
15 de abril de 2026

Relatório Consolidado de Resultados

Atualização 2025



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. Aço Verde	pg 5	35. JHSF	pg 68
2. Águas do Rio	pg 7	36. JSL	pg 70
3. Araguaia	pg 9	37. Kallas	pg 72
4. Armac	pg 11	38. Klabin	pg 74
5. Arteris	pg 13	39. Lavji	pg 76
6. Axia (ex-Eletronor)	pg 15	40. Localiza	pg 77
7. Braskem	pg 17	41. Log CP	pg 79
8. Brava	pg 19	42. MBRF	pg 81
9. C.Vale	pg 21	43. Melnick	pg 83
10. Cerradinho	pg 22	44. Minerva	pg 84
11. Colombo	pg 24	45. Moura Dubeux	pg 86
12. Cooxupé	pg 26	46. Movida	pg 87
13. Copersucar	pg 28	47. MRV	pg 89
14. Corsan	pg 30	48. Natura	pg 91
15. Cosan	pg 32	49. Nissei	pg 93
16. CSN	pg 34	50. Patrimar	pg 96
17. Cury	pg 36	51. PetroReconcavo	pg 98
18. Ecorodovias	pg 37	52. Plano&Plano	pg 100
19. Eldorado	pg 39	53. PRIO	pg 101
20. Enel	pg 41	54. Raízen	pg 103
21. Eneva	pg 43	55. Rede D'Or	pg 105
22. Ferrari	pg 45	56. Rumo	pg 107
23. FS	pg 46	57. Sabesp	pg 109
24. GDM Genética	pg 48	58. São Martinho	pg 111
25. Grupo Cereal	pg 50	59. Simpar	pg 113
26. Grupo José Alves	pg 51	60. SLC Agrícola	pg 115
27. Grupo Mateus	pg 53	61. Unidas	pg 116
28. Hapvida	pg 55	62. Usina Batatais	pg 118
29. Havan	pg 57	63. Vale do Tijuco	pg 119
30. Hypera	pg 59	64. Vamos	pg 120
31. Iguá	pg 61	65. Vicunha	pg 122
32. J. Macêdo	pg 63	66. VLI	pg 124
33. JBS	pg 65	67. Zamp	pg 126
34. JF Citrus	pg 67		



Juros, *Spreads* e Créditos Divergentes

O pano de fundo macroeconômico que marcou o mercado de crédito privado em 2025 (e início de 2026) é o de uma economia que absorveu um ciclo de aperto monetário agressivo — e que agora começa a sentir seus efeitos de forma mais visível. O Copom deu início ao ciclo de cortes em mar/26, reduzindo a Selic de 15,00% para 14,75%, mas a transmissão do aperto anterior ainda está se materializando na economia real com intensidade crescente. No âmbito corporativo, além da pressão sobre o custo de dívida, fatores como câmbio volátil e heterogeneidade nas cadeias de *commodities* tornaram 2025 desafiador. **Nossas análises revelam uma dinâmica de “bifurcação” crescente entre companhias com perfil defensivo e aquelas expostas a ciclos negativos, de forma que o desempenho no ano divergiu conforme o setor de atuação, o perfil de endividamento e a capacidade individual de geração de caixa.** Os segmentos com receitas reguladas, contratos de longo prazo ou forte exposição ao consumo doméstico demonstraram maior resiliência, ao passo que setores cíclicos — como petroquímica, siderurgia e têxtil — enfrentaram compressão de margens e deterioração de indicadores de crédito.

A análise comparativa dos resultados de 2025 evidencia que os melhores perfis de crédito se concentram em companhias com três características comuns: receitas previsíveis ou reguladas, alavancagem controlada e capacidade demonstrada de geração de caixa livre mesmo em ambiente de juros altos. Nesse grupo, destacam-se Cury, VLI Multimodal, Rede D'Or, Eneva e Rumo — companhias que combinaram expansão operacional com disciplina financeira. Em contraposição, os casos de maior pressão — Braskem, CSN, Raízen, Vicunha e Kallas — compartilham combinação de alavancagem elevada, cobertura de juros insuficiente e dependência de execução de planos de desinvestimento ou reestruturação cujos resultados permanecem incertos.

A dinâmica dos *spreads* refletiu a forte demanda em ambiente de juro elevado. No universo IPCA+, títulos AAA encerraram dezembro com spread mediano de -20 bps sobre a NTN-B — uma compressão de ~35 bps desde jan/25, ou seja, um movimento de fechamento de *spreads* nos melhores créditos. **Contudo, os últimos meses foram marcados por eventos de crédito relevantes, com nomes importantes do mercado sinalizando riscos crescentes na capacidade de pagamento da dívida. Tais eventos ensejaram uma correção abrupta no preço de títulos com *ratings* mais baixos, comprimindo os nomes percebidos como seguros e exigindo mais prêmio dos demais.** Do ponto de vista técnico, a volatilidade nos *spreads* IPCA é compreensível, dado que concentram as *durations* mais longas e os torna mais sensíveis a mudanças na percepção de risco e nas condições macroeconômicas — diferentemente dos títulos CDI+, cujo estresse foi mais moderado.

Por fim, para 2026, o ambiente de inadimplência ascendente e desaceleração da atividade tende a pressionar os setores mais cíclicos e alavancados, enquanto os emissores de alta qualidade devem continuar se beneficiando da demanda institucional por proteção e carregamento. A compressão de *spreads* observada em 2025 nos melhores créditos reduziu o colchão disponível, e o estresse do 4T25 nos papéis IPCA+ mostrou que reprecificações rápidas são possíveis. A dispersão crescente sugere seletividade (tendo em mente que nem todos os papéis AAA são iguais), através da análise granular por emissor, setor e *duration*.

Destaques Setoriais no Trimestre

Grãos / Sucroalcooleiro

- ▲ Mandato E30 impulsionando demanda por etanol; safra recorde ampliando volumes em grãos; recuperação de margens em fertilizantes.
- ▼ Preços de açúcar e etanol de cana pressionados; capital de giro elevado em distribuidoras de insumos; riscos climáticos e queimadas persistem.

Energia Elétrica

- ▲ Disciplina de custos e menor inadimplência sustentaram margens nas distribuidoras; novos contratos de geração e transmissão elevando receita; reajustes tarifários e eficiência em distribuidoras sustentando margens.
- ▼ Custos operacionais e perdas pressionam distribuidoras; *curtailment* em renováveis; custo de dívida mais alto pesando no resultado financeiro.

Imobiliário

- ▲ Expansão do MCMV sustentou forte crescimento de receita e margens no segmento de baixa renda; velocidade de vendas elevada com custos de construção controlados.
- ▼ Juros elevados reduziram lançamentos e ritmo de vendas no médio e alto padrão; alavancagem crescente em *players* com maior exposição ao segmento de renda mais alta; algumas companhias com liquidez fragilizada.

Locação de Veículos

- ▲ Tarifas em alta com ROIC acima do custo da dívida; elevação da ocupação de frota; depreciação por veículo em queda (Localiza e Movida).
- ▼ Custo de dívida elevado limitando desalavancagem; refinanciamento contínuo necessário; pressão em seminovos pesados e custo de renovação da frota.

Proteína Animal

- ▲ Demanda global aquecida favoreceu exportações; aves e suínos com margens elevadas e forte desempenho em volumes domésticos e externos.
- ▼ Ciclo negativo do gado nos EUA (menor rebanho em 75 anos) pressionando MBRF e JBS; custos de aquisição de bovinos elevados no Brasil, podendo resultar no repasse de preço; alavancagem crescente em grandes grupos pós-aquisição.

Saúde

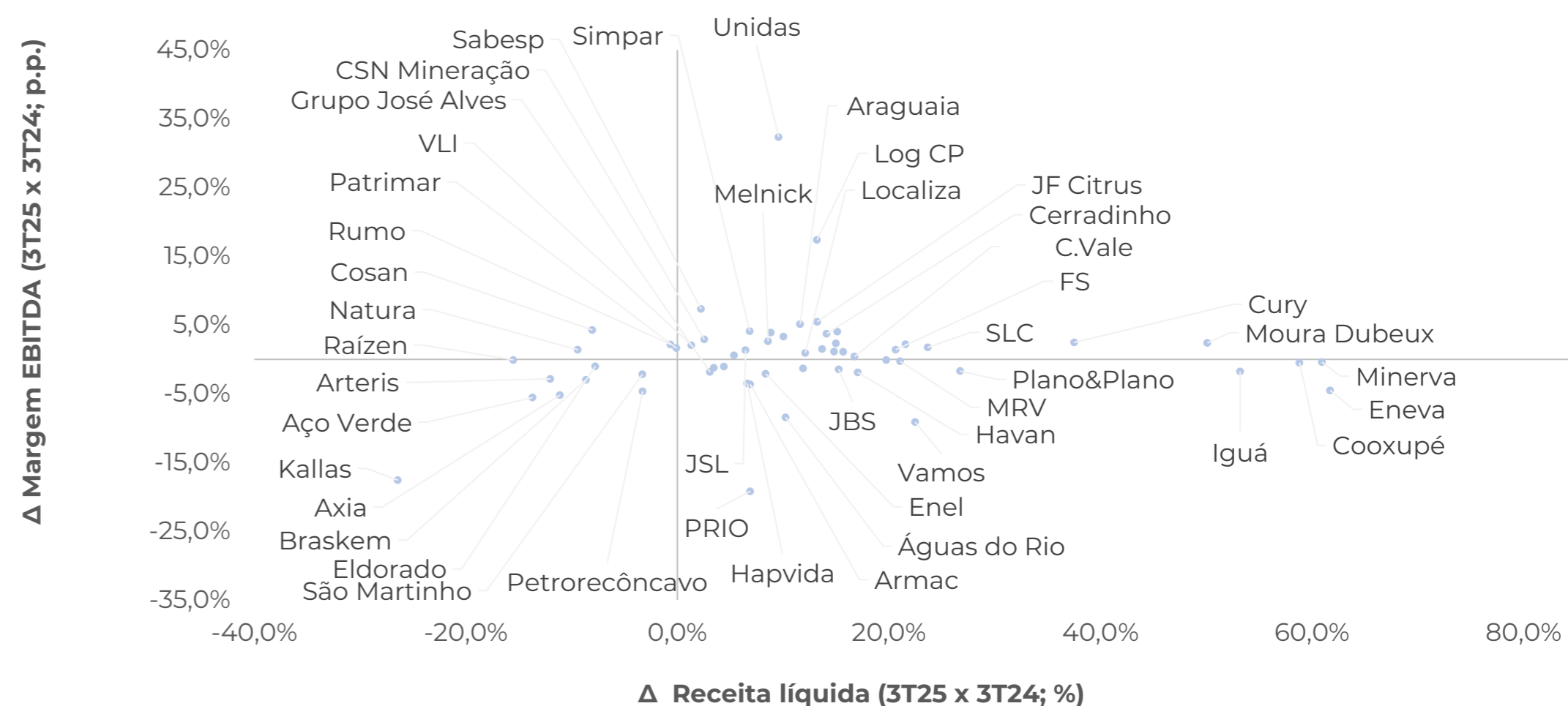
- ▲ Hospitais com crescimento consistente de volumes e *ticket*; integração de seguros melhorando sinistralidade.
- ▼ Operadoras de planos ainda pressionadas por sinistralidade elevada; custo com materiais e medicamentos pressionou margens hospitalares; juros altos pesando no serviço da dívida.



Resumo – Variação da Alavancagem e do EBITDA

Companhia	Alavancagem 4T25	Δ Alavancagem 4T25 X 4T24	Δ EBITDA 4T25 X 4T24
Braskem	14,7	7,3	-3%
Cooxupé	1,3	3,4	0%
Eldorado	3,3	3,0	-1%
Raizen**	5,3	2,1	0%
Águas do Rio	8,5	1,8	-8%
Grupo José Alves	4,6	1,3	-2%
JBS	2,4	1,3	-1%
PRIO	2,3	1,1	-19%
Axia	2,4	0,9	-5%
J Macedo	1,4	0,9	-1%
MBRF	3,3	0,8	-1%
Aço Verde	1,5	0,7	-6%
Arteris	3,6	0,6	-3%
Patrimar*	1,9	0,5	2%
Rumo	1,9	0,5	2%
Melnick*	0,4	0,5	3%
Sabesp	2,2	0,4	7%
Cosan	3,3	0,4	4%
Ecorodovias	3,8	0,4	2%
São Martinho**	1,8	0,4	-2%
Enel Brasil	1,3	0,4	-2%
Kallas*	0,8	0,4	-18%
Natura	1,6	0,3	1%
Petroreconcavo	1,1	0,3	-5%
Hapvida	1,3	0,3	-3%
FS Agrisolutions**	2,8	0,2	1%
Plano&Plano*	0,0	0,2	-2%
MRV*	1,0	0,2	0%
Eneva	2,6	0,2	-5%
SLC Agrícola	2,0	0,2	2%
Lawi*	0,2	0,1	2%
Moura Dubeux*	0,2	0,1	2%
Cury*	-0,2	0,1	2%
Grupo Mateus	0,4	0,1	0%
VLI Multimodal	1,4	0,1	2%
JF Citrus	1,9	0,1	5%
Hypera	3,7	0,1	-1%
Armac	2,4	0,0	-4%
Havan	-0,2	0,0	-2%
C.Vale	2,3	0,0	0%
CSN Mineração	3,5	0,0	3%
Rede D'Or	1,8	-0,1	3%
Zamp	1,5	-0,1	1%
Log CP*	0,4	-0,1	17%
Vamos	3,2	-0,1	-9%
Nissei	2,3	-0,2	1%
Unidas	3,3	-0,2	32%
JSL	2,4	-0,3	1%
Localiza	2,3	-0,3	1%
Cerradinho**	1,7	-0,3	4%
Movida	2,6	-0,4	4%
Simpar	3,0	-0,6	4%
Brava	2,1	-0,7	4%
Araguaia	2,6	-0,7	5%
JHSF*	-0,3	-0,8	6%
Grupo Cereal	0,0	-0,9	2%
Minerva	2,6	-1,1	0%
Klabin	3,3	-1,2	1%
Iguá	10,4	-1,6	-2%

Variação da Receita vs. Variação da Margem EBITDA



Spread Atual (bps) x Alavancagem 4T25



Fonte: Relatórios financeiros das companhias analisadas, ANBIMA e Safra. (*) Para companhias do segmento imobiliário, consideramos a alavancagem como dívida líquida/PL. (**) Para os produtores de Açúcar e Etanol, comparativo é relativo ao 3T25/26 x 3T24/25.

Aço Verde

Perfil. A Aço Verde do Brasil é uma companhia siderúrgica localizada em Açailândia (MA), com foco na produção de aço 100% carbono neutro, substituindo o combustível fóssil pelo carvão vegetal advindo de florestas próprias. A companhia conta com dois altos-fornos de biocarbono e capacidade instalada de 720 mil tons/ano, com as vendas majoritariamente direcionadas para o mercado interno para os segmentos de construção civil e indústrias.

