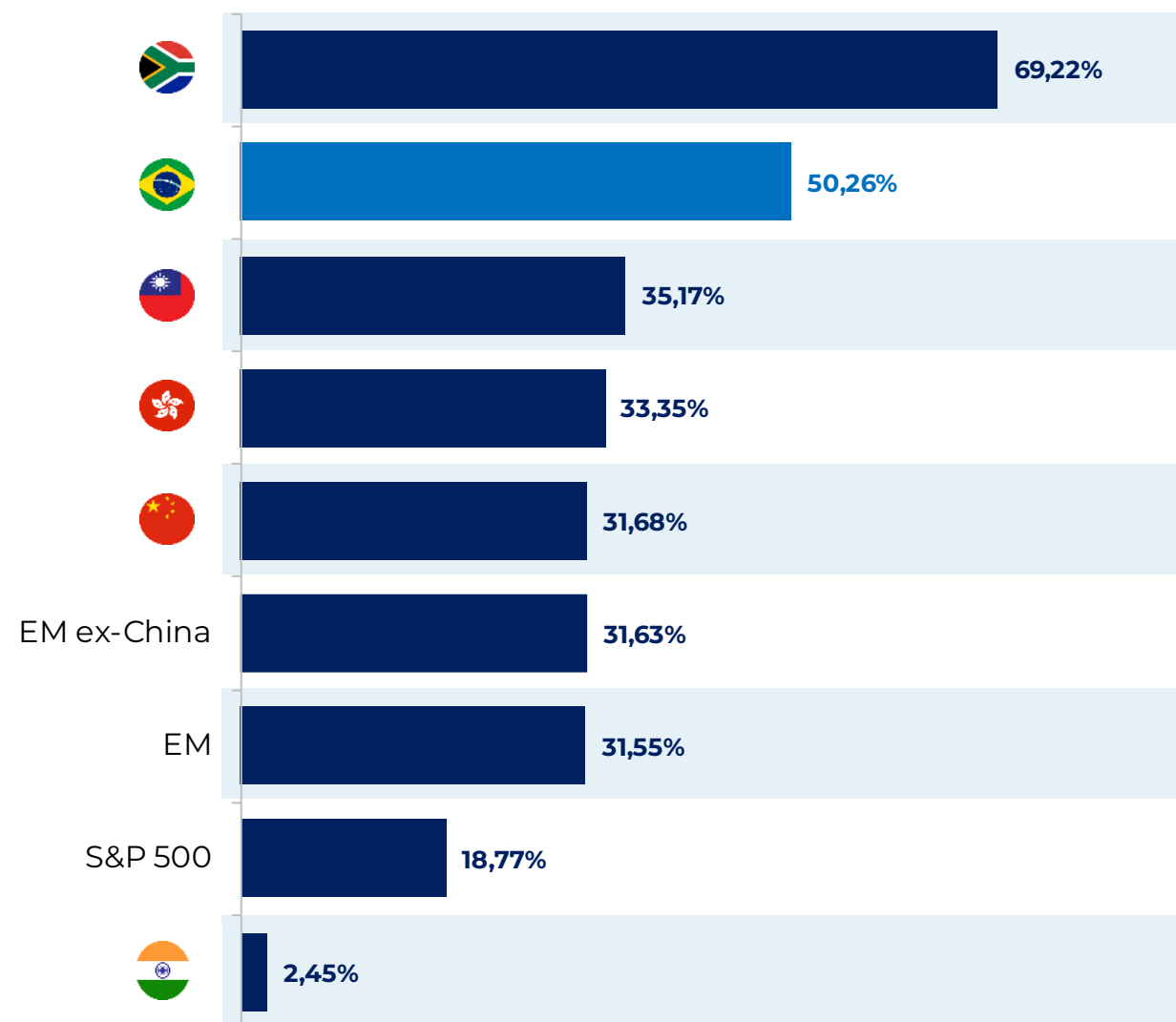


Um “bull market” pouco celebrado

Contexto de 2025 para os mercados

- Neste ano o Ibovespa atingiu 32 novas máximas históricas, o maior número desde 2019 (quando foram 40). Antes disso, apenas em 2007 vimos um movimento semelhante. À primeira vista, a sequência de recordes sugeriria um ambiente de euforia, mas isso não condiz com as outras métricas de apetite por risco dos agentes do mercado: número de ofertas de ações, giro da B3, alocação dos investidores locais e métricas de valuation.
- Vemos uma aparente dicotomia entre um índice mais valorizado, em modo de “bull market”, e um mercado ainda cético, que escolheu setores mais conservadores para se posicionar. Para tentar explicar esse cenário: (i) analisamos o pano de fundo global, em que 2025 marcou uma rotação de fluxo para bolsas emergentes; (ii) verificamos que o investidor local segue reticente em aumentar a alocação em bolsa; e (iii) mostramos que a bolsa brasileira continua sendo uma oportunidade – tanto em comparação com outros mercados quanto em termos de métricas domésticas –, mesmo após a forte alta do ano.
- No cenário global, o ritmo de crescimento da atividade mundial deverá arrefecer em 2026. Nos EUA, apesar de incertezas, a queda de juros foi confirmada. Espera-se que o Fed reduza a taxa básica de juros para o intervalo entre 3,25% e 3,50% a.a. até o fim de 2026. Com isso, o PIB americano deverá expandir em torno de 2,0% nos próximos dois anos. Na China, persiste o ambiente de arrefecimento da demanda doméstica.

Figura 1: Retorno dos índices no ano (USD)



Um “bull market” pouco celebrado

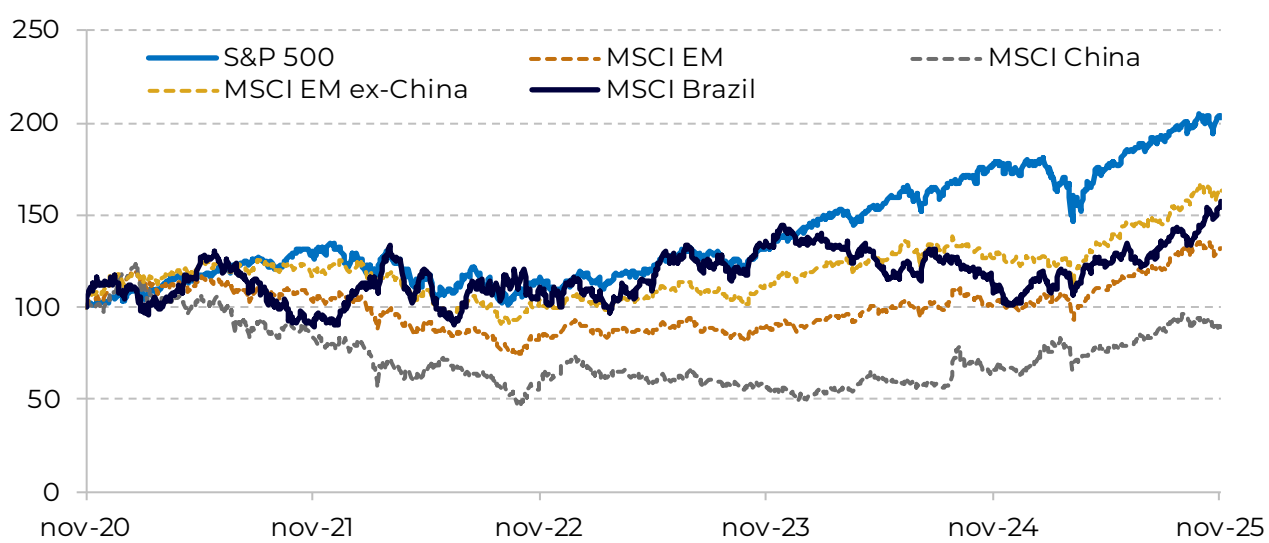
O retorno dos emergentes

- Depois de um período de valorização quase constante do dólar a partir de 2020, 2025 foi marcado por sua desvalorização: o índice DXY recuou cerca de 9,3% no ano. No mesmo período (com exceção de 2022, marcado pelo ciclo de alta de juros do Fed), os ETFs atrelados ao S&P 500 também registraram ganhos. Em 2025, porém, o movimento enfraqueceu, e índices globais, europeus, de mercados emergentes e, em particular, no Brasil, a dinâmica foi inversa. Para o Brasil, passamos de uma saída líquida de USD 2,460 bilhões em 2024 para uma entrada líquida de USD 1,561 bilhões de dólares em 2025.
- Apesar do S&P 500 ter ficado para trás em 2025 em comparação com os emergentes (em especial, o Brasil), o índice norte-americano continua liderando a performance em larga escala em um período mais longo, enquanto os emergentes apenas diminuíram a diferença – logo, os mercados emergentes parecem descontados relativamente.
- Se por um lado vimos o Ibovespa subindo 33% em reais e 50% em dólares, vimos também (i) apenas 8 ofertas públicas no ano e um volume captado ainda inferior ao dos últimos anos; (ii) volume negociado descolado da capitalização de mercado; (iii) a bolsa brasileira abaixo da média em relação ao estoque de ativos financeiros da economia; (iv) uma (ainda) maior dependência do investidor estrangeiro.

Figura 2: Fluxo em ETF (USD mi)

									
2020	-433	-284	-480	-3.684	47.370	-461	720	59.751	29.245
2021	-703	3.549	367	30.894	8.181	-177	-1.844	204.171	90.007
2022	189	5.568	-12	15.791	178	-341	-353	83.133	45.366
2023	1.285	-491	101	12.166	442	-350	677	164.889	28.270
2024	-223	2.665	-2.460	6.597	3.300	589	1.344	308.943	57.351
2025	768	-2.975	1.561	20.823	-1.232	-716	7.296	220.525	66.271

Figura 3: Performance dos índices em 5 anos (USD)



Um “bull market” pouco celebrado

Dicotomia do Ibovespa

- Em um ambiente de mercados de ações fortes, seria natural observar uma janela de ofertas públicas, como ocorreu de 2019 a 2021. O primeiro indício de que não estamos vivendo um momento de euforia no mercado local é o número reduzido de ofertas e o fato de que o volume financeiro captado permanece sendo o menor dos últimos 15 anos (período analisado).
- O segundo indício é a liquidez do mercado. Se por um lado a capitalização total da bolsa cresceu, do outro o volume médio de negociação diário (ADTV) não acompanhou essa expansão. Historicamente, o ADTV segue a mesma tendência da capitalização (que não está em seu nível máximo, diferentemente do Ibovespa, se agregarmos todas as companhias listadas em bolsa e os recentes fechamentos de capital). No entanto, do primeiro trimestre de 2023 em diante, o ADTV apresentou tendência divergente, continuando em queda enquanto a capitalização permaneceu constante.