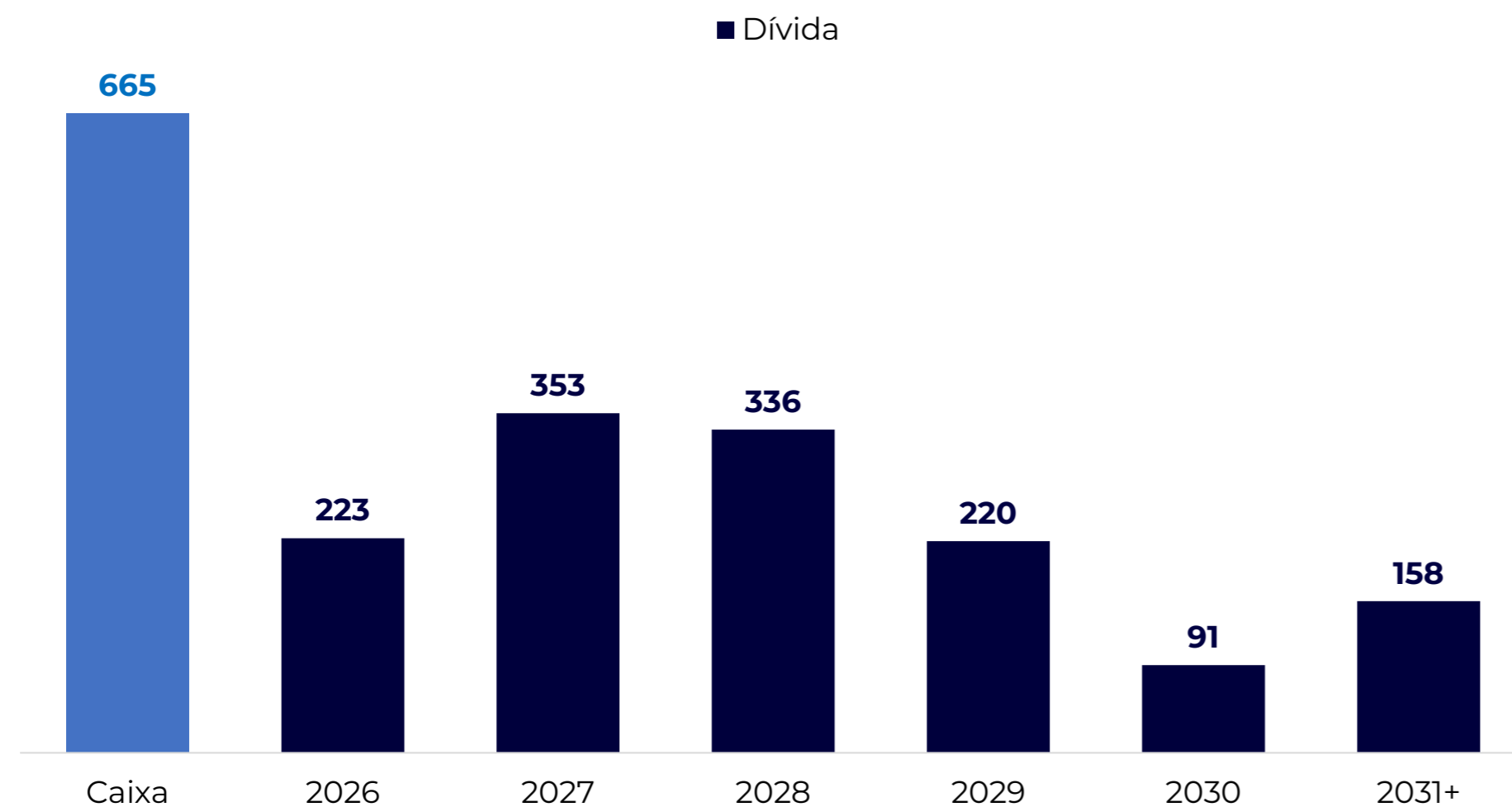
Destaques 2025. O ambiente de preços se mostrou menos favorável, levando a queda de receita líquida de 13,7% vs. 2024, parcialmente compensada por resiliência de volumes. A margem bruta comprimiu para 23% (vs. 28% em 2024), apesar do recuo de 7,2% no CPV. O EBITDA ajustado somou R\$393 milhões (-29,6%), com margem de 24,8% (30,3% em 2024), refletindo preços menores e maiores despesas de vendas, gerais e administrativas, parcialmente mitigados por redução de custo por tonelada e ganhos de eficiência.

Nossa Visão. A Aço Verde do Brasil (AVB) mantém boa posição de crédito, apoiada pelo avanço de sua verticalização produtiva e pela conclusão da nova planta de gases industriais, o que reforçou sua eficiência e estrutura de custo. Embora o ambiente siderúrgico siga desafiador, com competição crescente contra importados, a companhia preserva liquidez adequada, alavancagem controlada e perspectiva de melhora gradual do fluxo de caixa, favorecida pela redução do capex. A maior exposição ao segmento de construção civil, que tende a continuar impulsionado pelo programa MCMV e por obras de infraestrutura, favorece a demanda, ainda que o repasse de preços e a proteção de margens sejam pontos de atenção no curto prazo.

Acionistas. Controlada pela família Nascimento, que também é controladora do Grupo Ferroeste, com operações nos segmentos de ferro-gusa, combustíveis (álcool), energia, imobiliário e cimentos.

Rating. S&P: brAA

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Aço Verde e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Aços longos com exposição a mercados locais regionais;
- Produção verticalizada e proximidade de grandes fornecedores de minério de ferro;
- Baixa pegada de carbono do aço verde.

Pontos de Atenção

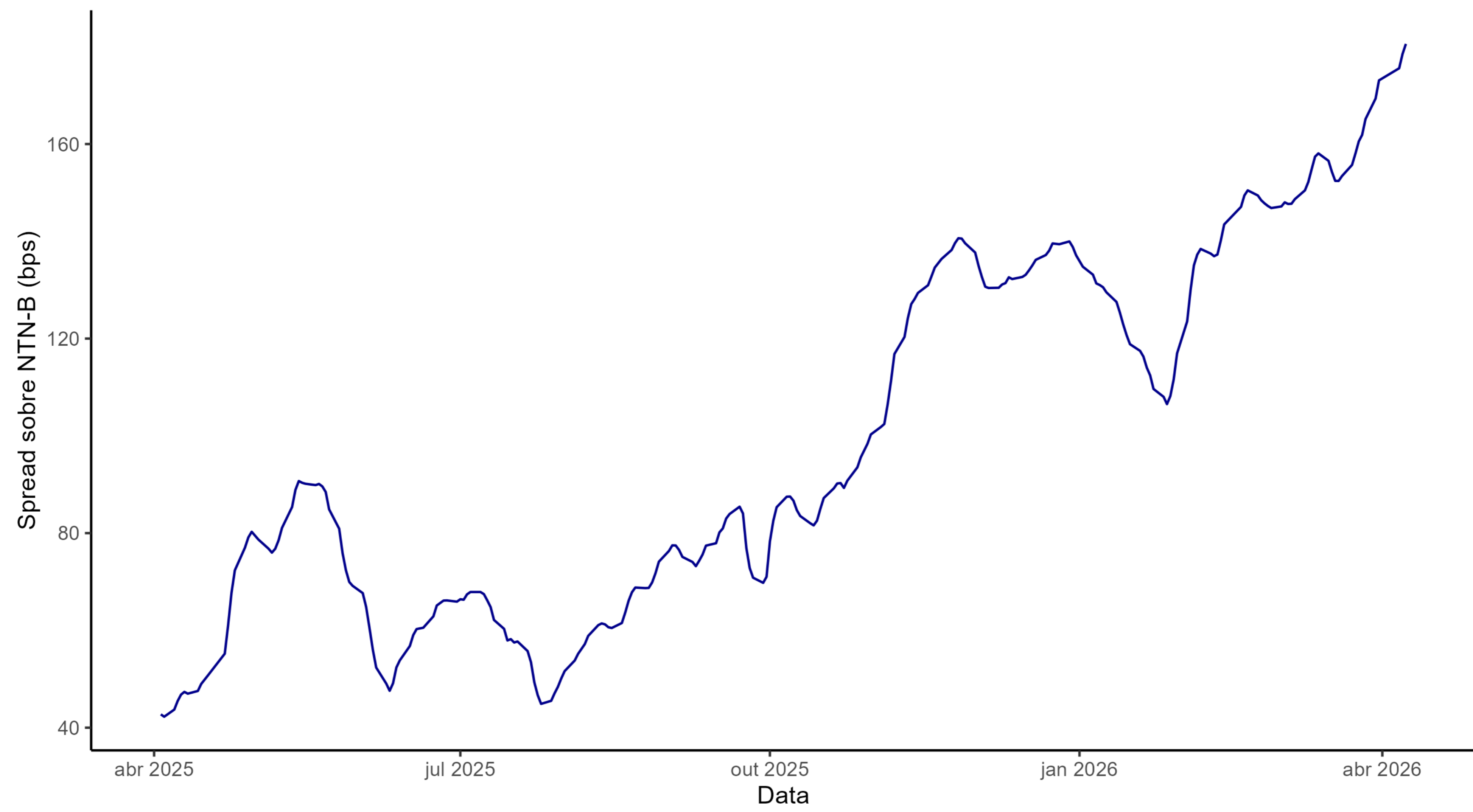
- Exposição à atividade econômica e volatilidade de preços;
- Custos de produção;
- Risco regulatório e ambiental.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	1.893	1.723	1.841	1.589
Margem Bruta	39,7%	30,0%	28,4%	23,0%
EBITDA (R\$ Mi)	804	538	558	393
Margem EBITDA	42,5%	31,2%	30,3%	24,8%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	543	203	235	77
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	476	341	442	580
Dívida Bruta/PL	0,7	0,6	0,6	0,7
Dívida Líquida/EBITDA	0,6	0,6	0,8	1,5
Ativo CP/ Passivo CP	3,3	3,7	3,8	3,6
Caixa/Dívida CP	2,9	4,0	4,9	3,2
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	235	454	573	421
FCI	-46	-313	-340	-278
FCF	-5	-38	-254	-129
Δ Caixa	183	102	-21	14



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA022006HE – Evolução do *Spread*



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). Atualmente, a companhia encontra-se em uma fase de elevados investimentos na expansão e modernização de sua infraestrutura operacional.

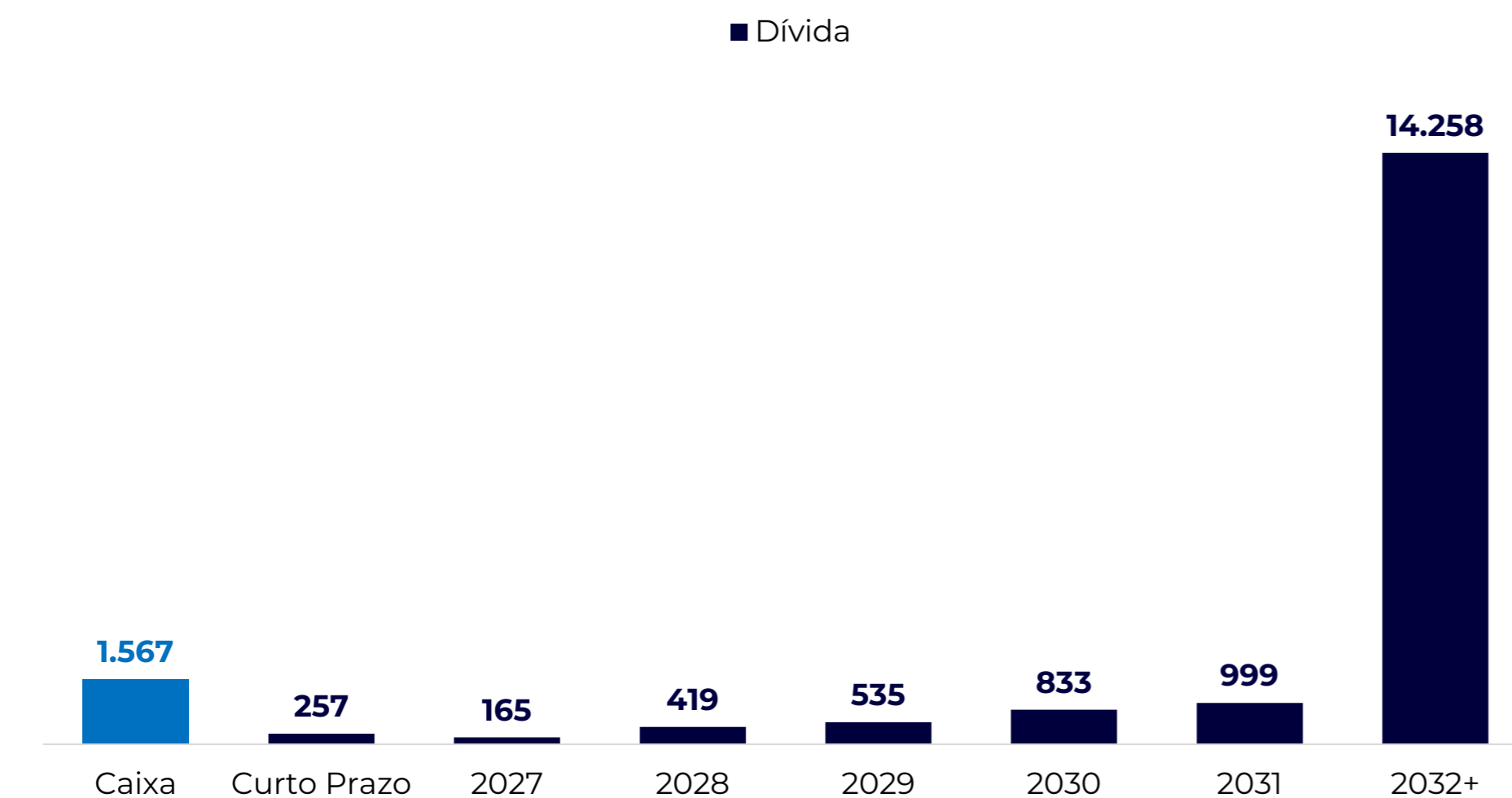
Resultado 2025. Em 2025, as Águas do Rio (SPE 1+ SPE 4) reportaram crescimento de receita de ~10% em ambas as SPEs, impulsionado pelos reajustes tarifários de dez/24, mas a geração operacional foi corroída pela revisão da PECLD — que elevou as perdas esperadas sobre recebíveis para a faixa de 54–55% — e pelo crescimento de custos da ordem de 25%, comprimindo as margens EBITDA em 7–9 p.p. e resultando em prejuízos líquidos de R\$342 milhões (AR1) e R\$242 milhões (AR4); o resultado financeiro negativo consumiu integralmente o EBITDA gerado, enquanto o CAPEX regulatório obrigatório manteve o fluxo de caixa livre negativo, coberto por aportes e linhas de financiamento.

Nossa Visão. A leitura de risco deve ser contextualizada sob a ótica de infraestrutura em maturação: a dívida de longo prazo (prazo médio > 11,5 anos) está alinhada ao ciclo da concessão, o plano de investimentos está totalmente financiando e as medidas de reequilíbrio econômico-financeiro — com desconto permanente na compra de água e reajuste tarifário adicional — trazem fundamento para recuperação da margem operacional. Em paralelo, a inadimplência crônica da base de clientes (PECLD de 54–55% dos recebíveis) permanece, em nossa visão, o principal risco não mitigável da estrutura da concessão.

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)



Pontos Fortes de Crédito

- Horizonte longo de concessão com mecanismos de reequilíbrio econômico-financeiro
- Perfil da dívida alinhado ao ciclo da concessão, cujo resultado operacional está em maturação
- Fontes de funding diversificadas e estruturadas

Pontos de Atenção

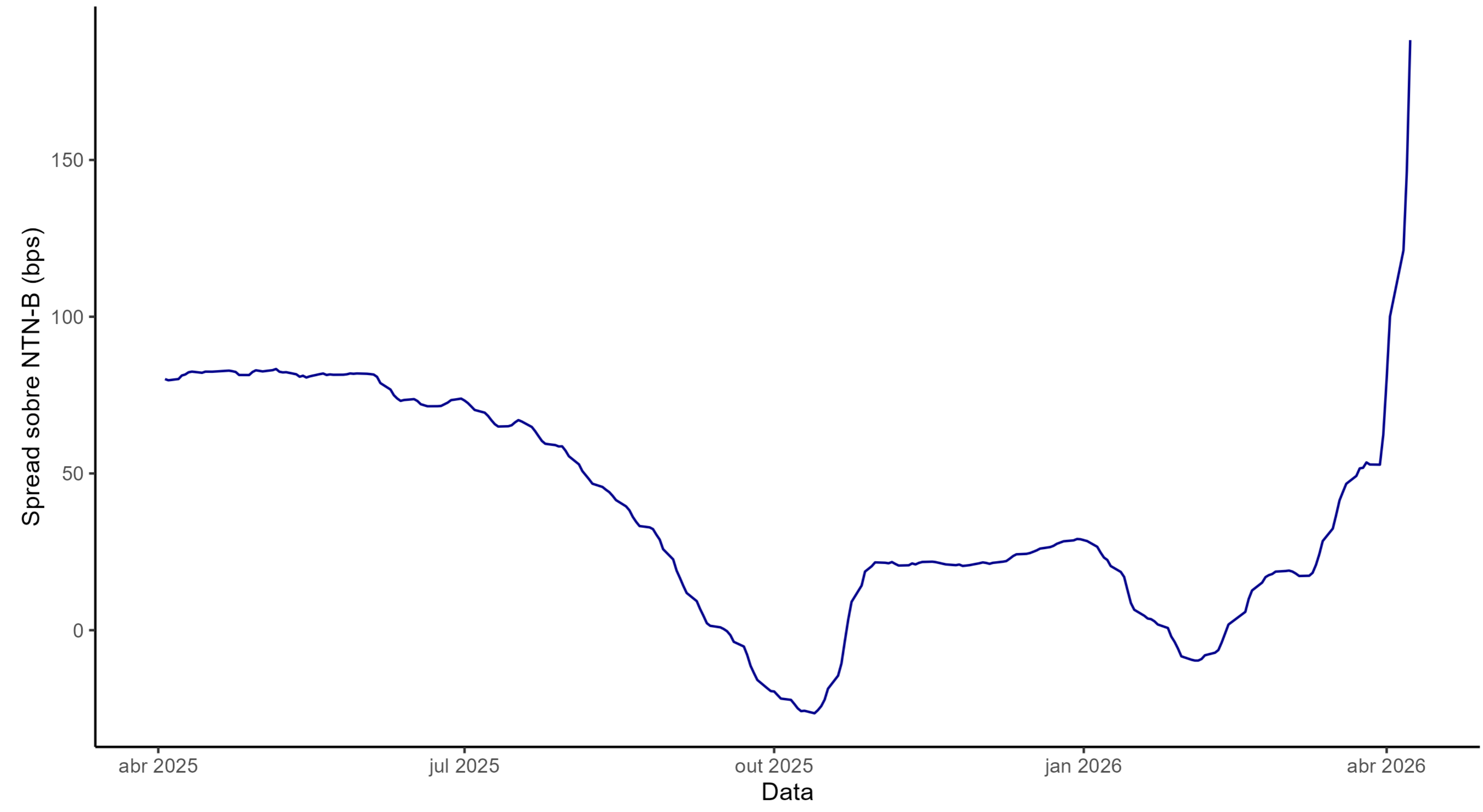
- Inadimplência estrutural, com PECLD em ~55% dos recebíveis
- Cobertura de juros pelo EBITDA pressionada
- Atraso e reapresentação das demonstrações pioram a percepção de risco de falhas de controle

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	Sabesp 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	4.929	6.246	5.288	5.829	22.213
Margem Bruta	18,7%	21,5%	26,5%	17,1%	64,4%
EBITDA (R\$ Mi)	1.416	1.955	1.969	1.674	13.221
Margem EBITDA	28,7%	31,3%	37,0%	28,6%	59,5%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	468	614	-288	-584	8.462
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	7.663	8.089	13.330	14.541	27.771
Dívida Bruta/PL	7.978,5	1,1	2,3	2,5	0,9
Dívida Líquida/EBITDA	5,4	4,1	6,7	8,5	2,2
Ativo CP/ Passivo CP	0,2	0,7	1,4	1,1	1,1
Caixa/Dívida CP	0,0	9,3	4,7	6,1	2,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	-350	-29	211	604	8.362
FCI	-1.082	-1.459	-5.159	-1.339	-13.768
FCF	1.050	2.373	5.610	360	10.323
Δ Caixa	-382	885	662	-376	4.917



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.

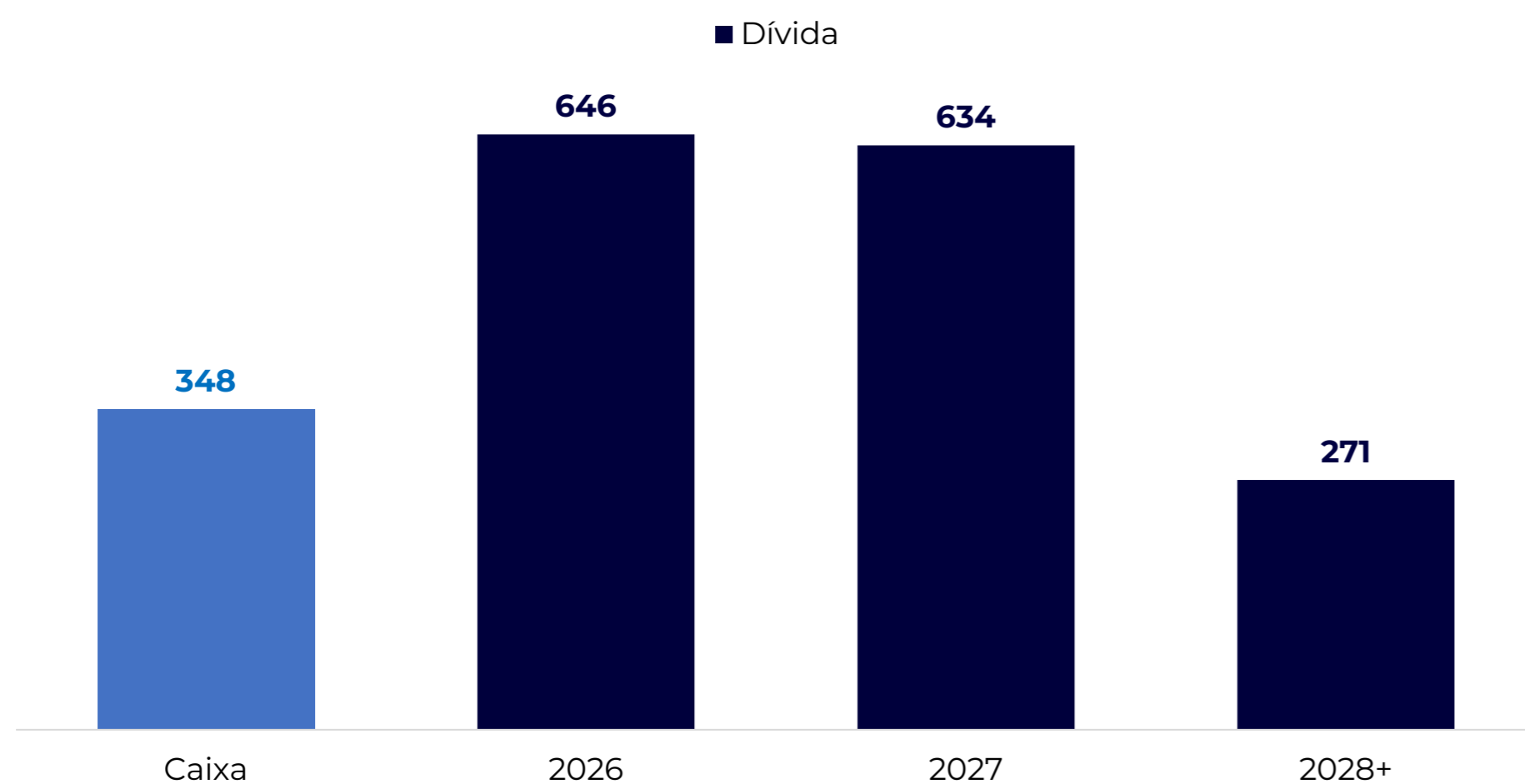
Destaques 2025. A receita líquida recuperou +12% a/a, puxada pelos preços em fertilizantes (~70% da receita), crescimento em químicos (+27% em defensivos, +30% em foliares) e avanço de sementes de milho (+50%), parcialmente compensados por menor demanda em sementes (7%) diante de crédito mais restrito e sementes salvas. A margem EBITDA atingiu 9,4% (+5,2 p.p. a/a). O ciclo financeiro alongou para 88 dias (PMR +45 e PMP -26), pressionando capital de giro, enquanto capex foi reduzido para R\$39 milhões em 2025 (vs. R\$51 milhões em 2024).

Nossa Visão. A Araguaia segue a tendência de recuperação dos resultados, sustentados pela priorização de margens e pela maturação dos ativos inaugurados nos últimos anos, após um ciclo robusto de expansão. Apesar da dinâmica ainda pressionada no mercado de fertilizantes, o cenário aponta para normalização dos preços e demanda favorecida pela safra 2025/26. Para 2026, o foco permanece na maturação dos ativos, ampliação da estrutura de atendimento e preservação de margens, em um ambiente de competição elevada e restrição de crédito ao produtor. A normalização do EBITDA e ROIC acima do custo de capital devem sustentar a desalavancagem gradual, embora a rolagem do CRA e o elevado custo de dívida mantenham atenção sobre a estrutura de capital. Os desdobramentos no conflito do Irã e a limitação nas movimentações pelo estreito de Ormuz podem vir a aumentar volatilidade de preços dos fertilizantes e impactar volumes e margens de vendas.

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

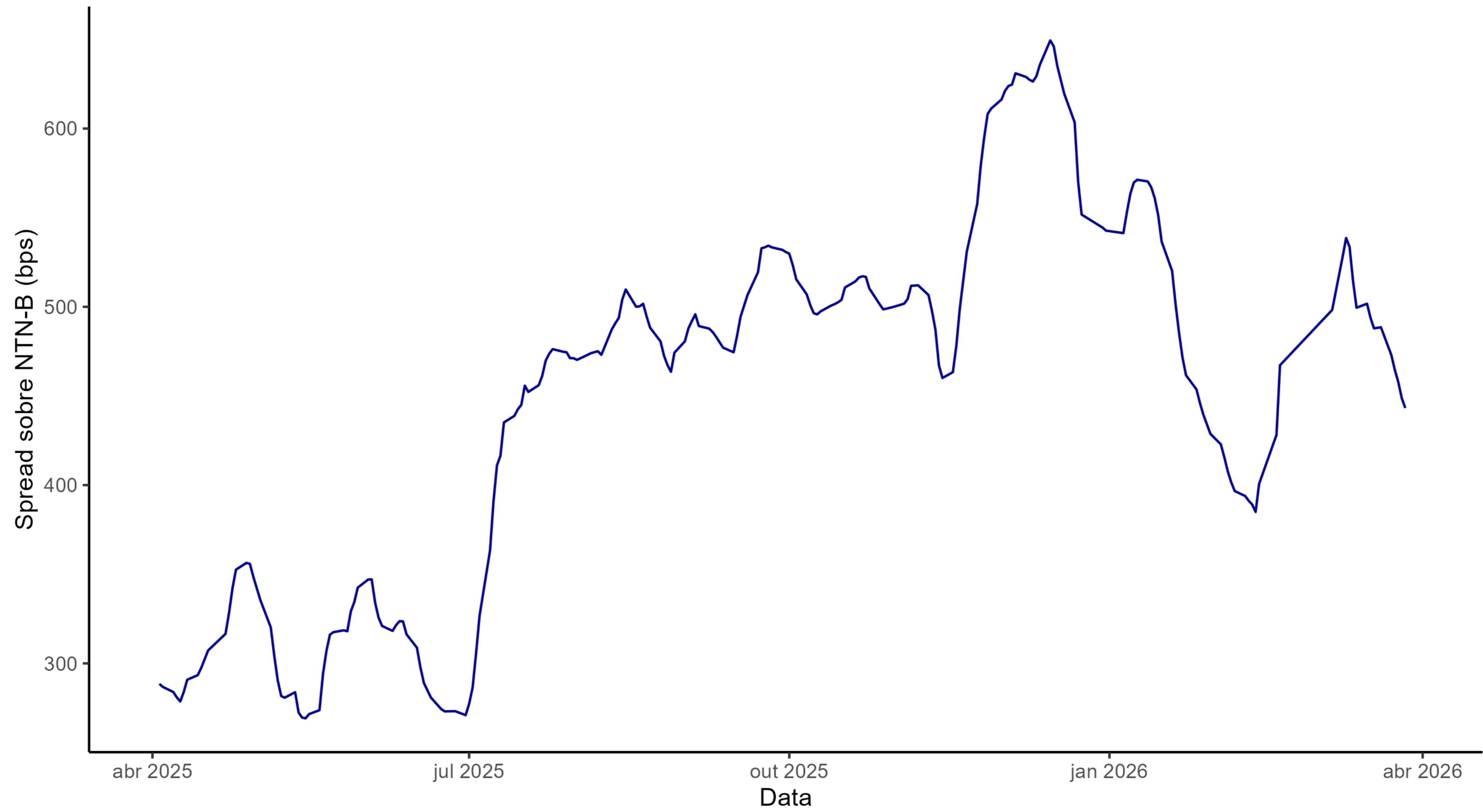
- Demanda parcialmente atrelada à lucratividade do produtor rural;
- Exposição ao preço global da matéria-prima e câmbio;
- Riscos relacionados à cadeia logística, dada a dependência externa;
- Risco de alavancagem – covenant medido no final do ano.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	6.864	4.922	3.816	4.258
Margem Bruta	17,8%	9,3%	12,2%	15,7%
EBITDA (R\$ Mi)	869	-12	161	399
Margem EBITDA	12,7%	-0,3%	4,2%	9,4%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	515	-194	-86	501
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	1.223	637	536	1.054
Dívida Bruta/PL	1,9	2,5	1,8	1,4
Dívida Líquida/EBITDA	1,4	-	3,3	2,6
Ativo CP/ Passivo CP	1,6	1,8	1,4	1,4
Caixa/Dívida CP	0,9	2,8	1,8	0,5
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	-298	1.186	387	-379
FCI	-178	-214	-51	-39
FCF	523	-244	-783	60
Δ Caixa	46	729	-447	-358



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



Armac

Perfil. A Armac é líder nacional na locação de máquinas pesadas e serviços especializados, com forte presença nos setores de infraestrutura, mineração, agronegócio e logística. A companhia opera com mais de 11 mil equipamentos e estrutura robusta de manutenção, incluindo o maior complexo de oficinas da América Latina.

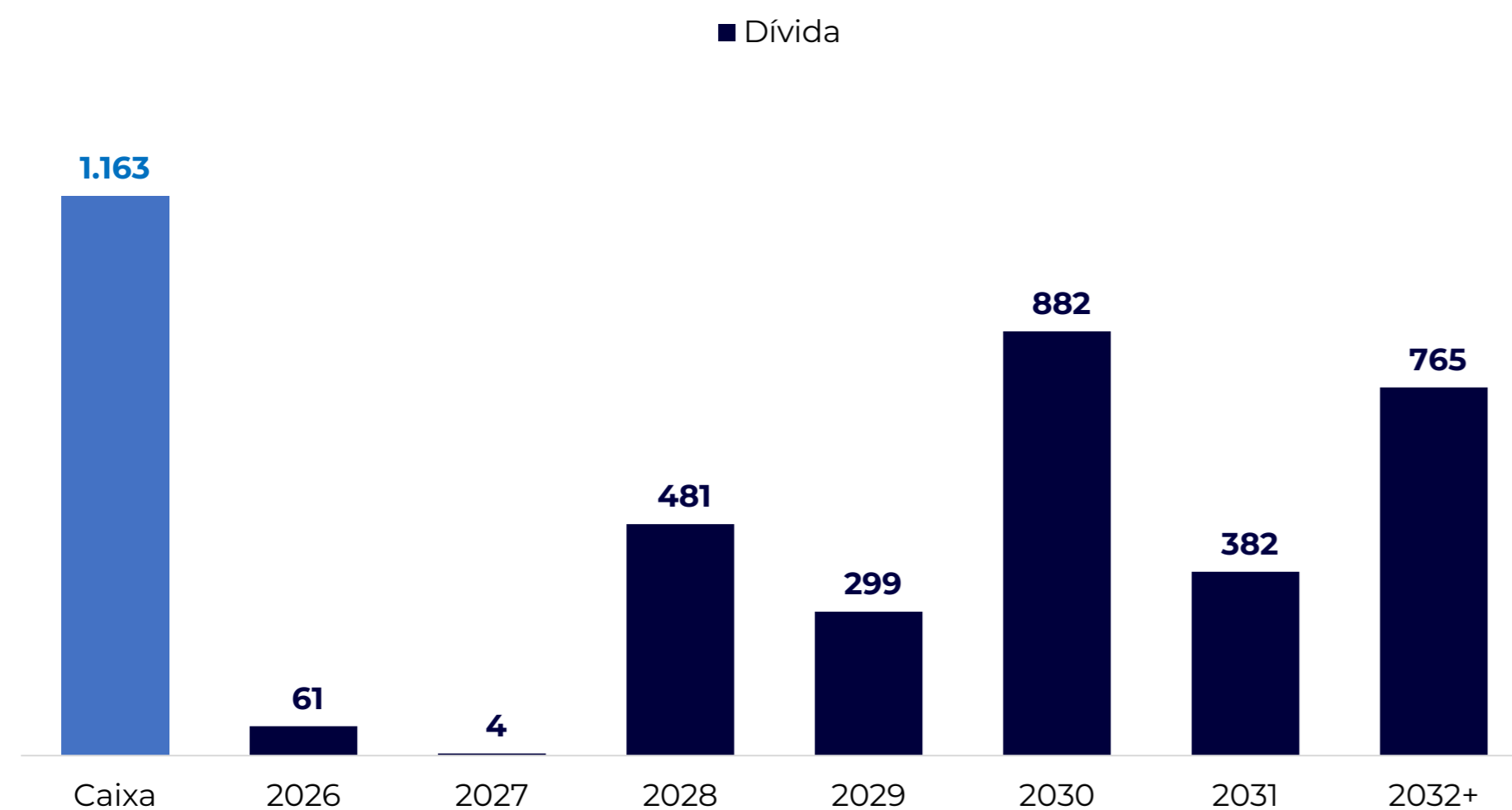
Destaques 2025. A receita líquida de 2025 (-3,3% vs. 2024) foi impactada pela queda na atividade de locação (R\$1,7 bilhão; -4,2%), devido à desmobilização de contratos de menor retorno e sazonalidade negativa no *spot*, parcialmente compensada por reajustes e redução de glosas, enquanto a venda de ativos acelerou (R\$336 milhões; +142,6%) com a consolidação dos seminovos. A frota média cresceu 11,9% para 12.587 equipamentos e a utilização atingiu 72% no 4T25 (-1,7 p.p.), após o aumento do CAPEX de expansão em mobilização. A margem bruta avançou 2,4 p.p. para 57,3% com queda de 8,4% nos custos de serviços e ganhos de eficiência. A Margem EBITDA de Locação Ajustada subiu 1,9 p.p. para 47,0% sustentada por renegociações, desmobilização de contratos menos rentáveis, redução de estrutura e rigor orçamentário. Já o EBITDA Ajustado consolidado somou R\$717 milhões (-2,4%), com margem consolidada de 38,0% (-3,6 p.p.), refletindo maior peso das vendas de ativos e efeitos de custos/SG&A fora da locação, além de impacto de consórcios (-R\$34 milhões).