Figura 4: Ofertas públicas e volume captado (BRL bi)

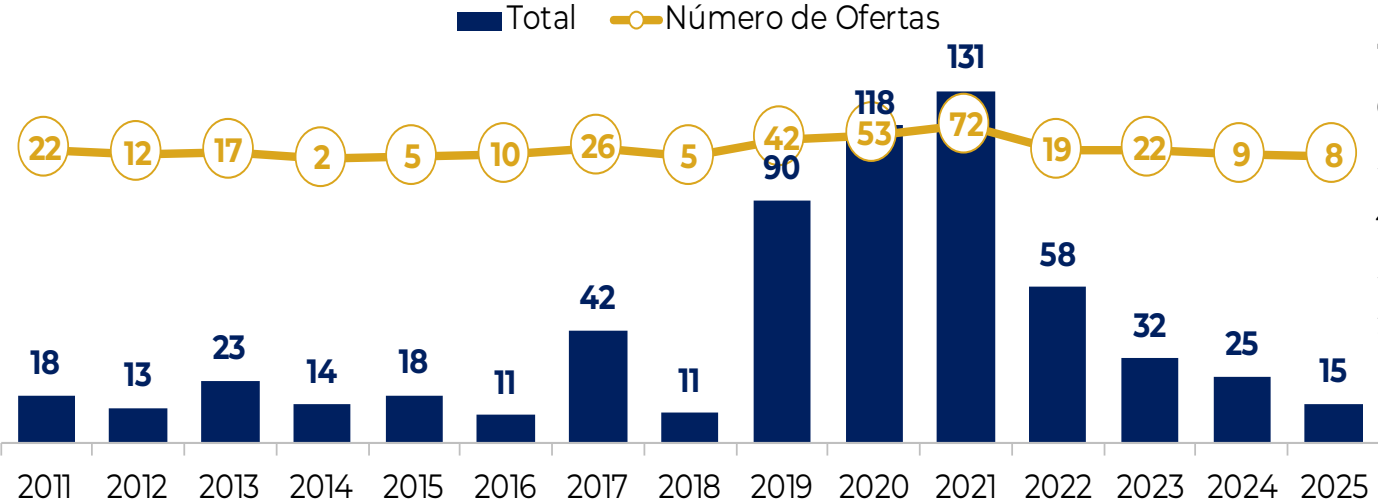
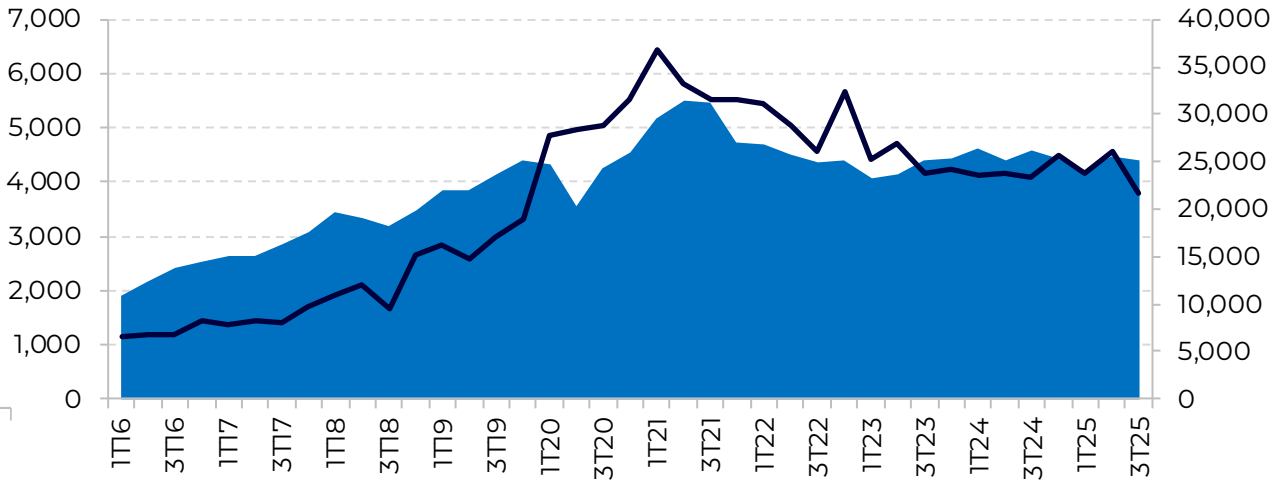


Figura 5: ADTV e capitalização do mercado



Um “bull market” pouco celebrado

Dicotomia do Ibovespa – continuação

- Um terceiro sinal é o valor de mercado do Ibovespa em relação ao estoque de ativos financeiros (representado pelo M4). A razão entre a capitalização do Ibovespa e o M4 permanece abaixo da média observada na última década, mesmo após a forte alta dos preços em 2025. Os dados de M4 são divulgados pelo Bacen com atraso (o último dado disponível é o de outubro de 2025), mas mesmo se considerarmos que o M4 seja constante e o compararmos com o atual valor de mercado do Ibovespa, o resultado ainda estaria nas mínimas, no patamar de 27% (1,2 desvio padrão abaixo da média de 10 anos).
- Considerando uma convergência para a média de 10 anos para capturarmos diferentes momentos do ciclo econômico, o fluxo potencial de entrada na bolsa é de BRL 1,2 trilhão. Pressupondo que o M4 seja constante, o agregado historicamente cresce acima da inflação e da taxa básica de juros. Esse fluxo, hoje, representa 30% da capitalização de mercado do Ibovespa.
- Apenas para contextualizar, a alta da bolsa brasileira neste ano foi atribuída ao fluxo estrangeiro líquido de BRL 29,1 bilhões.

Figura 6: Valor de mercado da Ibovespa/M4 (10 anos)

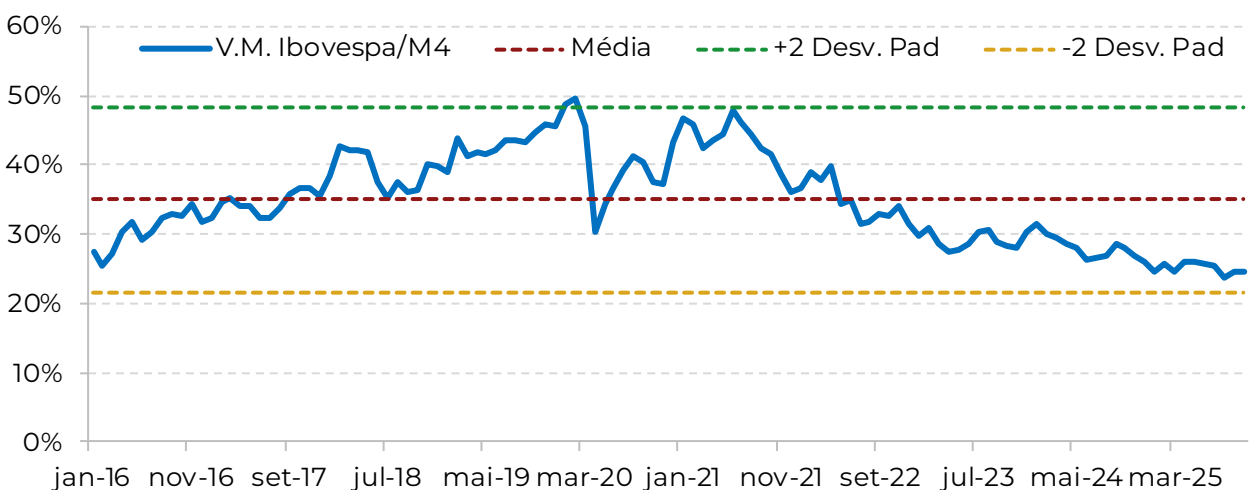


Figura 7: Fluxo potencial do investidor local

Período	Média	Desv. Pad	Fluxo potencial (BRL bilhões)	Fluxo Potencial/VM Ibovespa	Indústria de FIA (%)	Indústria de Multimercados (%)
5 anos	33%	6,9%	840	21%	127%	53%
10 anos	35%	6,7%	1.188	30%	180%	75%
15 anos	36%	6,1%	1.290	33%	196%	81%
Todo o período	43%	12,2%	2.305	59%	350%	145%

Ibovespa como forma de proteção contra inflação

Crescimento de receita e lucro histórico vs. IPCA

- Nos últimos dez anos (de 2015 a 2025e), vimos crescimento expressivo dos fundamentos corporativos: a receita das empresas que compõem o Ibovespa subiu 191% e o lucro avançou 218%, nível 2,75x acima da inflação acumulada no período (IPCA de 79%). Nesse mesmo período, o Ibovespa apresentou valorização de 213%, uma taxa anual composta de 12,1%. Esse desempenho indica crescimento real significativo de receita, com expansão de lucratividade e reflexo nos preços dos ativos.
- Durante o período de análise, a relação preço/lucro (P/L) futuro recuou de 10,1x em dezembro de 2015 para os atuais 9,4x, indicando que o mercado optou por não precificar inteiramente essa evolução de lucros, possivelmente estimando que as incertezas fiscais, os ruídos políticos e os juros reais elevados tenderiam a impactar negativamente o lucro futuro, além de aumentar o custo de oportunidade do investimento em ações.
- Com a alta dos lucros e a redução dos múltiplos, a bolsa se tornou relativamente mais barata em termos históricos, o que pode representar uma oportunidade para investidores de longo prazo. Além disso, a perspectiva de crescimento do lucro por ação do Ibovespa de 14,6% a.a. para os próximos três anos e fatores, como a expectativa de cortes na Selic, o bom desempenho das contas externas e a redução do risco-país, combinados com um prêmio de juros reais elevados (taxa da NTN-B 2050 em 7,3%), reforçam um ambiente potencialmente favorável para reprecificação dos ativos.