Nossa Visão. Apesar da deterioração das margens, a liquidez de curto prazo é sólida, enquanto a alavancagem segue estável. A companhia sinaliza foco em preservação de margens, disciplina de capital de giro e desalavancagem em 2026.

Acionistas. Controladores (50,2%), Gávea Investimentos (25,0%), Opportunity (8,0%), Outros (16,8%)

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

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Armac, Mills, Vamos e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Contratos de longo prazo e prestação de serviços integrada;
- Liquidez adequada e perfil de dívida alongado.

Pontos de Atenção

- Segmento intensivo em capital;
- Impacto dos juros em novos projetos e demanda por veículos.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	952	1.361	1.766	1.888
Margem Bruta	47,0%	46,1%	40,5%	34,0%
EBITDA (R\$ Mi)	435	606	735	717
Margem EBITDA	45,7%	44,5%	41,6%	38,0%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	149	163	176	74
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	1.126	1.321	1.749	1.694
Dívida Bruta/PL	1,8	1,7	1,8	2,1
Dívida Líquida/EBITDA	2,5	2,1	2,3	2,4
Ativo CP/ Passivo CP	3,3	1,6	2,2	2,6
Caixa/Dívida CP	16,6	2,8	12,7	19,1
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	-694	126	36	451
FCI	-91	-11	-24	-23
FCF	53	-356	-180	112
Δ Caixa	729	-447	86	13

Mills 2025	Vamos 2025
1.838	5.756
62,7%	52,4%
941	3.635
51,2%	63,2%
301	319
Dívida e Liquidez	
1.185	11.808
1,1	6,5
1,3	3,2
2,2	1,9
7,2	2,8
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)	
306	-875
-232	-54
-253	1.101
-179	172



Arteris

Perfil. A Arteris é um dos principais operadores de concessão de rodovias pedagiadas no país, com duas concessões estaduais em São Paulo e quatro concessões federais que abrangem os estados do Rio de Janeiro, São Paulo, Minas Gerais, Paraná e Santa Catarina, totalizando a gestão de 2.600 quilômetros de estradas. Cerca de 70% do tráfego é composto por veículos pesados, principalmente vinculados ao agronegócio e à indústria. 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, Curitiba e Florianópolis – e servindo como importantes rotas para produtos destinados a parceiros comerciais do Mercosul.

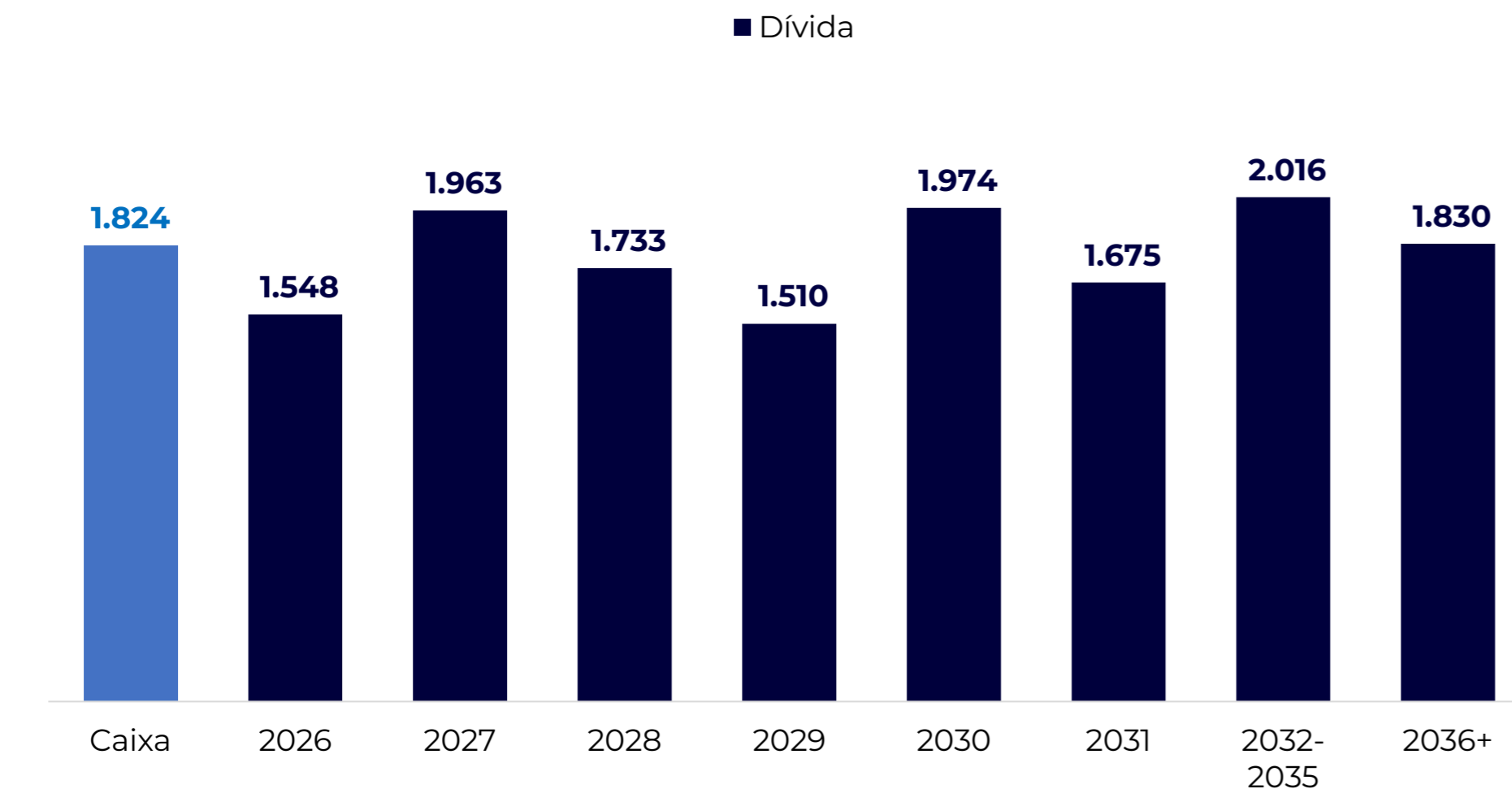
Destaques 2025. O EBITDA ajustado somou R\$3,3 bilhões (-15% a/a), com recuo de 2,8 p.p. a/a na margem, por efeitos não recorrentes, apesar do aumento de tráfego e recomposição de equilíbrio econômico-financeiro em 2025. A repactuação da Fluminense com extensão de 22 anos, gerou reversão de R\$1,2 bilhão em *impairment* e novo ciclo de receitas. No período, ainda houve a perda do leilão do ativo Fernão Dias (receita de ~R\$540 milhões anuais), sua transferência foi definida para abr/26.

Nossa Visão. Risco moderado. Reflete a combinação de concessões rodoviárias com receitas previsíveis e margem EBITDA elevada (77%), porém com alavancagem persistentemente alta (acima de 3,5x) e com pesado ônus financeiro (despesas financeiras da ordem de R\$1,3 bilhão anuais). O cenário é de intenso ciclo de capex, resultando em queima de caixa e dependência de refinanciamento contínuo. A perda da Fernão Dias reduz a base de geração de caixa de um ativo já estabilizado.

Acionistas. Partícipes 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 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	2022	2023	2024	2025	Ecorodovias 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	3.108	3.771	4.846	4.265	7.406
Margem Bruta	33,6%	41,2%	37,7%	31,0%	60,3%
EBITDA (R\$ Mi)	598	2.751	3.869	3.283	5.571
Margem EBITDA	19,2%	73,0%	79,8%	77,0%	75,2%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	-1.620	-442	-841	216	853
Dívida e Líquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	9.406	10.716	11.828	11.924	21.364
Dívida Bruta/PL	2,3	2,8	4,1	3,8	6,0
Dívida Líquida/EBITDA	4,3	3,9	3,1	3,6	3,8
Ativo CP/ Passivo CP	0,9	0,6	1,1	0,8	1,5
Caixa/Dívida CP	1,3	1,1	2,0	1,0	2,7
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	1.164	1.452	1.151	1.435	4.809
FCI	-2.082	-2.315	-1.814	-1.411	-6.881
FCF	809	525	1.690	332	2.989
Δ Caixa	-109	-338	1.027	356	917



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.

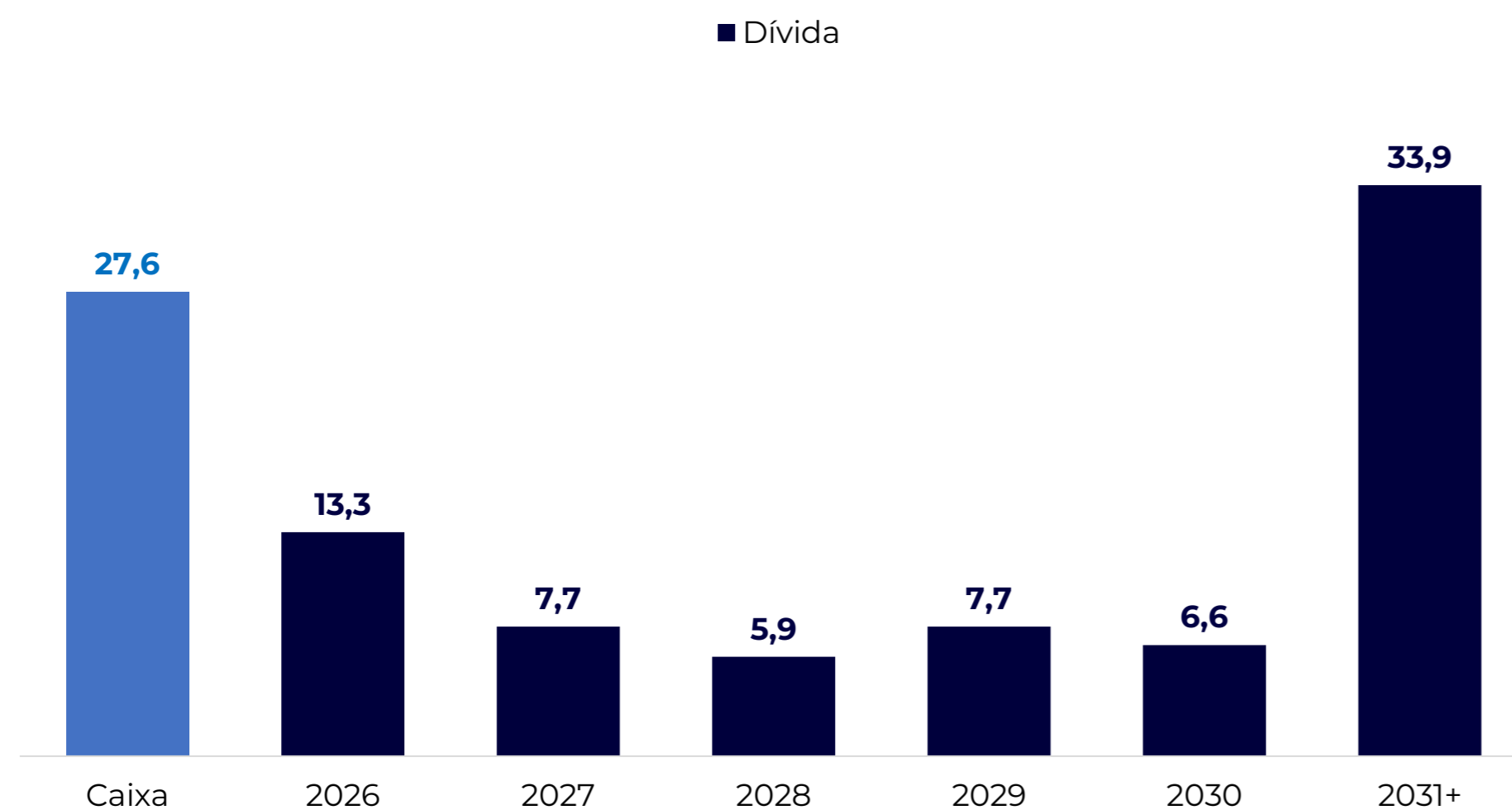
Destaques 2025. A companhia retomou maior volume de investimentos nos ativos core, com destaque para a participação nos últimos leilões de transmissão e para a adequação da política de comercialização de energia, tanto no mercado spot quanto no mercado futuro.

Nossa Visão. Desde a privatização, a companhia vem conduzindo um processo de simplificação e otimização do portfólio. Em 2025, houve avanços relevantes, incluindo um novo acordo com o governo federal para composição do conselho e a venda ou troca de operações com participações minoritárias. Também foi anunciada a venda da Eletronuclear para a J&F, retirando do portfólio um ativo com desenvolvimento incerto, elevado capex e obrigações relacionadas à assunção de dívidas e garantias.

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 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

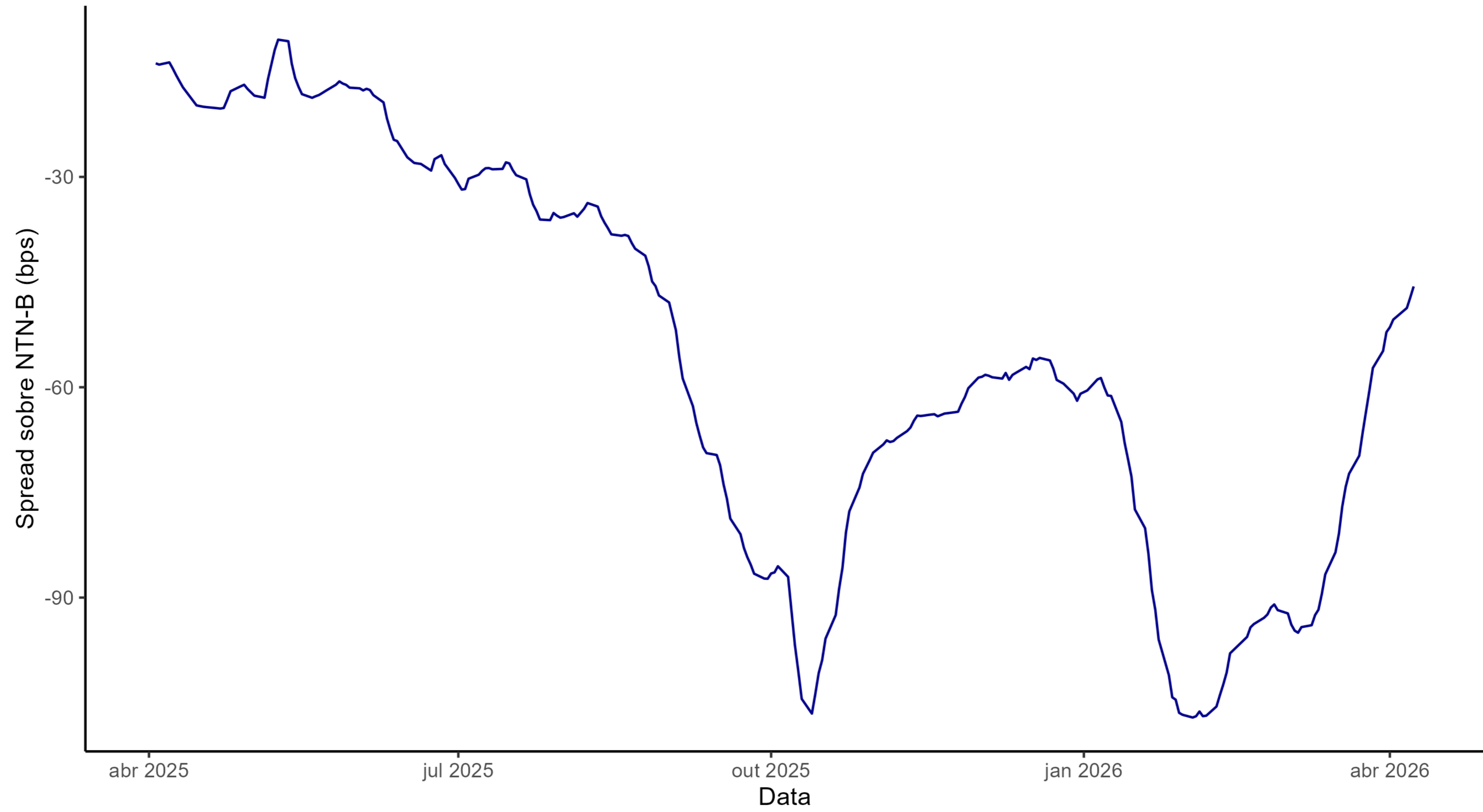
- Desafios quanto à gestão da dívida e necessidade de financiamento dos investimentos, ainda que tenha bom acesso ao mercado de dívida e forte geração de caixa;
- Plano de investimentos irá pressionar o fluxo de caixa livre.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	Eneva 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	34.074	37.977	40.735	36.217	18.416
Margem Bruta	53,5%	48,7%	44,3%	51,3%	29,3%
EBITDA (R\$ Mi)	11.398	20.458	24.235	19.666	6.507
Margem EBITDA	33,5%	53,9%	59,5%	54,3%	35,3%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	3.638	4.715	8.796	4.764	1.692
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	34.763	40.130	37.671	46.484	16.955
Dívida Bruta/PL	0,5	0,5	0,6	0,6	0,9
Dívida Líquida/EBITDA	3,0	1,8	1,5	2,4	2,6
Ativo CP/ Passivo CP	1,9	1,8	2,1	1,7	1,1
Caixa/Dívida CP	3,2	1,5	2,3	19,6	3,5
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	812	8.235	12.386	14.510	5.105
FCI	-33.981	-2.316	-5.596	-3.710	-5.782
FCF	31.212	-6.755	9.801	-19.091	-1.075
Δ Caixa	-1.957	-836	16.591	-8.291	-1.751



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).

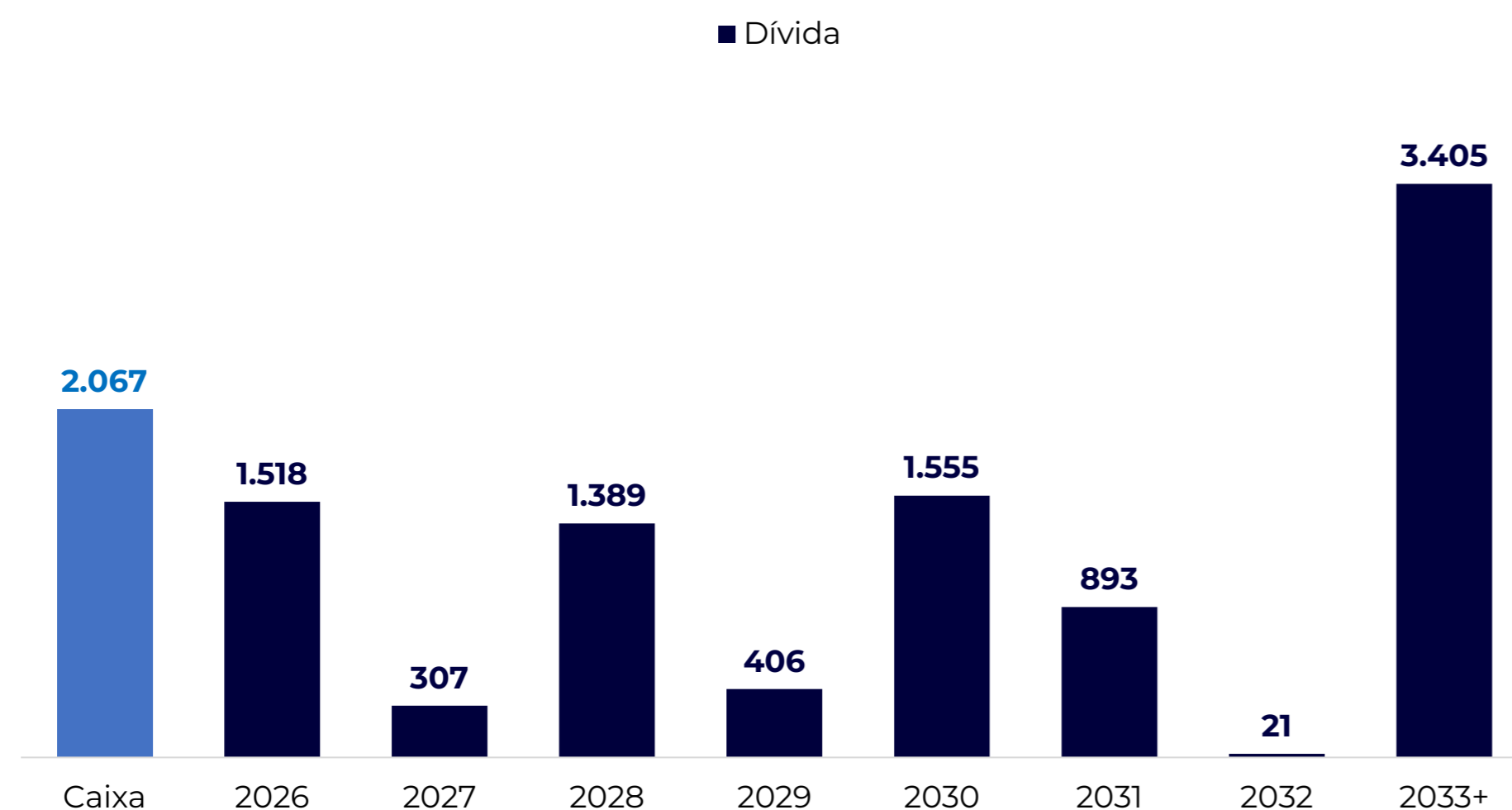
Destaques 2025. A queda da receita líquida (-8,6% a/a) foi influenciada pela queda nos *spreads* petroquímicos internacionais (PE EUA -10%, nafta -14%) e menores volumes de vendas no Brasil (-5% em resinas) e no México (-16%). Prejuízo líquido consolidado de ~R\$11,0 bilhões (vs. R\$12,1 bilhões em 2024) foi agravado por provisão para não realização de ativo fiscal diferido de R\$11,1 bilhões e *impairment* da Braskem Idesa de R\$1,4 bilhão (sem efeito na liquidez). A Braskem Idesa deixou de pagar juros dos bonds 2029 (nov/25) e 2032 (fev/26), com reclassificação de R\$12,1 bilhões para o passivo circulante da subsidiária.

Nossa Visão. Risco elevado e perspectiva negativa. A avaliação reflete (i) alavancagem elevada (14,74x), decorrente da piora operacional; (ii) cobertura de juros abaixo de 1,0x, indicando que o EBITDA corrente não é suficiente para honrar os juros da dívida; e (iii) consumo de caixa operacional de R\$4,2 bilhões no consolidado. Por outro lado, a Companhia mantém posição de caixa de US\$2,1 bilhões (reforçada pelo saque do *standby*), seus financiamentos e debêntures não foram impactados pelo *cross-default* da Braskem Idesa, e há medidas regulatórias de proteção setorial (*antidumping*, REIQ ampliado, PRESIQ a partir de 2027).

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

Rating. Fitch: CC(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

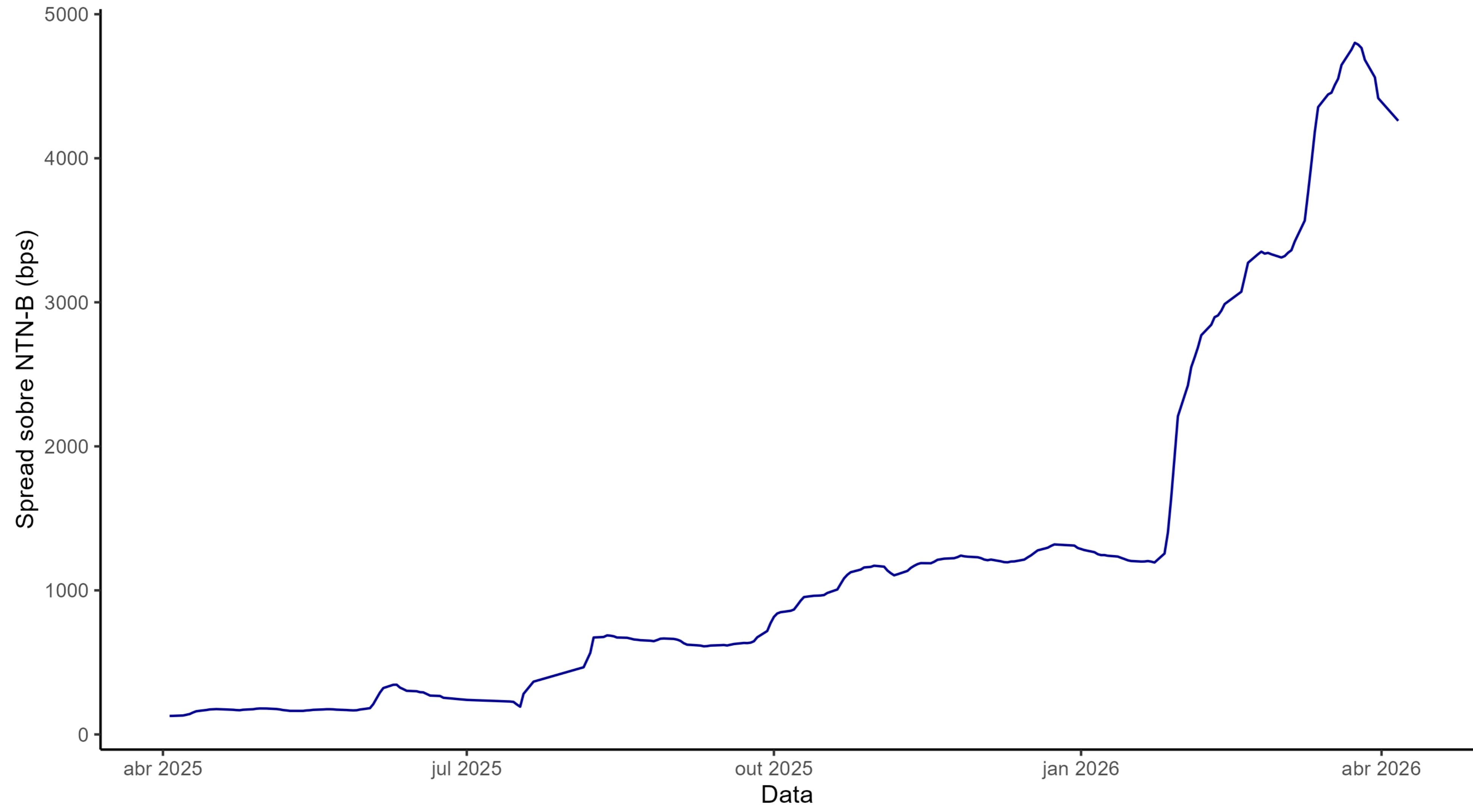
- Exposição à ciclicidade de preços das *commodities* petroquímicas;
- Condições da indústria petroquímica continuam desafiadoras devido ao crescimento da oferta e demanda limitada;
- Alavancagem elevada;
- Riscos ambientais podem resultar em multas, processos e revisões de passivos, afetando capacidade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

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	Unipar 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	96.519	70.569	77.411	70.717	5.143
Margem Bruta	11,8%	4,3%	7,7%	2,2%	28,5%
EBITDA (R\$ Mi)	10.571	3.737	5.759	3.156	1.110
Margem EBITDA	11,0%	5,3%	7,4%	4,5%	22,0%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	-821	-4.890	-11.320	-9.879	482
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	23.250	24.625	38.205	40.507	2.438
Dívida Bruta/PL	5,8	12,8	-	-	2,2
Dívida Líquida/EBITDA	2,4	8,1	7,4	14,7	1,9
Ativo CP/ Passivo CP	1,4	1,5	1,3	0,8	2,3
Caixa/Dívida CP	9,0	18,7	13,4	1,4	4,7
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	8.952	-2.273	2.434	-4.198	1.109
FCl	-4.947	-4.446	-3.484	-2.869	-1.076
FCF	225	8.874	470	3.176	-585
Δ Caixa	4.230	2.154	-580	-3.891	-552



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



Brava

Perfil. Criada a partir da incorporação da Enauta pela 3R, possui 51 concessões de óleo e gás *onshore* (26% da receita líquida) e *offshore* (37% da RL) em seis bacias localizadas em BA, CE, ES, RJ e RN. Além disso, conta com operações de *mid* e *downstream*, que representam 37% da RL.

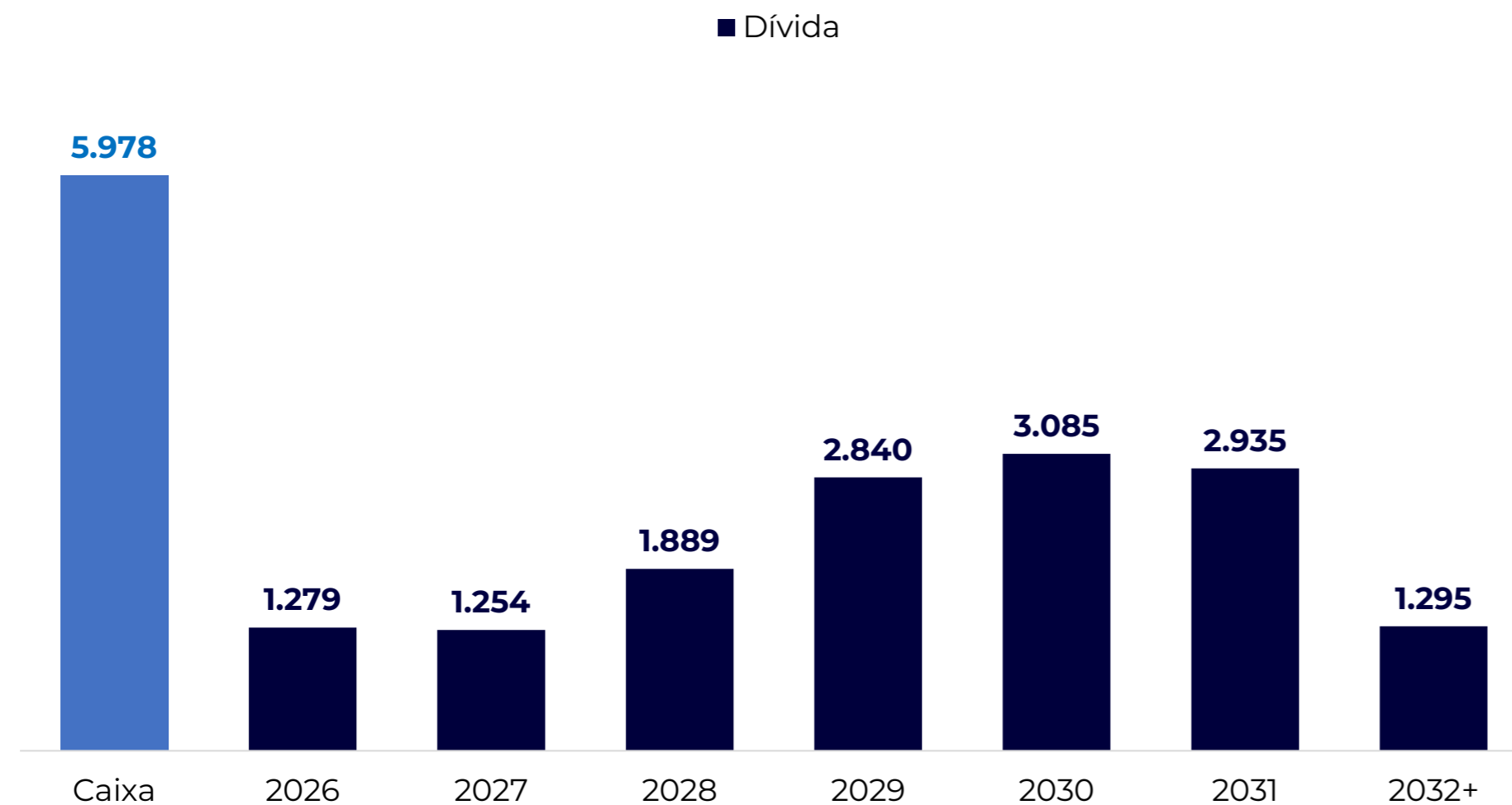
Destaques 2025. A produção média foi de 81,3 kboe/d (+46% a/a) e a receita avançou 15% a/a, apesar do Brent menor (US\$61,8/bbl, -19% A/A). O crescimento de volumes offshore (Atlanta e Papa-Terra em máximos históricos) e resiliência *onshore* (33,4 mil boe/d mesmo com *capex* menor) compensaram preços mais baixos. O CPV subiu 16% a/a, comprimindo a margem bruta. Já a queda de custos unitários (*lifting cost* médio a US\$14,9/boe; offshore US\$13,4/boe) e G&A menor (-33% A/A; ~R\$0,6-0,7 bilhão) sustentaram a rentabilidade. O EBITDA ajustado atingiu R\$4,5 bilhões (+29% A/A), com margem de 38,8% (+4 p.p.), refletindo maior escala e normalizações operacionais.