Figura 8: Receita, lucro e IPCA em 10 anos

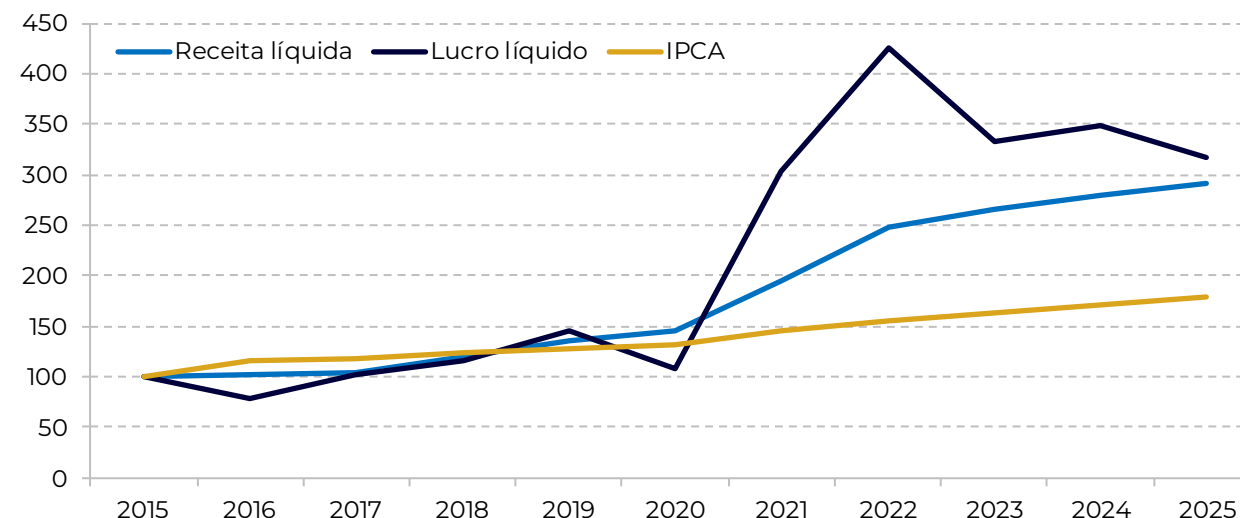
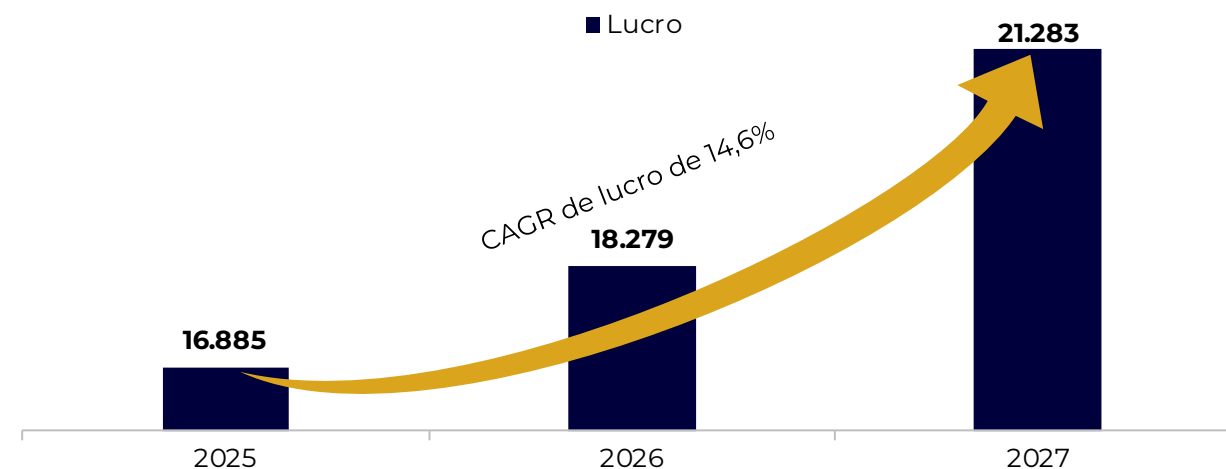


Figura 9: LPA estimado do Ibovespa em três anos (%)



Eleições

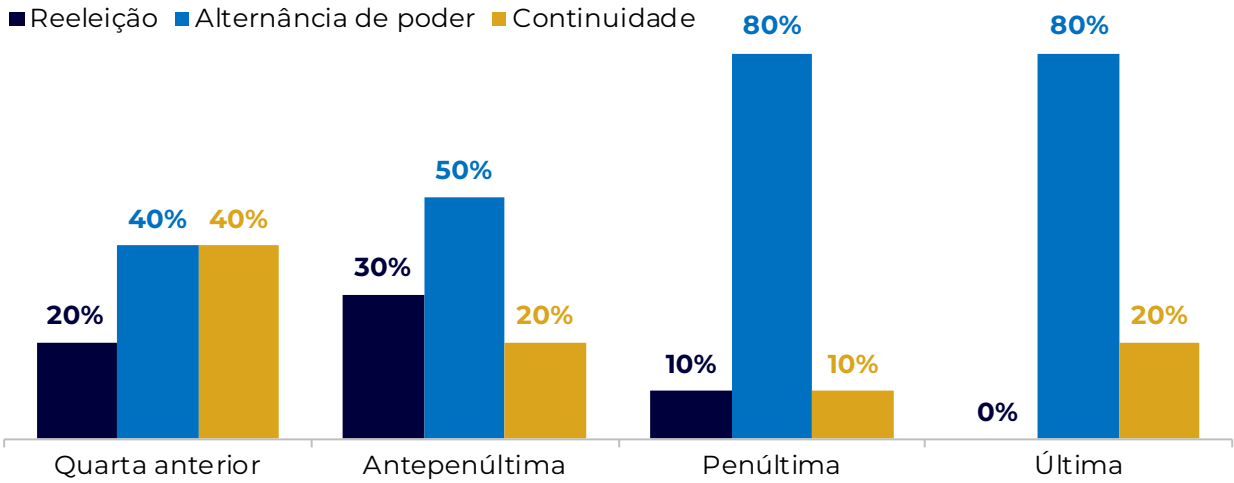
Juro parece ser mais relevante para ações do que eleições

- Conforme mencionamos em nosso relatório sobre a análise da performance do Ibovespa em ano de eleições ([link](#)), eleições presidenciais tendem a aumentar a incerteza e a volatilidade, afetando o fluxo de capitais. Nossa análise mostrou que, embora o desempenho do mercado varie em anos eleitorais, o Ibovespa historicamente apresenta forte recuperação no ano seguinte, com alta média de 39,3%. Nos anos de eleição, os resultados foram melhores quando houve alternância de poder (+9,8% ante -0,6%).
- Em anos de eleição, embora a performance do Ibovespa seja tímida, com valorização média de 5,6% (Figura 10), quando houve corte de juros (2006 e 2018) – cenário esperado para 2026, com queda da Selic em 3,5 p.p. para 11,50% –, a bolsa subiu em média 24,0%.
- Além disso, nas últimas quatro eleições presidenciais na América do Sul, notamos uma tendência crescente de alternância de poder, possivelmente explicada pelo baixo crescimento econômico (PIB médio dos últimos 10 anos de 1,1% vs. 3,7% nos 10 anos imediatamente anteriores), pela alta inflação (9,1% dos últimos 10 anos vs. 5,6% nos 10 anos imediatamente anteriores), além da insatisfação da população com temas como segurança pública, entre outros. Portanto, os fatores macroeconômicos parecem ter influenciado as mudanças de poder.

Figura 10: Performance do Ibovespa em anos de eleição

Ano	Performance Ibovespa		Selic	
	Variação (%)	Início	Fim	Var. (p.p.)
2002	-17,0%	19,00	25,00	6,00
2006	32,9%	18,00	13,25	-4,75
2010	1,0%	8,75	10,75	2,00
2014	-2,9%	10,00	11,75	1,75
2018	15,0%	7,00	6,50	-0,50
2022	4,7%	9,25	13,75	4,50
Média	5,6%	12,00	13,50	1,50

Figura 11: Últimas quatro eleições na América do Sul



Performance em 2025: crescimento de lucro setorial e múltiplos

Desempenho

Setores ligados à economia doméstica, favorecidos por um PIB moderado e com alavancagem sob controle – mas beneficiados por um possível corte nos juros – apresentaram o melhor desempenho em 2025. Commodities ficaram entre os destaques negativos devido à perspectiva de piora na relação oferta/demanda e ao câmbio mais forte. Para 2025–2027, os segmentos domésticos mais alavancados, como os setores de consumo, devem liderar o crescimento de lucros conforme observado na Figura 12. Apesar da performance positiva acumulada no ano em diversos setores, os valuations seguem atrativos, com os maiores descontos em Educação, Distribuição de Combustíveis, Consumo, Transportes e Construção.

Figura 13: Desempenho setorial no ano (%)