Nossa Visão. Melhorias operacionais devem contribuir para redução do *lifting cost*, tendo ainda como destaque as medidas em curso de *liability management*. Principais pontos de atenção: endividamento ainda elevado, reflexo da dívida oriunda da fusão com a 3R; paralisações parciais dos campos para readequações; e *lifting cost* superior no relativo de outras operadoras. Entre os pontos positivos, destacam-se maior alavancagem operacional com entrada de produção de novos campos e execução do processo de *liability management*.

Acionistas. Bradesco (12,2%), Somah Printemps (7,0%), Jive (6,9%), Yellowstone (6,9%), Covas (5,1%), *free-float* (61,9%)

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

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Brava, PetroRecôncavo, Prio e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Economias de escala e ganhos de produção com a incorporação de novos campos;
- Manutenção do *brent* em patamares superiores a US\$80 dólares favorecem processo de desalavancagem.

Pontos de Atenção

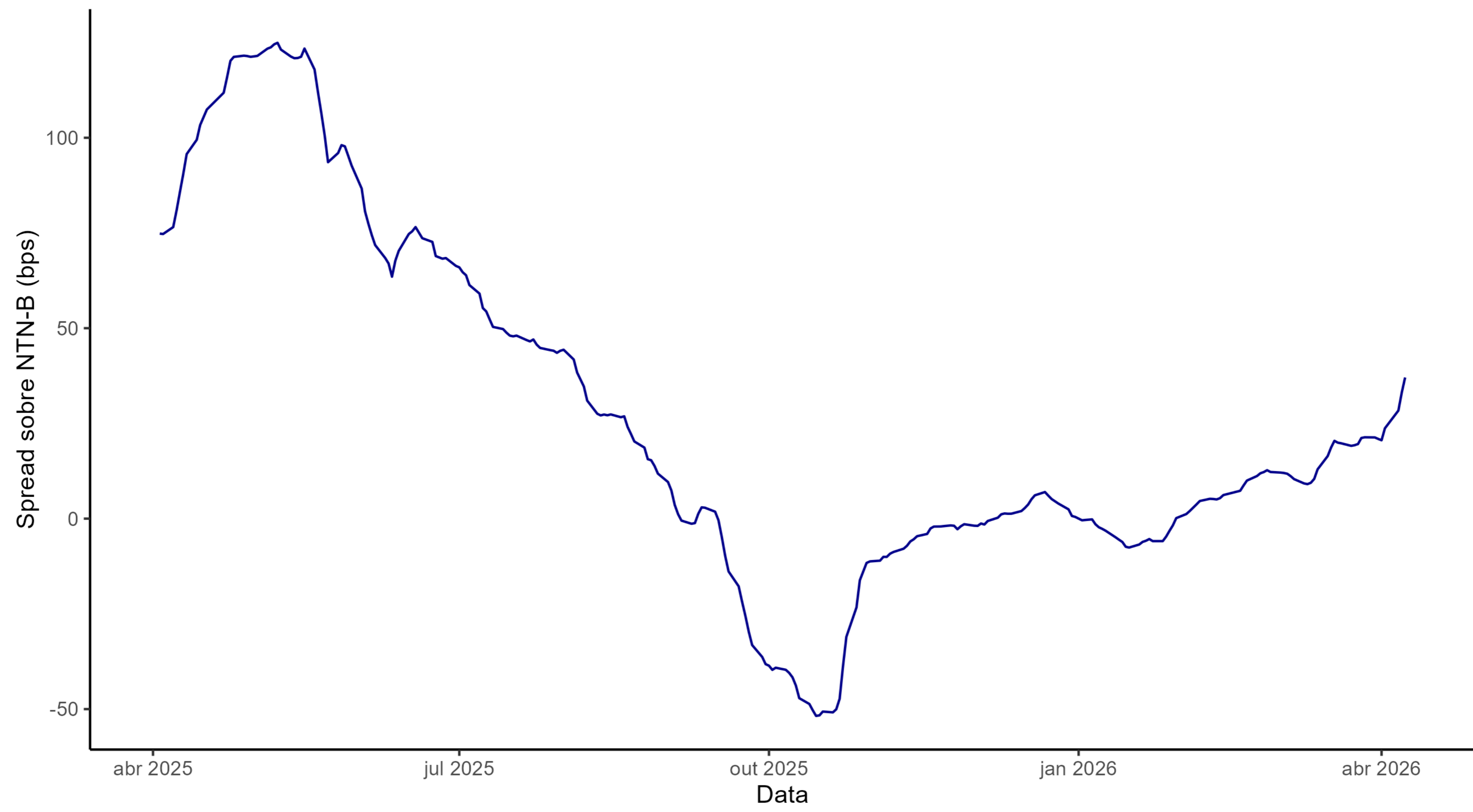
- Entrada em novos projetos, pode postergar desalavancagem;
- Interrupções de produção em ativos e riscos regulatórios relativos a concessão de licenças.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	PetroRecôncavo 2025	Prio 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	1.722	5.620	10.096	11.623	3.158	13.830
Margem Bruta	51,5%	31,3%	27,5%	26,7%	32,3%	28,2%
EBITDA (R\$ Mi)	710	1.880	3.508	4.508	1.443	7.664
Margem EBITDA	41,2%	33,5%	34,7%	38,8%	45,7%	55,4%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	128	425	-1.133	1.411	638	2.251
Dívida e Líquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	220	4.803	12.064	7.602	1.480	23.713
Dívida Bruta/PL	0,4	1,2	0,4	0,3	0,7	1,1
Dívida Líquida/EBITDA	0,3	2,4	2,8	2,1	1,1	2,3
Ativo CP/ Passivo CP	1,8	1,2	1,7	1,4	3,5	1,8
Caixa/Dívida CP	1,0	1,5	4,8	4,7	25,0	2,3
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	90	1.009	1.854	4.872	1.504	8.172
FCI	-2.599	-6.147	-1.745	-3.368	-1.639	-17.195
FCF	957	8.691	1.373	-1.722	712	8.428
Δ Caixa	-1.551	3.553	1.482	-218	577	-595



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima ENAT11 – Evolução do *Spread*



C.Vale

Perfil. A C.Vale está entre as maiores cooperativas agrícolas do Brasil, com atuação nas cadeias de soja, milho, trigo, mandioca, leite, aves, peixe e suínos, além de prestação de serviços de assistência comercial, agrônômica, veterinária e concessão de crédito aos associados.

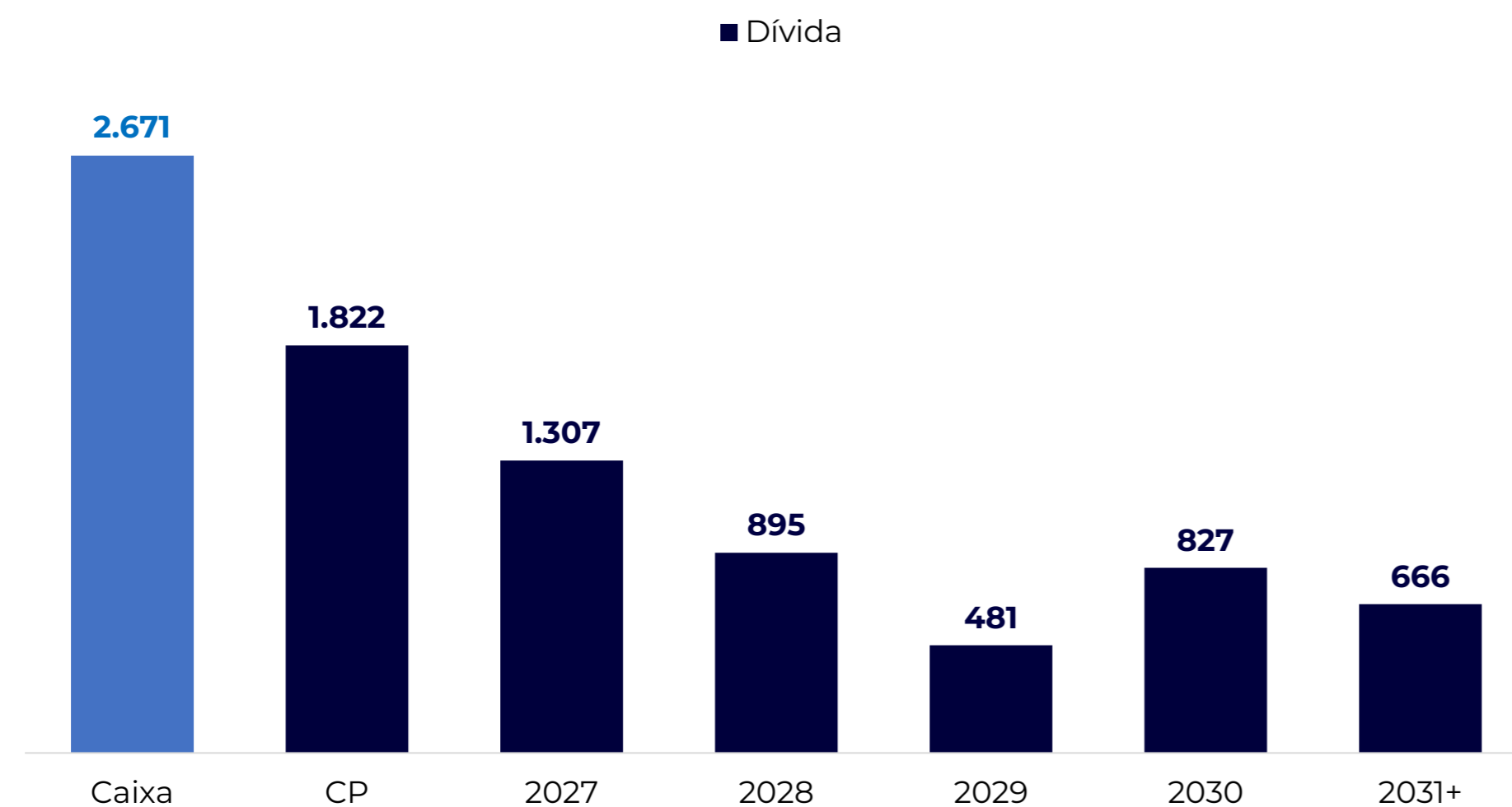
Destaques 2025. A receita líquida cresceu 16,8% a/a, impulsionada por maiores volumes de grãos (milho e soja) e avanços em peixes e termoprocessados. A margem EBITDA aumentou +0,4 p.p., refletindo menor despesa operacional apesar de queda na margem bruta. O fluxo de caixa livre foi negativo em R\$588 milhões, diante de consumo de capital de giro, capex de R\$835 milhões e despesas financeiras de R\$623 milhões.

Nossa Visão. Risco moderado. Apoiada pela estabilidade das margens operacionais nos últimos dois anos, escala operacional (entre as 5 maiores cooperativas agrícolas do Brasil) e ampla oferta de produtos e serviços aos cooperados. Do lado financeiro, a expectativa é de maior uso de instrumentos de dívida de longo prazo, contribuindo para alongar o passivo e fortalecer a liquidez. Por outro lado, a geração de caixa deve permanecer pressionada em função da continuidade do capex voltado à expansão de grãos e termoprocessados, somada à maior exposição à ciclicidade de *commodities*. Vemos como positivo ampliação do *mix* de produtos processados – com potencial de reduzir a volatilidade de margens e na continuidade do crescimento de base de cooperados e volumes. manutenção de investimentos ainda elevados e alavancagem em patamares acima de 2,0x são pontos de monitoramento e que justificam a perspectiva neutra.

Acionistas. 29 mil associados em 2024.

Rating. —

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: C.Vale e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Escala e expansão de associados;
- Diversificação de segmentos;
- Verticalização e industrialização de insumos agrícolas.

Pontos de Atenção

- Liquidez pressionada;
- Exposição a riscos sanitários e a protecionismo tarifário;
- Impactos ambientais, tais como estiagem, afetam o volume recebido;
- Competição frente a outras cooperativas.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	19.896	20.528	17.427	20.348
Margem Bruta	17,2%	14,5%	15,7%	14,7%
EBITDA (R\$ Mi)	1.255	1.093	1.215	1.503
Margem EBITDA	6,3%	5,3%	7,0%	7,4%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	578	435	523	663
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	3.256	2.739	2.814	3.506
Dívida Bruta/PL	1,4	1,1	1,1	1,2
Dívida Líquida/EBITDA	2,6	2,5	2,3	2,3
Ativo CP/ Passivo CP	1,3	1,5	1,5	1,7
Caixa/Dívida CP	0,6	0,8	1,0	1,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	296	1.296	788	471
FCI	-698	-926	-726	-835
FCF	554	-624	425	1.087
Δ Caixa	152	-254	488	722



Cerradinho

Perfil. A Cerradinho Bioenergia é um grupo sucroenergético integrado com operações em cana-de-açúcar (CerradinhoBio, Chapadão do Céu/GO) e milho (Neomille, Chapadão do Céu/GO e segunda planta em Maracaju/MS desde jan/24). 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.

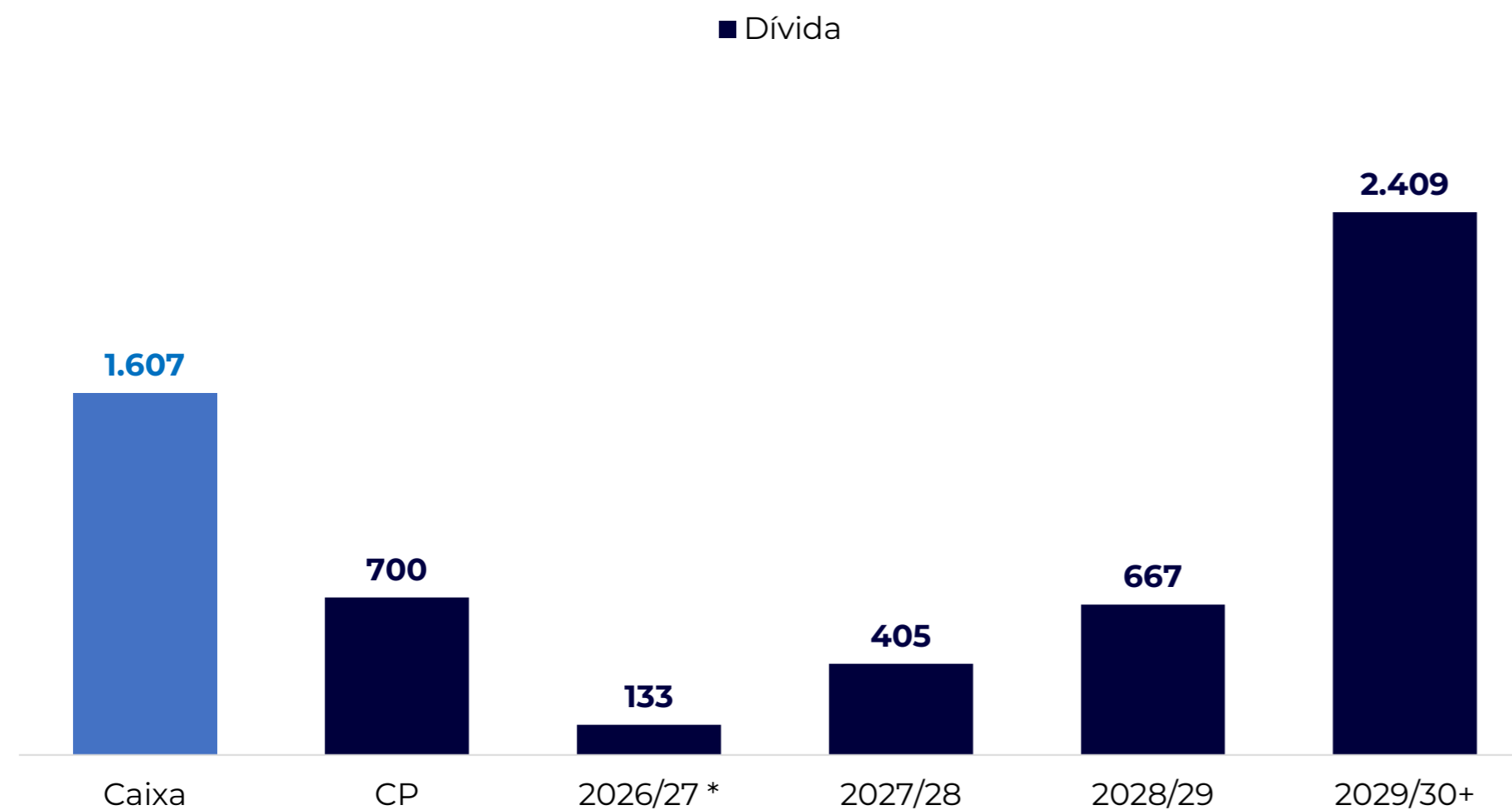
Destaques do 3T da safra 25/26. Melhores margens de venda do etanol, pela recuperação da paridade do biocombustível e pelo crescimento dos volumes – beneficiados pelo início do E30 em agosto – sustentaram a expansão das margens e a geração de caixa operacional. Alívio na geração de caixa após concluir os principais investimentos relacionados à construção da usina de milho em Maracaju e às duas fases da operação de açúcar.