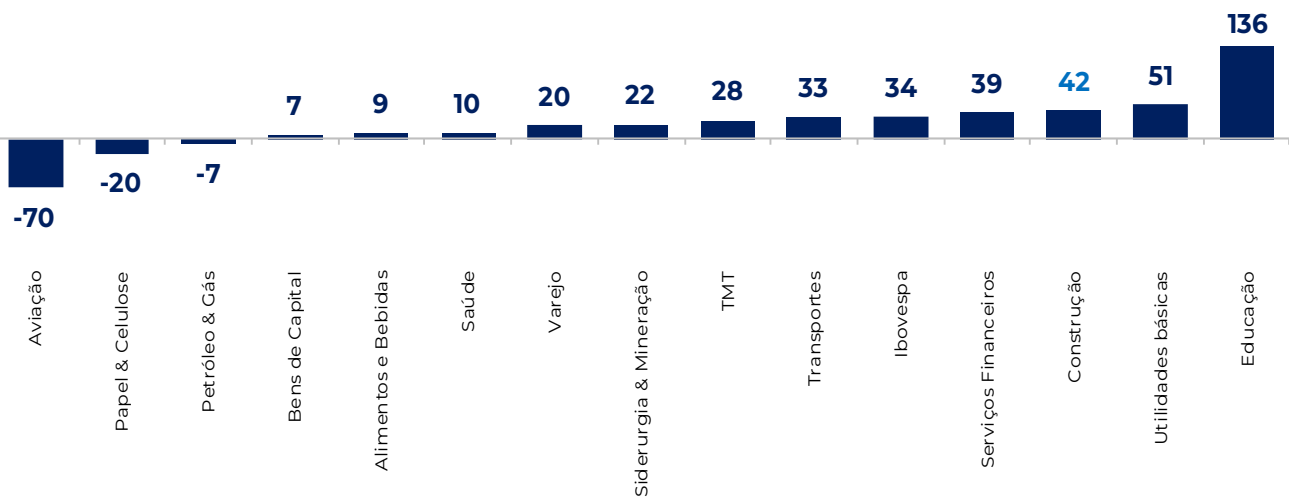


Figura 12: CAGR de 3 anos dos lucros setoriais 2025–2027

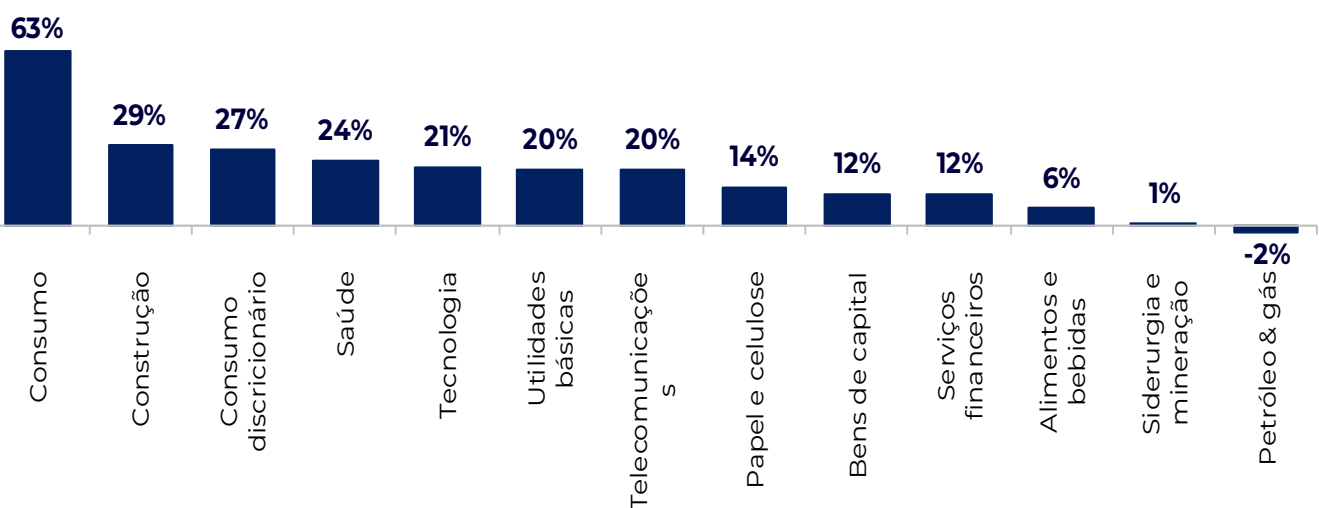
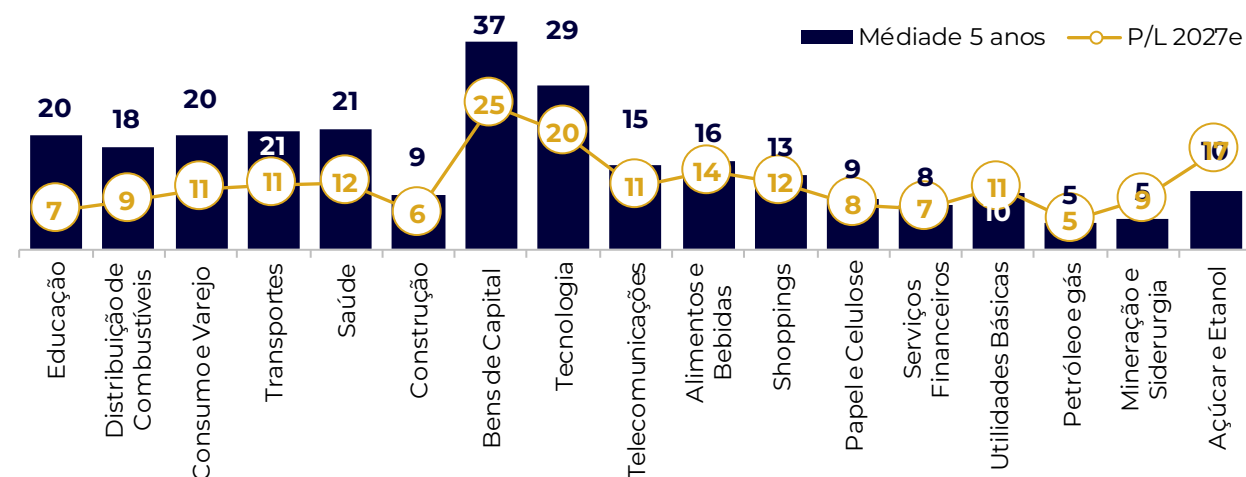


Figura 14: Múltiplo P/L histórico vs. P/L 2027e



Queda de juros, premissas macro e Ibovespa

Queda de juros costuma ser positiva para ações

- Estamos próximos ao início do ciclo de corte de juros pelo BCB. Se analisarmos a performance do Ibovespa nas últimas nove ocasiões em que o BCB reduziu a Selic (seis meses antes do primeiro corte, seis meses após o início e 12 meses após o início), os resultados reforçam nossa visão positiva para a bolsa. Quando os juros de fato caírem, provavelmente veremos nova reprecificação das ações.
- Nos seis meses que antecederam o ciclo de baixa, o Ibovespa apresentou valorização em 67% das vezes, com alta média de 11,0%. Nos seis meses seguintes ao início dos cortes, a bolsa subiu em 100% das ocasiões, com ganho médio de 22,6%. Nos 12 meses após o início do ciclo de corte nos juros, a valorização média foi de 38,6% (houve queda apenas em 2011, quando os cortes ocorreram sem fundamentos). Além disso, o múltiplo P/L do Ibovespa se expandiu em 15,5% em média, passando de 9,1x para 10,5x.
- No contexto atual, o Ibovespa acumula alta de 16,5% nos últimos seis meses, desempenho alinhado à média histórica do período que antecedeu o corte de juros. Com base no cenário macroeconômico do Safra ([link](#)), para 2026 estimamos crescimento de 1,6% no PIB, inflação de 3,7% e Selic em 11,5% no fim do ano. Para 2027, nosso time estima crescimento de 2,2% no PIB, inflação de 3,0% e Selic em 9,5% no fim do ano. Com isso, nosso múltiplo P/L projetado para o Ibovespa para 2027, de 7,6x, está cerca de 23,2% abaixo da média histórica, sugerindo espaço para continuidade das altas.

Figura 15: Performance histórica do Ibovespa vs. Selic

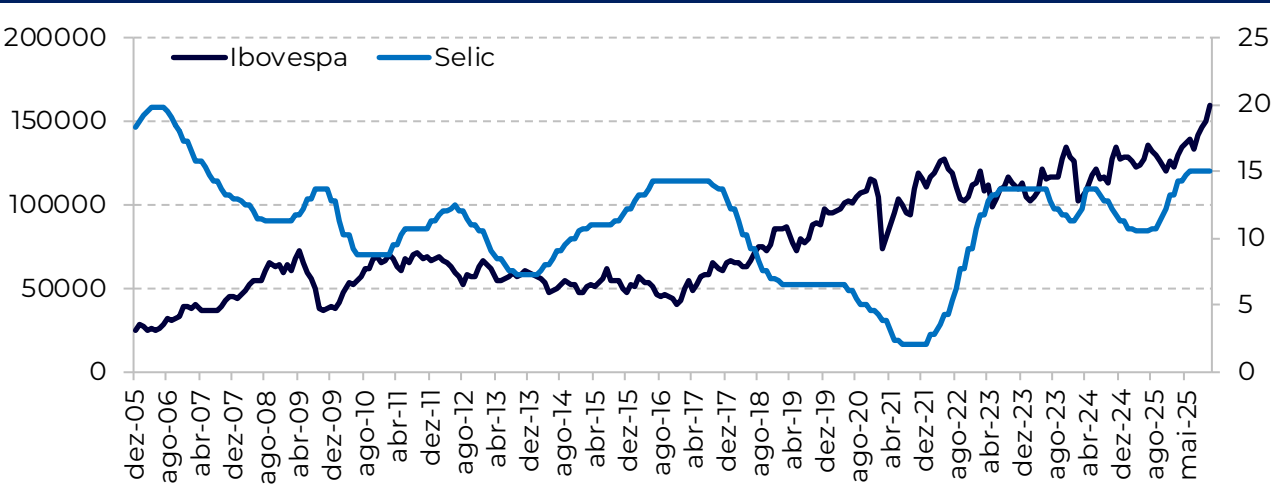


Figura 16: Queda da Selic e performance do Ibovespa

Performance Ibovespa			
Data corte Selic	6 meses antes	6 meses após	12 meses após
mar-99	62,2	24,6	66,6
fev-00	37,7	18,6	98,2
mai-03	27,7	50,4	45,6
ago-05	-0,3	37,7	29,2
dez-08	-42,2	37,1	82,7
jul-11	-11,6	7,2	-11,6
set-16	16,6	11,3	27,3
jun-19	1,1	11,7	4,5
jul-23	7,5	4,8	4,7
Média	11,0	22,6	38,6

Queda de juros e performance setorial do Ibovespa

Desempenho setorial

- Ao analisarmos o desempenho setorial do Ibovespa (excluindo commodities) nos últimos nove ciclos de corte de juros – considerando a variação média de preços ponderada pelo valor de mercado e a relevância de cada empresa dentro de seu setor –, identificamos os melhores desempenhos em duas janelas de tempo: (i) seis meses após o início do ciclo de cortes de juros; e (ii) um ano após o início do ciclo de cortes de juros.
- Notamos que, nos seis meses subsequentes ao início do ciclo de corte de juros, os setores que apresentam melhor resultado foram: Construção, Serviços Financeiros, Consumo e Varejo, Saúde e Utilidades Básicas.
- Olhando para o período de 12 meses após o início da queda na Selic, os setores de Saúde, Bens de Capital, e Consumo e Varejo, Construção e Distribuição de Combustível apresentaram as melhores performances.
- Em resumo, as empresas com forte perspectiva de crescimento – e, conseqüentemente, com necessidade de investimentos significativos – que operam com margens mais estreitas, apresentam níveis relevantes de endividamento e/ou dependem da renda disponível da população foram as que tiveram melhor desempenho nesses períodos.