Nossa Visão. Forte geração operacional, combinada com alavancagem em queda (1,74x DL/EBITDA), dívida 100% em moeda local com 84% no longo prazo, e liquidez confortável. A alavancagem, no entanto, deve acelerar no final da safra com a liberação dos estoques de etanol formados para venda na entressafra. Em agosto de 2025, a companhia anunciou um projeto de expansão da unidade de milho em Goiás, com investimentos totais de R\$140 milhões, que não devem pressionar as métricas de crédito. A perspectiva é positiva dada a conclusão de expansões industriais (açúcar VHP) e a aprovação de *funding* BNDES de longo prazo. Os principais pontos de atenção são: (i) FCO pressionado pelo acúmulo estratégico de estoques; (ii) a concentração de clientes (~53% nos 4 maiores); e (iii) a exposição a *commodities* e riscos climáticos inerentes ao setor.

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.

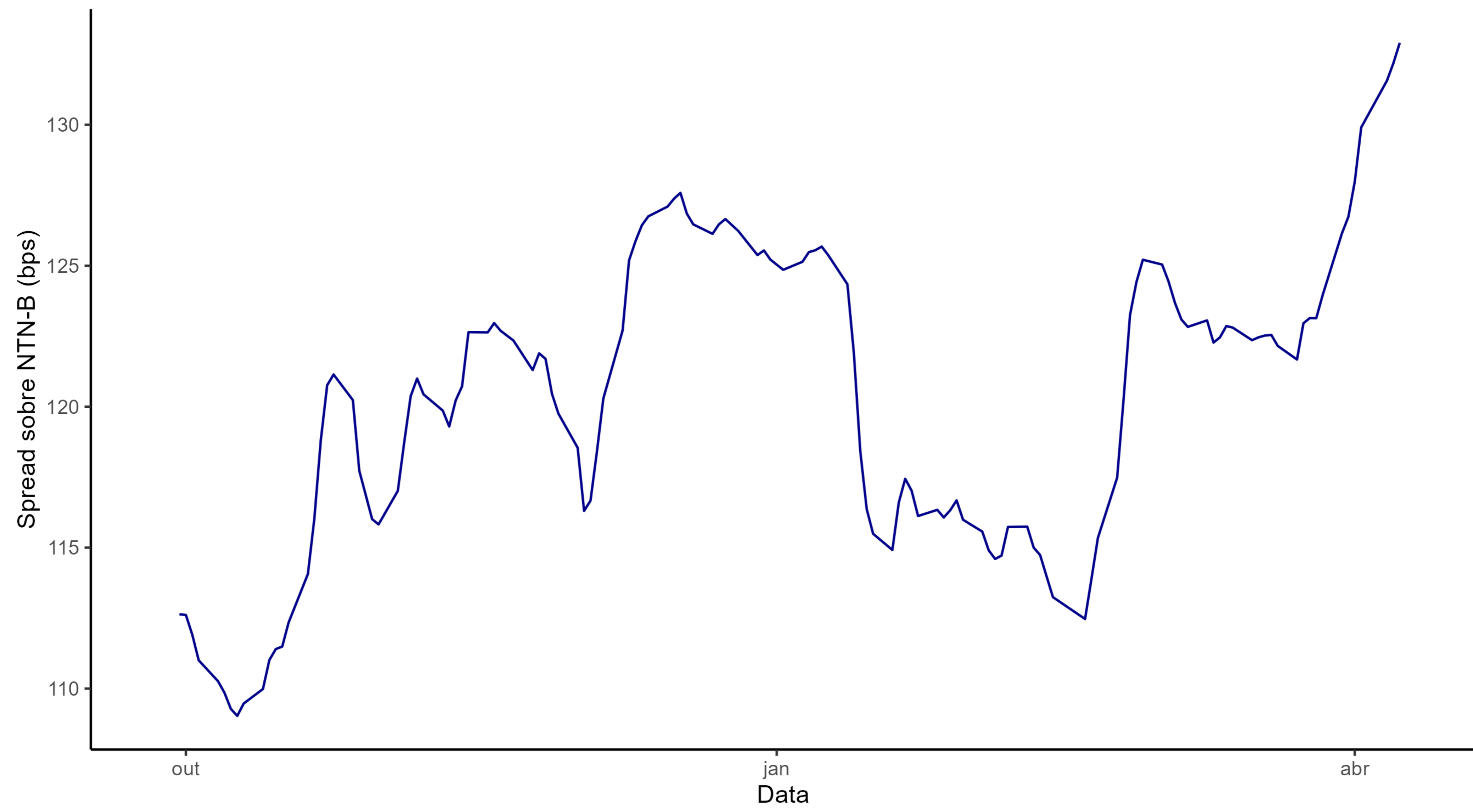
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	SF22/23	SF23/24	SF 24/25	3T25/26 UDM	FS 3T25/26	Raízen 3T24/25
Receita Líquida (R\$ Mi)	2.477	2.574	3.712	4.237	12.897	215.705
Margem Bruta	25,3%	13,2%	27,3%	31,3%	30,2%	4,3%
EBITDA (R\$ Mi)	798	604	1.134	1.453	3.445	8.905
Margem EBITDA	32,2%	23,5%	30,6%	34,3%	26,7%	4,1%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	243	40	197	326	1.526	-27.458
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	1.559	1.670	2.285	2.524	9.513	55.322
Dívida Bruta/PL	2,2	2,5	2,7	2,3	47,0	-
Dívida Líquida/EBITDA	2,0	2,8	2,0	1,7	2,8	5,3
Ativo CP/ Passivo CP	2,5	2,0	1,8	2,1	2,2	1,8
Caixa/Dívida CP	3,2	2,4	2,1	2,2	1,8	2,1
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	210	1.101	447	920	1.318	10.535
FCI	-774	-409	-618	-273	-169	-3.714
FCF	638	-207	-68	-47	1.462	5.084
Δ Caixa	74	484	-239	600	2.612	11.905

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 CERR18 – Evolução do *Spread*



Colombo

Perfil. A Colombo é uma processadora de cana-de-açúcar que opera 3 usinas no Interior de São Paulo. As unidades possuem uma capacidade consolidada de moagem de 12 milhões de toneladas por ano. A companhia comercializa sua produção de açúcar sob a marca Caravelas e white label para diversas redes varejistas, além de atuar em produção de açúcar VHP (exportação), etanol e cogeração de energia.

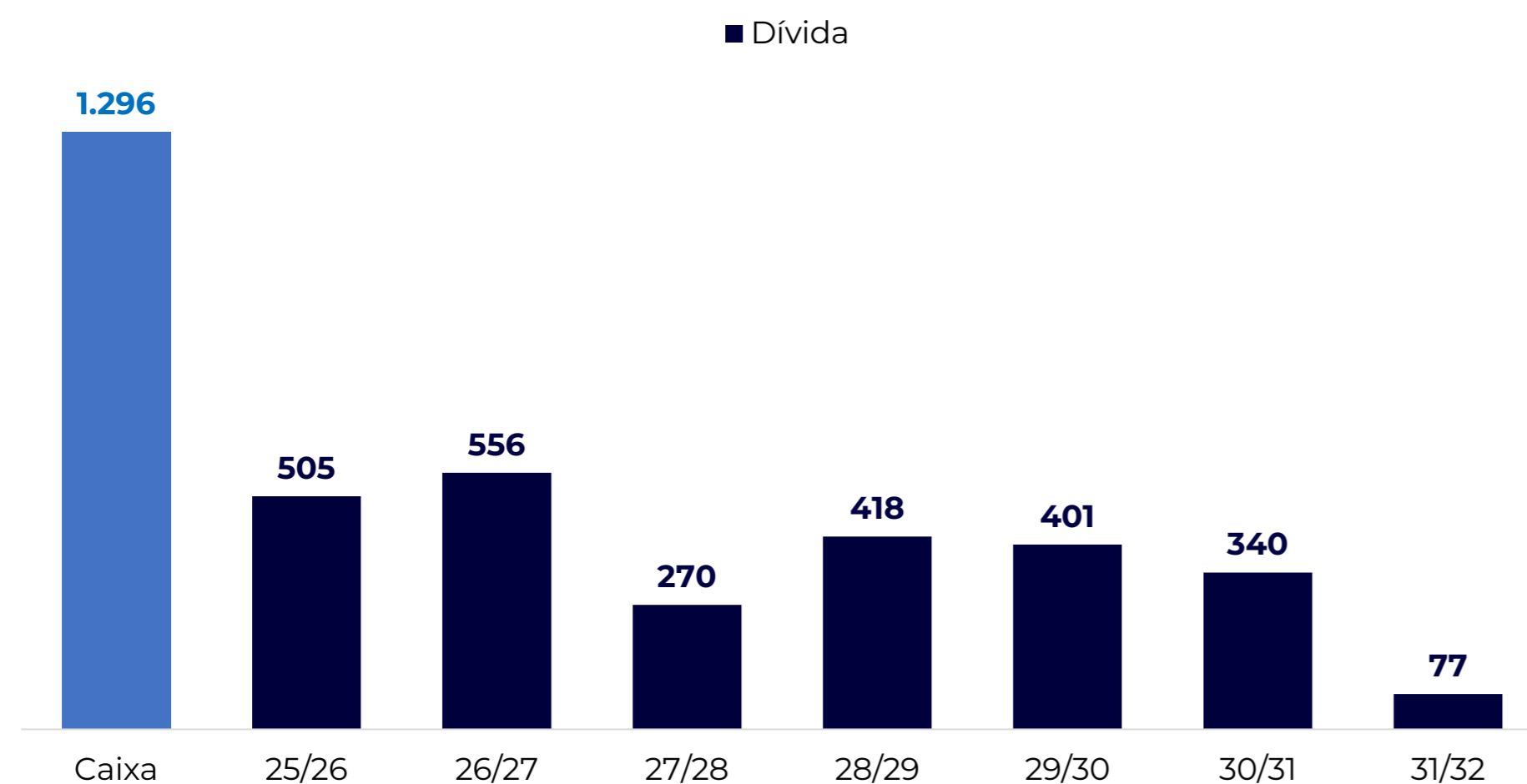
SF 24/25. Considerando o resultado bruto, a parcela proveniente das exportações de açúcar apresentou queda de 37,1% a/a e as vendas para o mercado interno, por sua vez, recuaram 12,7% a/a. Houve queda de produtividade dos canaviais, atribuída aos níveis de precipitação reduzidos nas regiões de suas lavouras e aos impactos das queimadas ocorridas no ano, que afetaram mais de 30% da área de seus canaviais. A receita líquida da companhia foi de R\$3,0 bilhões (-6,6% a/a) no ano safra, parcialmente compensada pela melhoria nos resultados de etanol, que cresceram 19,8% a/a e foram favorecidos pelo aumento dos preços. As despesas ficaram estáveis, visto que o aumento de manutenção e amortização da lavoura foi compensado pela redução na compra de insumos, frete e armazenamento. O EBITDA da companhia caiu para R\$1,2 bilhão (-29,8% a/a), enquanto a margem EBITDA foi de 39,3% (-13 p.p. a/a). A dívida líquida cresceu 28% a/a e atingiu R\$1,2 bilhão, enquanto a alavancagem foi de 1,1x (+0,5x a/a)

Nossa Visão. Possui negócios diversificados com longo histórico de atuação, além de perfil de perfil de crédito adequado (alavancagem em 24/25 de 1,1x e amortizações bem distribuídas). Porém, a companhia possui concentração de operações no centro-oeste paulista e está exposta a riscos setoriais de volatilidade de preços e estiagens nos canaviais.

Acionistas. Holding Angelina Colombo (98,2%), que por sua vez é controlada pela família fundadora, e outros/administração (1,8%).

Rating. S&P: brAAA

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Colombo, Ferrari, Vale do Tijuco e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Diversificação de negócios: forte presença no mercado varejo de açúcar, através da marca Caravelas, produção de açúcar VHP (exportação), etanol e cogeração de energia;
- Longo histórico de atuação (+80 anos no mercado sucroalcooleiro).

Pontos de Atenção

- Exposição à volatilidade do preço de açúcar e etanol;
- Concentração das usinas na região centro-oeste do estado de SP;
- Risco de estiagem e queimadas, que podem afetar a produtividade e demandar maior Capex com manutenção do trato agrícola.

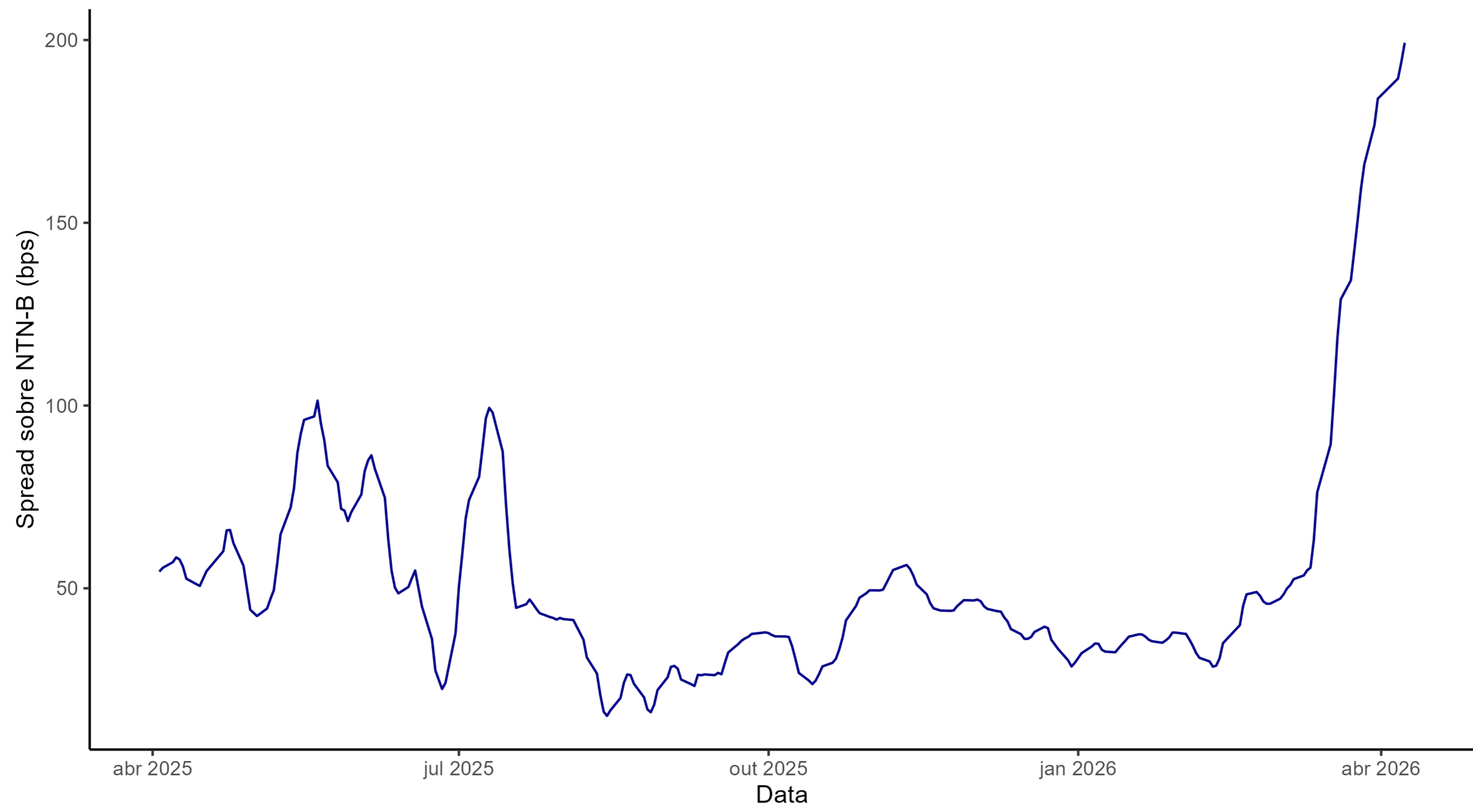
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	SF 21/22	SF 22/23	SF 23/24	SF 24/25
Receita Líquida (R\$ Mi)	2.434	2.669	3.161	2.954
Margem Bruta	28,5%	26,2%	29,8%	14,5%
EBITDA (R\$ Mi)	1.425	1.516	1.655	1.162
Margem EBITDA	58,5%	56,8%	52,3%	39,3%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	252	254	356	-46
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	1.033	937	974	1.248
Dívida Bruta/PL	1,2	1,0	0,8	1,2
Dívida Líquida/EBITDA	0,7	0,6	0,6	1,1
Ativo CP/ Passivo CP	1,8	2,8	3,3	2,4
Caixa/Dívida CP	1,2	1,9	17,8	2,6
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	988	1.585	1.420	1.518
FCI	-770	-1.038	-1.102	-1.315
FCF	-148	-505	-344	224
Δ Caixa	69	43	-26	427

Ferrari 24/25	Vale do Tijuco 24/25
1.023	2.802
38,4%	25,8%
482	1.372
47,1%	49,0%
209	34
418	1.642
1,3	3,0
0,9	1,2
3,4	1,2
6,0	0,2
376	1.233
-156	-1.143
-48	-412
172	-322



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA021000MB – Evolução do *Spread*



Cooxupé

Perfil. Atua no sul de MG e no Interior de SP em 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. Cerca de 80% da sua produção para exportação, representando cerca de 14% das sacas exportadas pelo país em 2024. A companhia conta com capacidade estática de armazenagem de 7,1 milhões de sacas, beneficiamento de 20,5 mil sacas/dia e torrefação de 1,7 mil tons por mês.