Figura 17: Performance nos 6 meses após o corte de juros

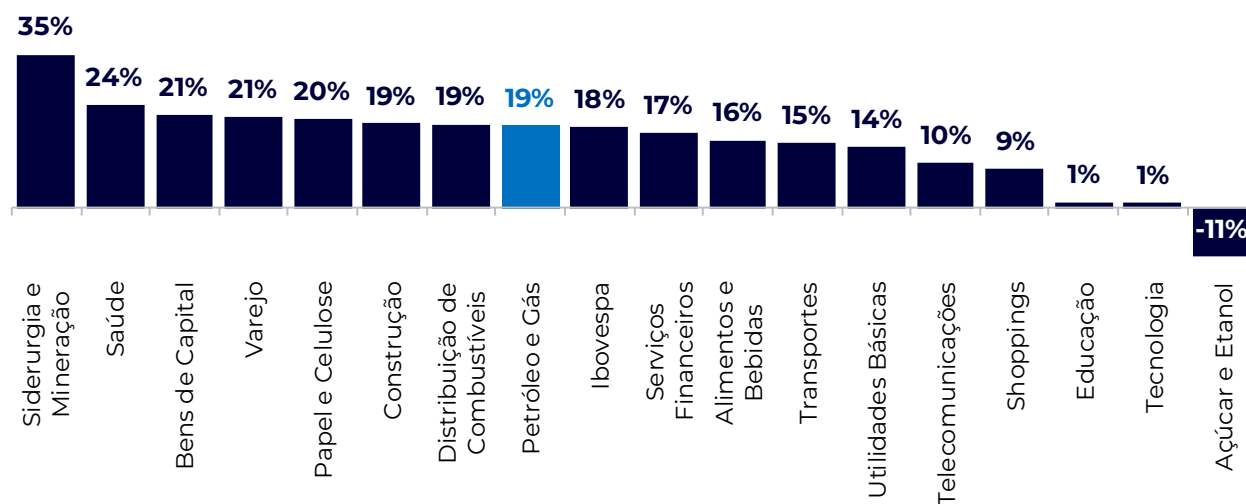
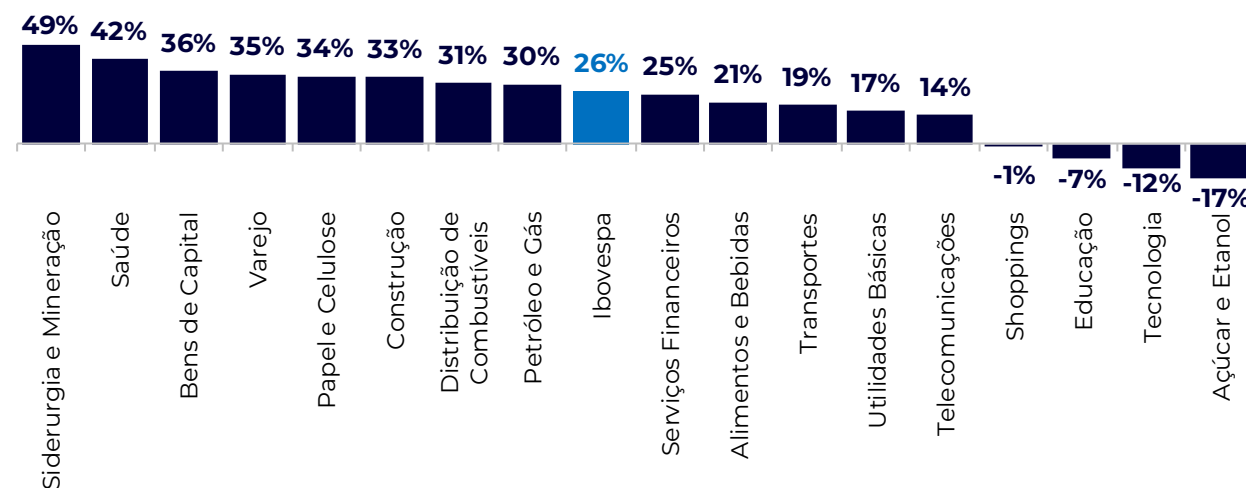


Figura 18: Performance em 1 ano após o corte de juros



Prêmio de risco elevado

Alívio no prêmio de risco, mas patamar ainda é alto...

- A taxa dos títulos de longo prazo (NTNB-2050) recuou cerca de 30 p.b. desde o início do ano, passando de 7,6% para 7,3%, mas permanece em patamar historicamente elevado. Esse nível reflete incertezas fiscais e políticas, além de expectativas de inflação acima da meta nos próximos anos. Acreditamos que uma política monetária consistente, conduzida pelo Banco Central, capaz de controlar a atividade e reduzir pressões inflacionárias, favorecendo a convergência das expectativas para a meta, poderia aliviar parte desse prêmio de risco.
- Por outro lado, o CDS de 10 anos caiu 76 p.b. no ano, para 232 p.b., nível cerca de 55% abaixo do nível observado na crise de 2015–2016. Esse movimento está associado à perspectiva de continuidade dos cortes de juros nos EUA e à solidez das contas externas, com déficit em transações correntes moderado, superávit comercial robusto e reservas internacionais elevadas.
- Vale destacar que da última vez em que a taxa de longo prazo esteve nesse nível (janeiro de 2016), o risco-país era muito maior, em torno de 520 p.b. Isso indica que o prêmio de risco embutido na curva de juros atual segue excessivamente elevado, considerando que o cenário econômico parece mais benigno.

Figura 19: Juro real da NTNB-2050 caiu 0,3 p.b. no ano

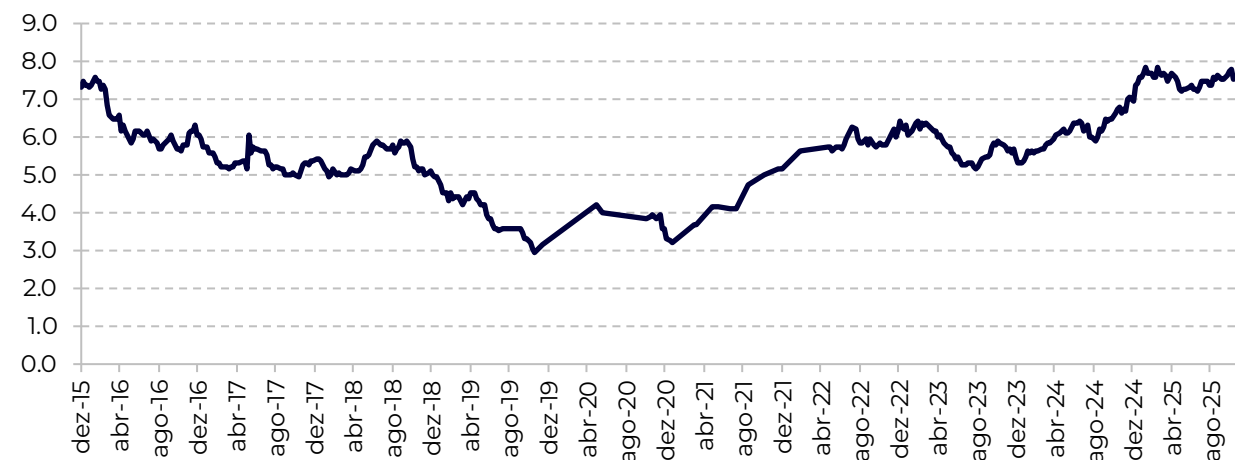


Figura 20: CDS caiu 76 p.b. desde o início de 2025



Preço-alvo do Ibovespa de 198 mil pontos para o fim de 2026

Premissas para 2026

- Em nosso cenário-base, acreditamos que a alta do Ibovespa será majoritariamente atribuída a um incremento de 16,4% no lucro (70,7% de nossa projeção) e a uma reprecificação do múltiplo (considerando nossas projeções para lucro) do nível atual de 8,7x para 9,3x no fim de 2026 (múltiplo em linha com nível atual). Essa reprecificação representa um retorno de 6,8% (29,3% de nossa projeção).
- A reprecificação ocorrerá devido (i) à aceleração no crescimento de lucros, de 6,4% entre 2025 e 2026 para 16,4% entre 2026 e 2027; e (ii) ao fato de os setores com maior crescimento de lucros terem o menor peso no Ibovespa, enquanto commodities tendem a segurar a expansão média de lucros.
- Mantemos a visão de que o múltiplo ao longo do tempo retornará para as médias. Por outro lado, as empresas do Ibovespa que historicamente apresentam crescimento de receitas e, principalmente, lucros acima do crescimento nominal do PIB, manterão essa dinâmica.

Figura 21: Múltiplo P/L histórico setorial versus P/L 2027e

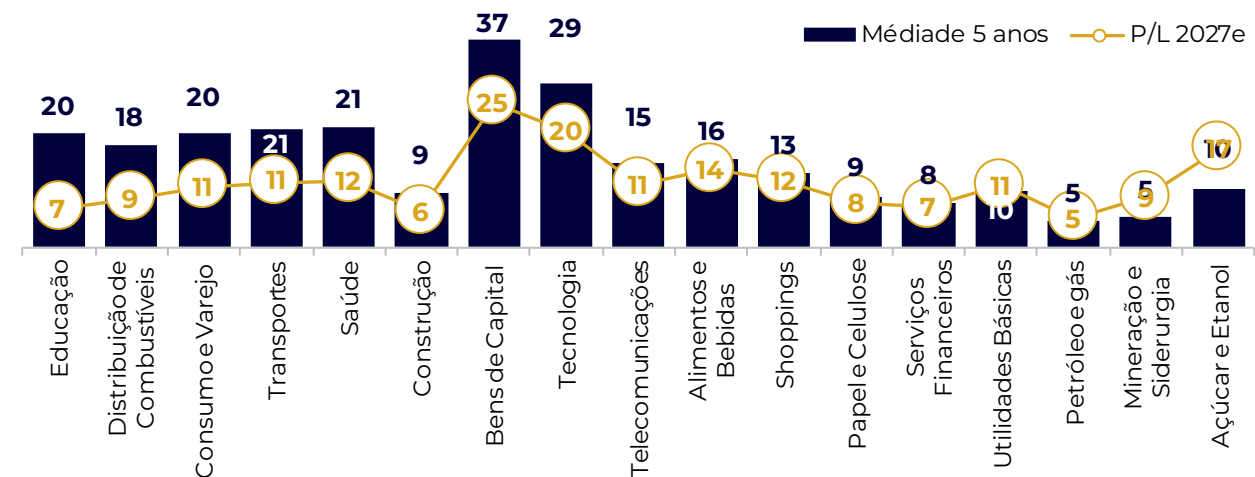
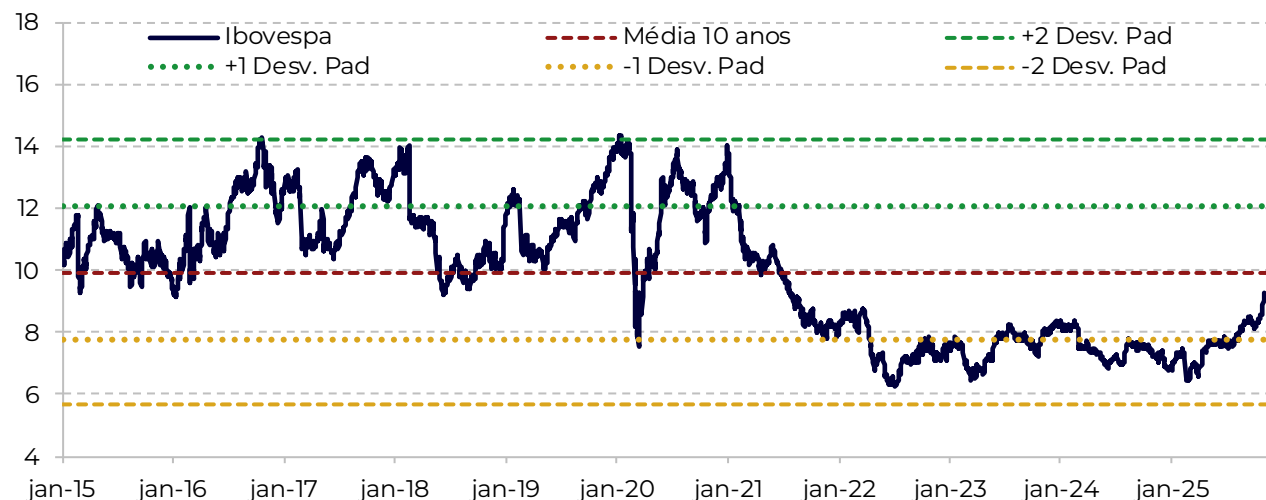


Figura 22: P/L projetado 12 meses à frente



Preço-alvo do Ibovespa de 198 mil pontos para o fim de 2026

Premissas para 2026

Esperamos alta de 6,4% no LPA do Ibovespa em 2026, seguida de crescimento de 16,4% para 21.283 pontos em 2027. Em nosso novo modelo, reduzimos as premissas para a taxa livre de risco para 4,1% (de 4,3%) e para o risco-país para 2,4% (de 2,7%), acompanhando a melhora dos indicadores para essas variáveis. Assim, chegamos a um novo custo de capital próprio de 14,30% (de 14,8%). Na análise top down, que é feita a partir do modelo de Gordon e de nossas premissas de crescimento do lucro no longo prazo (Figura 24), chegamos a um múltiplo-alvo de 9,3x (P/L). Aplicando esse novo múltiplo aos lucros estimados, o resultado é um preço-alvo do Ibovespa de 198 mil pontos para o fim de 2026

Figura 24: Premissa para o Ibovespa-alvo no fim de 2026

(i)	Pay-Out	55,00%
(ii)	US: taxa livre de risco	4,10%
(iii)	Prêmio de risco de mercado	5,80%
(iv)	Risco país	2,40%
	Diferencial de Inflação de Longo Prazo	2,00%
(v) = (ii) + (iii) + (iv)	Custo do Capital Próprio	14,30%
(vi)	Crescimento de lucros no longo prazo (R\$)	8,40%
(vii) = (i) / [(v) - (vi)]	P/L alvo para os próximos 12 meses	9,3
	P/E alvo	9,3
	LPA IBOV (2027)	21.283
	Ibovespa-alvo 12 meses	198.398

Figura 23: Análise de sensibilidade do múltiplo (P/L)

		P/L - Ibovespa (x)				
Crescimento		Ke				
		13,30%	13,80%	14,30%	14,80%	15,30%
	7,40%	9,3	8,6	8,0	7,4	7,0
	7,90%	10,2	9,3	8,6	8,0	7,4
	8,40%	11,2	10,2	9,3	8,6	8,0
	8,90%	12,5	11,2	10,2	9,3	8,6
	9,40%	14,1	12,5	11,2	10,2	9,3

Figura 25: Análise de sensibilidade do preço-alvo

		PA - Ibovespa (x)				
Crescimento		Ke				
		13,30%	13,80%	14,30%	14,80%	15,30%
	7,40%	198.398	182.898	169.645	158.182	148.171
	7,90%	216.768	198.398	182.898	169.645	158.182
	8,40%	238.888	216.768	198.398	182.898	169.645
	8,90%	266.034	238.888	216.768	198.398	182.898
	9,40%	300.141	266.034	238.888	216.768	198.398

Ibovespa – cenários alternativos

Cenário otimista – 254 mil pontos no fim de 2026

Em nosso cenário otimista, consideramos um ambiente de juros mais baixos e um crescimento sustentável mais alto. Assim, adotamos como premissa uma queda de 80 p.b. para 13,5% (de 14,3%) em nossa estimativa para o custo de capital (ke) e um crescimento lucros no longo prazo (g) de 8,9% (de 8,4%). Assim, chegamos a um múltiplo P/L-alvo de 12,0x. Aplicando esse P/L-alvo ao nosso lucro estimado para 2027, chegamos a 254 mil pontos ao fim de 2026.

Figura 26: Análise de múltiplo e preço alvo | otimista

Crescimento	P/L - Ibovespa (x)					
	Ke					
		12,50%	13,00%	13,50%	14,00%	14,50%
	7,90%	12,0	10,8	9,8	9,0	8,3
Crescimento	8,40%	13,4	12,0	10,8	9,8	9,0
	8,90%	15,3	13,4	12,0	10,8	9,8
	9,40%	17,7	15,3	13,4	12,0	10,8
	9,90%	21,2	17,7	15,3	13,4	12,0
	9,90%	21,2	17,7	15,3	13,4	12,0

Crescimento	PA - Ibovespa (x)					
	Ke					
		12,50%	13,00%	13,50%	14,00%	14,50%
	7,90%	254.467	229.519	209.027	191.893	177.356
Crescimento	8,40%	285.500	254.467	229.519	209.027	191.893
	8,90%	325.153	285.500	254.467	229.519	209.027
	9,40%	377.597	325.153	285.500	254.467	229.519
	9,90%	450.211	377.597	325.153	285.500	254.467
	9,90%	450.211	377.597	325.153	285.500	254.467

Cenário conservador – 136 mil pontos no fim de 2026

Em nosso cenário conservador, consideramos um ambiente de juros mais altos e um crescimento sustentável mais baixo. Assim, adotamos como premissa um aumento de 180 p.b. para 16,1% (de 14,3%) em nossa estimativa para o custo de capital (ke) e um crescimento de lucros no longo prazo (g) de 7,5% (de 8,4%). Desse modo, chegamos a um múltiplo P/L-alvo de 6.4x. Aplicando esse P/L-alvo ao nosso lucro estimado para 2027, chegamos a 136 mil pontos ao fim de 2026.

Figura 27: Análise de múltiplo e preço alvo | conservador

Crescimento	P/L - Ibovespa (x)					
	Ke					
		15,10%	15,60%	16,10%	16,60%	17,10%
	6,50%	6,4	6,0	5,7	5,4	5,2
Crescimento	7,00%	6,8	6,4	6,0	5,7	5,4
	7,50%	7,2	6,8	6,4	6,0	5,7
	8,00%	7,7	7,2	6,8	6,4	6,0
	8,50%	8,3	7,7	7,2	6,8	6,4
	8,50%	8,3	7,7	7,2	6,8	6,4

Crescimento	PA - Ibovespa (x)					
	Ke					
		15,10%	15,60%	16,10%	16,60%	17,10%
	6,50%	136.110	128.632	121.932	115.896	110.429
Crescimento	7,00%	144.512	136.110	128.632	121.932	115.896
	7,50%	154.020	144.512	136.110	128.632	121.932
	8,00%	164.866	154.020	144.512	136.110	128.632
	8,50%	177.356	164.866	154.020	144.512	136.110
	8,50%	177.356	164.866	154.020	144.512	136.110

Comparativo das carteiras entre cenários

Diferenças entre carteiras

O critério para o cenário-base é de uma carteira equilibrada entre nossas preferências setoriais. Buscamos um equilíbrio entre nomes de dividendos e commodities, com Rede D'Or, Tenda e BTG dando um viés de crescimento para a carteira.

No cenário otimista, aceitamos teses de recuperação de resultados (Cosan e XP), balanços mais alavancados, teses de crescimento e small caps, que, no todo, tendem a se valorizar mais em momentos positivos, mas devem apresentar maior volatilidade.

Por fim, no cenário conservador o racional da carteira é manter um beta baixo em relação ao índice, com especial foco em dividendos, qualidade (pouco endividamento e resultados perenes), exportadoras e empresas pouco ligadas ao PIB.

Figura 27: Carteira cenário otimista

Empresa	Ticker	P/L 2026	EV/EBITDA 2026	Beta	DY 26e
XP	XPBR31	9,6x	n.a	1,71	6,2%
Cosan	CSAN3	32,3x	1,7x	1,61	0,0%
Ecorodovias	ECOR3	15,4x	4,2x	1,69	1,6%
C&A Brasil	CEAB3	7,4x	3,8x	1,54	2,9%
Totvs	TOTS3	24,7x	15,2x	0,80	1,4%
Marcopolo	POMO4	3,5x	4,5x	0,98	14,1%
Ânima	ANIM3	5,8x	3,4x	2,62	3,9%
Orizon	ORVR3	21,7x	9,5x	1,31	0,0%
Cyrela	CYRE3	6,9x	5,3x	1,44	3,3%
Usiminas	USIM5	5,8x	3,9x	1,26	4,3%
Média da carteira		13,3x	5,7x	1,49	3,8%

Figura 26: Carteira cenário-base

Empresa	Ticker	P/L 26e	EV/EBITDA 2026	Beta	DY 26e
JBS	JBS	7,3x	5,3x	0,88	6,8%
Embraer	EMBJ3	27,1x	12,0x	0,71	0,9%
Gerdau	GGBR4	7,4x	4,2x	0,95	4,7%
Tenda	TEND3	5,0x	3,9x	1,43	5,0%
Rede D'Or	RDOR3	16,9x	9,6x	1,38	3,0%
BTG Pactual	BPAC11	10,6x	n.a.	1,44	2,3%
Telefônica Brasil	VIVT3	13,9x	4,5x	0,84	7,6%
Copel	CPLE3	8,9x	9,3x	0,91	7,5%
Motiva	MOTV3	14,6x	5,3x	1,14	3,4%
Vibra Energia	VBBR3	14,7x	6,3x	1,16	4,7%
Média da carteira		12,6x	6,7x	1,08	4,6%

Figura 28: Carteira cenário conservador

Empresa	Ticker	P/L 26e	EV/EBITDA 2026	Beta	DY 26e
BB Seguridade	BBSE3	7,3x	n.a	0,49	12,0%
Prio	PRI03	4,7x	3,2x	0,67	1,0%
Raia Drogasil	RADL3	23,1x	11,3x	1,06	0,0%
Multiplan	MULT3	12,2x	8,3x	1,13	5,0%
Weg	WEGE3	29,6x	19,8x	0,85	1,7%
Telefônica Brasil	VIVT3	13,9x	4,5x	0,84	7,6%
Fleury	FLRY3	11,3x	4,4x	0,96	6,4%
Alupar	ALUP11	14,0x	6,5x	0,70	3,9%
Aura Minerals	AURA33	6,5x	4,3x	0,33	1,1%
Suzano	SUZB3	9,6x	5,1x	0,47	2,6%
Média da carteira		13,2x	7,5x	0,75	4,1%

Carteira ideal – cenário base

JBS

Temos uma visão positiva para JBSS3, um case altamente diversificado, com forte geração de caixa e histórico de execução consistente ao longo de diferentes ciclos de commodities. A combinação de disciplina de capital, alavancagem controlada em 2.3x dívida líquida/EBITDA e perfil operacional resiliente tende a funcionar melhor em um cenário de macro mais desafiador. A ação negocia a 5.3x EV/EBITDA 2026, com FCF yield de 15% em 2026.

BTG Pactual

Vemos o banco de investimentos entregando resultados consistentes e com rentabilidade crescente, mesmo com um cenário macro mais desafiador para o segmento. O ROE de 25% para a frente e um crescimento anual composto de receita projetado de 18% entre 2025-2028 nos mantém confortáveis com a tese.

Copel

A Copel é uma das empresas mapeadas para realizar distribuições interessantes de dividendos, além de estar bem-posicionada para aproveitar preços mais altos de energia, também apoiada por uma operação de distribuição resiliente. A companhia negocia com uma TIR real de 10,9% ao ano, um prêmio de 3,6 pontos percentuais sobre o título público de referência.

Gerdau

Temos uma visão construtiva para a Gerdau, sustentada pelo bom momento de lucros, baixa exposição por parte dos investidores e perspectivas mais favoráveis para o fluxo de caixa livre. Acreditamos que a divisão da América do Norte continuará sendo o principal motor de crescimento, especialmente diante dos cortes em investimentos a partir de 2026. Além disso, o valuation da companhia segue atrativo, com múltiplos abaixo da média histórica, o que reforça seu potencial de valorização.

Rede D'Or

Gostamos de RDOR3, que é um caso mais exposto ao crescimento, com expansão dos resultados principalmente vinda da maturação de novos hospitais. A combinação de forte crescimento do lucro e algum alívio na taxa de desconto tende a favorecer uma reprecificação dos múltiplos. Atualmente, a ação negocia a 16,1x P/L 2026, com dívida líquida/EBITDA em 1,7x.

Tenda

Continuamos otimistas com a tese de que o MCMV impulsionará os resultados das construtoras focadas na baixa renda. Vemos a empresa como nome mais descontado sob nossa cobertura (60% de desconto sobre as líderes do setor), com múltiplo de 5,4x P/L em 2026e, crescimento anual composto de 46% e 38% no LPA e ROE, respectivamente, entre 2025 e 2027

Carteira ideal – cenário base

Vibra

Acreditamos que a empresa está bem-posicionada para continuar se beneficiando do fortalecimento das ações governamentais contra as ilegalidades no setor de distribuição de combustíveis que, além dos avanços recentes, ainda têm espaço para evoluir ao longo de 2026. O crescimento de volume, aliado à manutenção de margens saudáveis, deve contribuir para a continuidade da desalavancagem e, potencialmente, abrir espaço para pagamentos de dividendos acima da política formal da companhia.

Embraer

Temos uma visão positiva sobre a Embraer, apoiada pela contínua aceleração da carteira de pedidos da empresa e por um ambiente saudável em todos os seus segmentos, o que deve se traduzir em maior rentabilidade ao longo dos próximos anos.

Motiva

Temos uma visão positiva sobre a Motiva, com bom potencial de valorização, que implica uma TIR de 15% — 750 bps acima do rendimento das NTN-Bs 2035. Os fundamentos permanecem sólidos, apoiados por melhorias operacionais após a concessão Barcas e pelo avanço da MSVia sob um modelo contratual mais eficiente, impulsionando margens e crescimento do EBITDA. Principais catalisadores à frente incluem: (i) reequilíbrio de concessões; (ii) desinvestimento de participação; (iii) ajustes contratuais.

Telefônica Brasil

Acreditamos que a empresa possui maior capacidade de cross-sell, dada sua maior capilaridade em produtos além da telefonia móvel. A companhia já anunciou redução de capital e acreditamos que há mais dividendos extraordinários por vir em 2026, considerando sua base acionária e os fatores que sustentam a tese da ação na ótica dos investidores.

Carteira ideal – cenário otimista

XP

A combinação de fiscal controlado e corte de juros aumentaria a chances de fechamento da curva de taxas reais, o que poderia ser um trigger para giro de carteira e maior apetite a risco na alocação dos clientes, impulsionando a receita de varejo. Nosso número está 2% abaixo do consenso, mas esse cenário otimista carrega um potencial significativo de revisão de lucros. Vemos o papel a 9.1x P/E, vs. média de 11.5x nos últimos 3 anos e 17.1x nos últimos 5 anos.

Marcopolo

Vemos a Marcopolo como uma ótima opção dentro do setor de bens de capital devido a necessidade de renovação da envelhecida frota de ônibus do país, o que deve impulsionar as vendas da empresa. Também gostamos da diversificação geográfica da empresa, que tem operações em 9 países diferentes, enquanto vemos a POMO4 como um player resiliente devido a sua baixa alavancagem financeira (Dívida Líquida/Ebitda de 0,5x). Além disso, a companhia negocia atualmente a 4,5x do EBITDA projetado para 2026, contra 8,5x da média histórica.

Ecorodovias

A companhia já demonstrou avanços operacionais consistentes nos últimos trimestres. Em um ambiente de juros mais baixos, a melhora no lucro tende a ser acelerada, dado o efeito positivo da redução das despesas financeiras.

Cosan

Com alavancagem ainda elevada, as despesas financeiras da Cosan consomem parcela relevante dos dividendos recebidos das investidas. Em 2026, diante de juros menores, preço da ação deprimido e desconto de holding significativo, a tese ganha atratividade, por conta de um ritmo mais acelerado de desalavancagem, dado menores despesas com juros, maior fluxo de dividendos recebidos das investidas e uma janela mais favorável para venda de ativos.

Totvs

Num cenário construtivo, teses de crescimento ganham tração, com maior apelo do crescimento futuro de receita e lucro em detrimento do valuation elevado no curto prazo. A Totvs deve gerar um crescimento anual composto de receitas e de LPA de 16,7% e 23,4% entre 2025 e 2028, o que sustenta o valuation atual de 24,7x P/L 2026e.

Cyrela

A empresa é vista como referência entre construtoras de média/alta renda pela consistência de vendas e lucratividade, além disso a representatividade do programa MCMV nas receitas tem crescido, o que confere maior previsibilidade nos resultados. Acreditamos que o múltiplo atual de 5,8x P/L 2026e está atrativo e a ação possui forte correlação com a curva de juros, beneficiando-se de um possível movimento de corte de juros mais forte que o esperado.

Carteira ideal – cenário otimista

Usiminas

Em um cenário mais construtivo, vemos maior probabilidade de aprovação de medidas antidumping no aço, o que possibilitaria um reajuste nos preços domésticos. Vale lembrar que para cada 1% de aumento no preço do aço, estimamos um aumento de ~7% no EBITDA da companhia. Além disso, em um ambiente de juros mais baixos, esperamos uma retomada do consumo doméstico, o que contribuiria para o crescimento de volumes do setor. Atualmente, vemos a ação sendo negociada a 4,6x EV/EBITDA 2026, ainda mais alto do que a média histórica de 4,1x. Porém, a situação mudaria drasticamente com a materialização de volumes e preços de aço mais elevados.

Orizon

Com cenário macro mais favorável, a empresa pode acelerar os investimentos com recursos já captados do follow-on (abril 2025). Até agora, só um M&A foi executado desde essa última emissão. Além disso, o business cresce de forma muito orgânica (investimento nas plantas atuais) e inorgânica (M&As).

C&A

A companhia está bem-posicionada após ter realizado diversas melhorias na operação, trazendo um nível de assertividade de coleções e eficiência logística igual ou até acima do de seus pares. Porém, a companhia ainda apresenta uma grande oportunidade de crescimento por abertura de lojas (~120 lojas C&A a menos do que lojas da Renner). Um cenário otimista de queda na taxa de juros diminuiria o risco de grandes investimentos em capex para expansão, enquanto um consumo mais aquecido aceleraria o ramp-up das lojas abertas e as vendas como um todo. Além disso, no atual nível desconto vs. os pares (7,3x P/E 2026 vs. 8,7x para os players de vestuário), a companhia tem um grande potencial de valorização em um cenário de re-rating em um ambiente de crescimento acelerado.

Ânima

Em um cenário mais construtivo, preferimos ANIM3, que é o nome mais sensível à queda de juros no setor, com dívida líquida/EBITDA de 2.5x e maior alavancagem operacional sobre crescimento de receita e margem. Vemos espaço para ganhos de eficiência e melhora de rentabilidade em um portfólio mais concentrado em cursos de ticket mais alto, o que tende a sustentar o crescimento do lucro em um ambiente de custo de capital menor. Hoje o papel negocia a 6.0x P/E 2026.

Carteira ideal – cenário conservador

BB Seguridade

O setor de seguros é o mais defensivo da nossa cobertura, pois o resultado financeiro se beneficia do ambiente de juro alto. Além disso, vemos boa atratividade em BBSE. Após a performance recente, suas ações estão negociando a um dos menores múltiplos do setor de seguros e oferecendo o melhor carregamento de dividendos projetado para 2026. Gostamos da defensividade da empresa e de seu alto retorno histórico e projetado, gerando forte capacidade de pagamento de dividendos.

RaiaDrogasil

É uma empresa de perfil defensivo e de qualidade, além (i) do impacto positivo da crescente demanda por GLP-1 (33% de participação da RADL na categoria) e (ii) da base de comparação fraca de HPC no primeiro semestre de 2026. Além disso, vemos o papel sendo negociado a 24x PE 2026 vs. média histórica de 28x.

Fleury

Em um ambiente de maior aversão a risco, priorizamos FLRY3, que vemos como um case mais defensivo, com geração de caixa resiliente, dividend yield atrativo, pouco risco de execução e balanço saudável, com dívida líquida/EBITDA próxima de 1.1x. A ação negocia a 11.5x P/E 2026.

Telefônica Brasil

Acreditamos que a empresa possui maior capacidade de cross-sell, dada sua maior capilaridade em produtos além da telefonia móvel. A companhia já anunciou redução de capital e acreditamos que há mais dividendos extraordinários por vir em 2026, considerando sua base acionária e os fatores que sustentam a tese da ação na ótica dos investidores.

WEG

Apesar de um cenário pessimista impactar a demanda doméstica, a grande exposição internacional da WEG ajuda a mitigar esse efeito por meio da diversificação e do crescimento impulsionado pelo câmbio. Além disso, devido à sua baixa alavancagem, a empresa é pouco afetada financeiramente mesmo em um período prolongado de juros elevados. Para 2026, há potencial de alta no papel à medida que os investidores comecem a precificar o crescimento esperado para 2027, quando ocorrerá a adição de capacidade na produção de transformadores.

Multiplan

Gostamos da tese de Shoppings diante da alta previsibilidade de resultados e consideramos o portfólio da MULT um dos mais equilibrados de nossa cobertura, por isso acreditamos que a empresa teria maior capacidade de repasse de inflação, além de ser a mais líquida do setor. A Multiplan negocia a um FFO yield de 9,1%, prêmio de 1,8% para a NTN-B 2035.

Carteira ideal – cenário conservador

PRIO

Em um cenário pessimista em 2026, o caso de investimento tende a ganhar maior atratividade. Do lado macro, a companhia possui baixa exposição à economia doméstica e, do lado micro, os desafios operacionais que limitaram a produção em 2024 e 2025 não devem se repetir em 2026, abrindo espaço para que a produção possa atingir cerca de 200 mil barris/dia a partir do segundo semestre de 2026. Esse patamar deve reduzir o lifting cost, fortalecendo a resiliência da companhia em um ambiente de preços de petróleo mais baixos, sustentando perspectivas sólidas de geração de caixa, que pode ser retornada ao acionista potencialmente via dividendos.

Alupar

Em um contexto de juros ainda elevados, a Alupar é a transmissora com a melhor estratégia de crescimento, focando em ativos na América Latina e prosseguindo na estratégia de dolarizar a receita. A empresa negocia com TIR real de 10,6% a.a., um prêmio de 3,3 p.p. sobre o título público de referência.

Suzano

Preferimos a ação em um cenário de aversão a risco, pois em um contexto de desvalorização cambial, vemos um efeito positivo sobre a companhia. Para exemplificar, estimamos que o EBITDA aumente em ~BRL 600 mi para cada variação de 0,10 na taxa de câmbio BRL/USD. Além disso, a empresa se destaca no setor por sua forte exposição à celulose (cerca de 85% do EBITDA), e ela deve se beneficiar de uma recuperação nos preços da commodity. Por fim, enxergamos a companhia com maior eficiência operacional e capacidade superior de redução de custos e despesas. Atualmente, vemos a ação sendo negociada a 4,9x EV/EBITDA 2026, em comparação à média histórica de 6,0x.

Aura Minerals

Gostamos da tese por se beneficiar dos elevados preços do ouro com grande desconto frente às pares internacionais, negociando a um múltiplo P/NAV de 0,7x contra mais de 1x para as pares. A geração de caixa e crescimento do EBITDA em 18% e 50% respectivamente dão suporte à tese, enquanto a questão da liquidez vem paulatinamente melhorando após a listagem na Nasdaq.

Cenário para mercado de crédito

Juros elevado exige postura conservadora das companhias, mesmo com início de afrouxamento monetário

- Do lado do crédito, vemos um ambiente econômico desafiador para 2026, sobretudo por conta do patamar de juros ainda elevado, mesmo com a expectativa de início de um ciclo monetário de cortes. Em 2025, observamos um movimento mais intenso na gestão da dívida, com foco na redução do custo financeiro e no alongamento dos vencimentos, enquanto diversas companhias reduziram ou adiaram investimentos em capex. Em paralelo, empresas com balanços mais tensionados recorreram a alternativas de capitalização – como venda de ativos e operações estruturadas – para ganhar fôlego diante da queima de caixa. Essas estratégias evidenciam os esforços em preservar uma estrutura de capital mais equilibrada, mirando um cenário que ainda deve ser custoso em termos de dívida.
- Após dois anos consecutivos de volumes recordes, tanto em emissões quanto em ofertas, o mercado de crédito privado deve manter um desempenho robusto em 2026, ainda que abaixo dos níveis históricos observados em 2024 e sinalizados ao longo de 2025. Nos segmentos de infraestrutura, a sinalização de novos leilões rodoviários e ferroviários, os avanços em saneamento e o processo de renovação antecipada dos contratos das distribuidoras de energia devem atuar como vetores relevantes para novas emissões. Por outro lado, o calendário eleitoral no segundo semestre, combinado à manutenção dos juros em patamares elevados, tende a limitar investimentos em setores mais cíclicos e intensivos em capital.
- Para 2026, esperamos a continuidade das estratégias de mitigação de riscos de liquidez, agora com o adicional do risco político, que pode aumentar a volatilidade de câmbio e juros. Além da política monetária, é importante manter no radar o desempenho do consumo interno, com possibilidade de arrefecimento – conforme já sugerem os números do PIB – e as instabilidades no cenário global, associadas a disputas comerciais ou tensões geopolíticas. Ainda assim, vale destacar que os dados trimestrais mais recentes das companhias seguem mostrando resiliência e estabilidade operacional.
- Em síntese, os principais riscos para o crédito em 2026 permanecem concentrados em juros, câmbio e política, enquanto esperamos uma postura conservadora e disciplinada das companhias na gestão de suas estruturas de capital.

Análise de Investimento

Chefe de análise

Carolina Carneiro (55 11) 3175 4266
carolina.carneiro@safra.com.br

Estratégia (varejo)

Caue Pinheiro (55 11) 3175-4296
caue.pinheiro@safra.com.br

Yves Adam (55 11) 3175-7926
yves.adam@safra.com.br

Análise técnica

Luana Nunes (55 11) 3175-3994
luana.nunes@safra.com.br

Setor financeiro

Daniel Vaz (55 11) 9887-8407
daniel.vaz@safra.com.br

Maria Luisa Guedes (55 83) 99932-7879
maria.guedes@safra.com.br

Rafael Nobre (55 21) 99922-2765
rafael.nobre@safra.com.br

Metais e mineração

Ricardo Monegaglia
ricardo.neto@safra.com.br

Saúde e Educação

Ricardo Boiati (55 11) 3175 8987
ricardo.boiati@safra.com.br

Thiago Marmo (55 11) 3175-1362
thiago.marmo@safra.com.br

Rafael Une (55 11) 3175-1362
rafael.une@safra.com.br

Alimentos e bebidas

Ricardo Boiati (55 11) 3175-8987
ricardo.boiati@safra.com.br

Rafael Une (55 11) 3175-1362
rafael.une@safra.com.br

Thiago Marmo (55 11) 3175-1362
thiago.marmo@safra.com.br

Shoppings e Construção

Rafael Rehder (55 11) 3175-4611
rafael.rehder@safra.com.br

Olavo Fleming (55 11) 3175-1325
olavo.fleming@safra.com.br

Petróleo e gás

Conrado Vegner (55 11) 3175-8892
conrado.vegner@safra.com.br

Vinícius Andrade (55 11) 3175-4026
andrade.vinicius@safra.com.br

Varejo

Vitor Pini (55 11) 3175-1194
vitor.pini@safra.com.br

Renan Sartorio (55 11) 3175-2751
renan.sartorio@safra.com.br

Tales Granello (55 11) 3175-2066
Tales.granello@safra.com.br

Telecomunicações e tecnologia

Silvio Dória (55 11) 3175-7929
silvio.v@safra.com.br

Carolina Carneiro (55 11) 3175 4266
carolina.carneiro@safra.com.br

Transportes

Luiz Peçanha (55 11) 3175-4284
luiz.pecanha@safra.com.br

Arthur Godoy (55 11) 3175-4345
arthur.godoy@safra.com.br

Bens de capital

Luiza Mussi (55 11) 3175 4284
luiza.mussi@safra.com.br

Lucas Melotti (55 11) 3175-4256
lucas.melotti@safra.com.br

Utilidades básicas

Daniel Travitzky (55 11) 3175-4352
daniel.travitzky@safra.com.br

Carolina Carneiro (55 11) 3175 4266
carolina.carneiro@safra.com.br

Ricardo Bello (55 11) 3175-9327
ricardo.bello@safra.com.br

Renda fixa

Yuri Machado (55 11) 3175 4167
yuri.machado@safra.com.br

Roberto Felize (55 11) 3175 7482
roberto.felize@safra.com.br

Disclaimer

Declarações gerais

1. Este relatório foi preparado e distribuído por Safra Wealth Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. ("Safra Corretora"), subsidiária do Banco Safra S.A., empresa regulada pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM").
2. 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.
3. 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.
4. 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.
5. 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.
6. 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.
7. Os resultados obtidos com investimento em instrumentos financeiros podem variar, e seu preço ou valor pode subir ou descer, direta ou indiretamente.
8. 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.
9. 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 da empresa.

Disclaimer

Declarações do analista

1. 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.
2. 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

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

Disclaimer

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 São Paulo - SABESP, Companhia de Saneamento de Minas Gerais, Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista - CTEEP, Companhia Hidro Elétrica São Francisco, Companhia Pernambucana 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 Serviços 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, Lavvi Empreendimentos Imobiliários 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 - 10º Emissão, Melnick Desenvolvimento Imobiliário 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., Quartz 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 Beneficiária 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 Tijucu, V.Tal - Rede Neutra de Telecomunicações 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.