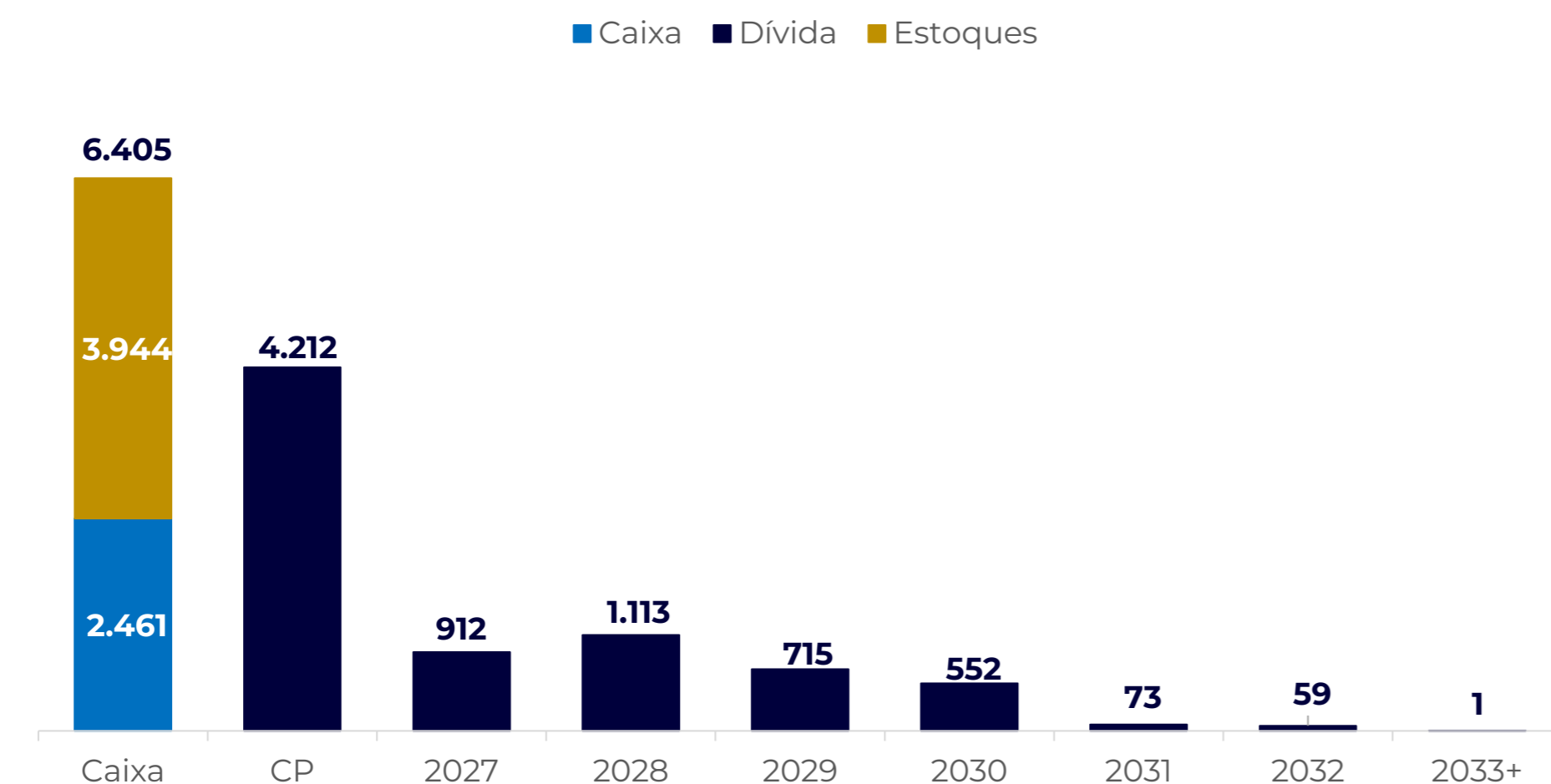
Destaques 2025. Receita líquida (+58,8% a/a), impulsionada pela alta histórica das cotações de café arábica e pela depreciação do real, com exportações respondendo por 69% do faturamento (R\$11,5 bi, +62% a/a). EBITDA (40,9% a/a), com margem de 3,8% (-48 bps a/a), foi pressionada pelo resultado negativo de marcação a mercado de estoques e derivativos de R\$3,0 bilhões. Sobra líquida de R\$381 milhões (+17,6% a/a), apesar do resultado financeiro líquido negativo de R\$148 milhões, consequência da Selic mais alta e do maior estoque de dívida.

Nossa Visão. Risco baixo, perspectiva positiva. A avaliação reflete (i) alavancagem ajustada confortável de 1,3x DL/EBITDA, sustentada por estoques de café com liquidez de bolsa avaliados a R\$3,9 bilhões; (ii) folga nos covenants — com o indicador AC-PC de R\$4,9 bilhões vs. mínimo de R\$300 milhões, e PL ajustado de R\$1,9 bilhão vs. mínimo de R\$130 milhões; e (iii) FCO/DL Ajustada de 49%, indicando capacidade de amortização da dívida líquida efetiva em menos de 3 anos. Por outro lado, monitoramos (i) a volatilidade no preço do café; (ii) o volume ainda expressivo de dívida de curto prazo (R\$3,8 bilhões), com índice caixa/dívida CP de 0,65x sem estoque (1,6x com estoque); e (iii) juros pagos de R\$652 milhões, praticamente equivalentes ao EBITDA. A perspectiva positiva decorre da expectativa de manutenção dos preços de café e dos esforços no alongamento da dívida.

Acionistas. 20 mil cooperados que detêm 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

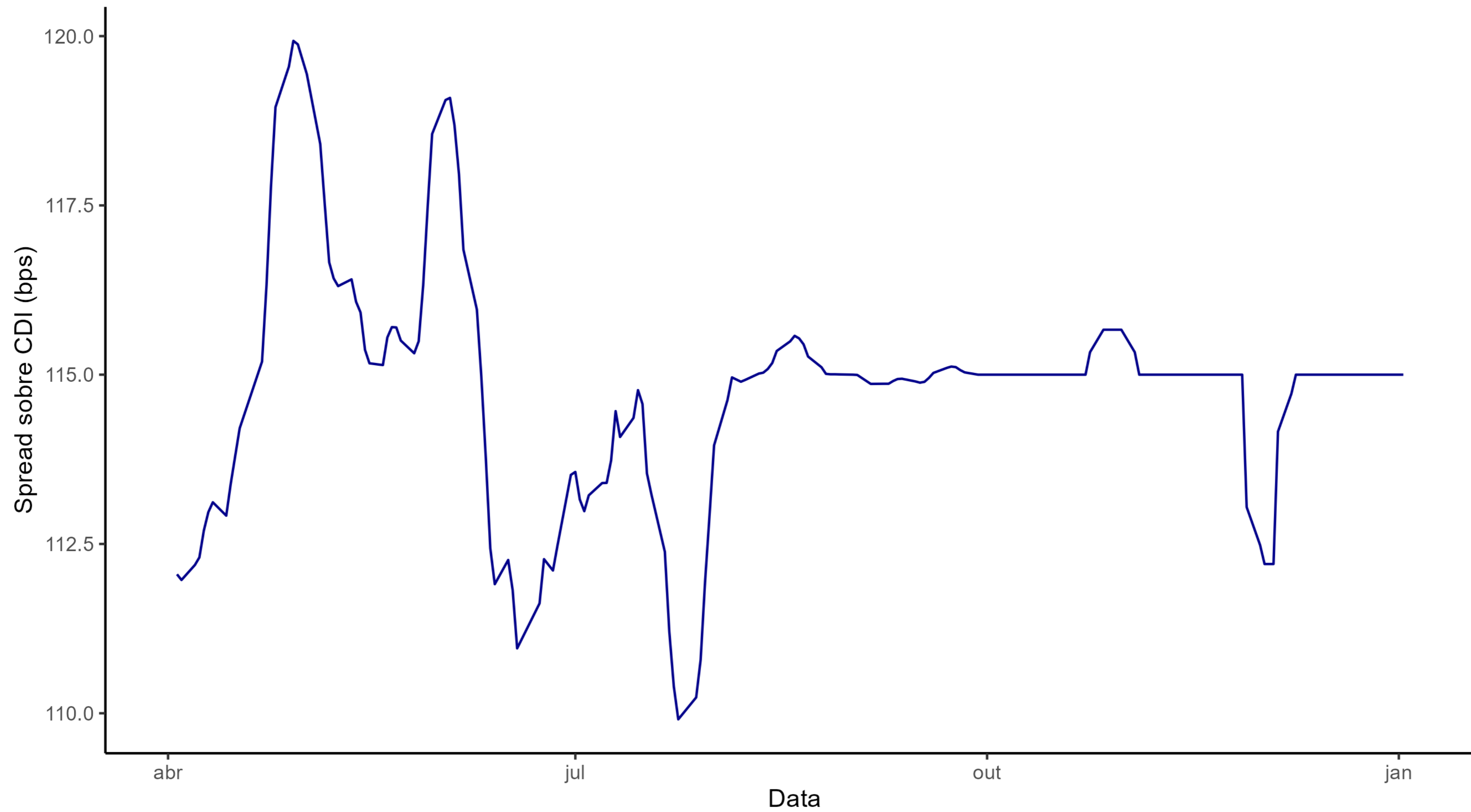
- Dívida de curto prazo elevada, característico de cooperativas, devido à necessidade de capital de giro;
- Exposição inerente a alta volatilidade no preço da *commodity*;
- Impacto relevante na companhia das tarifas aplicadas pelos EUA sobre o café, dada a exposição ao mercado norte-americano. Efeito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

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	9.895	6.250	10.550	16.756
Margem Bruta	5,1%	6,2%	8,7%	5,9%
EBITDA (R\$ Mi)	208	174	447	631
Margem EBITDA	2,1%	2,8%	4,2%	3,8%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	233	236	324	381
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	393	-123	-918	831
Dívida Bruta/PL	1,3	1,5	3,1	2,8
Dívida Líquida/EBITDA	1,9	-0,7	-2,1	1,3
Ativo CP/ Passivo CP	1,5	1,4	1,2	1,7
Caixa/Dívida CP	0,8	0,5	0,4	0,6
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	2.420	-547	-1.971	-257
FCI	-103	-57	-91	-138
FCF	-2.437	615	3.314	501
Δ Caixa	-119	10	1.252	107



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



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.

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.

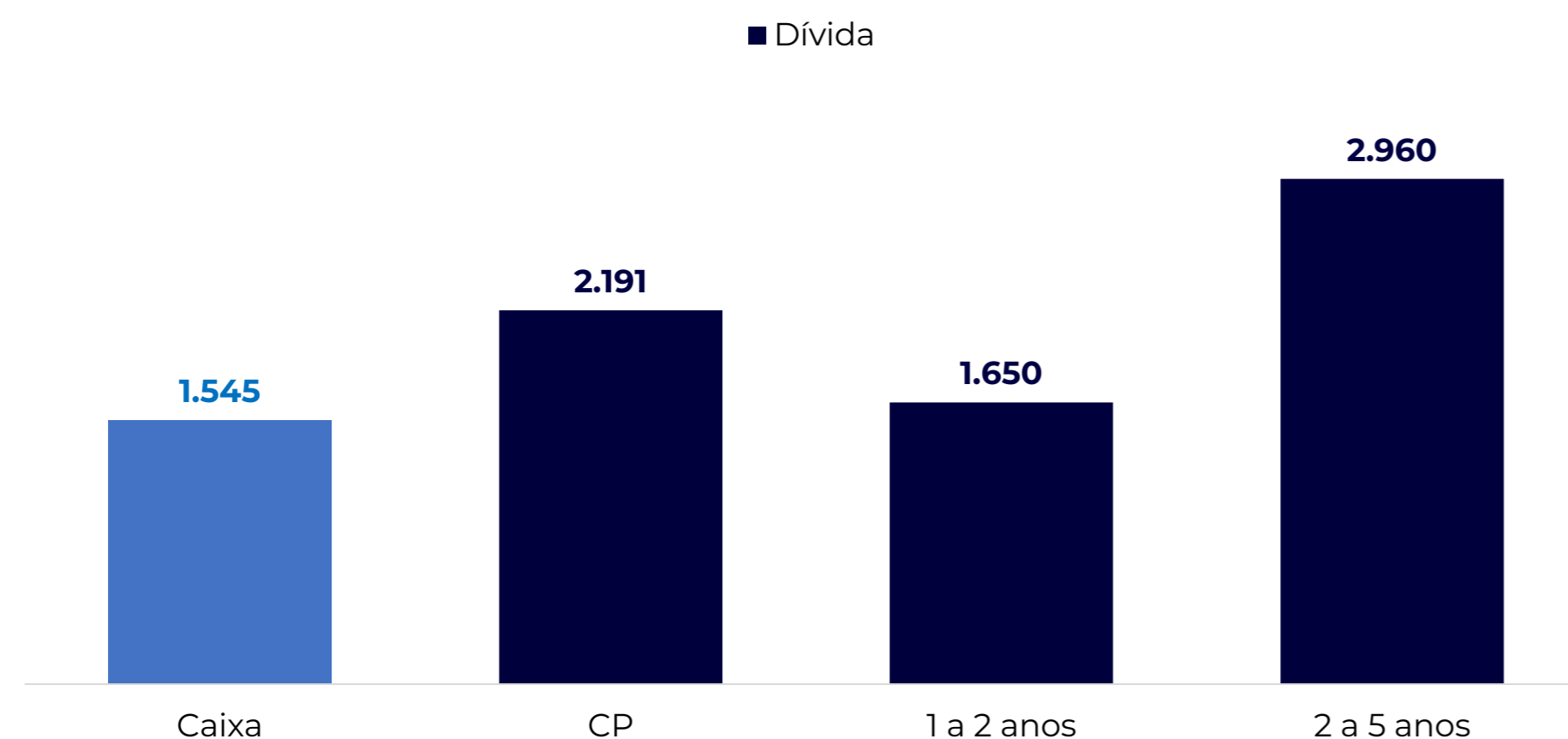
No desempenho consolidado, a venda de açúcar atingiu 15,7 milhões de toneladas (+18% a/a), sendo 13,7 milhões de toneladas para o mercado externo (+22,3%) e 2,0 milhões de toneladas no mercado interno (-4,8% a/a). A comercialização de etanol, por sua vez, atingiu 19,1 milhões de m³ (+11% a/a), sendo 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. 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).

Nossa Visão. A elevada participação no segmento de açúcar e etanol, associada a uma robusta estrutura operacional e logística, mantém os fundamentos da Copersucar. Além disso, o avanço das operações nos EUA com etanol de milho e transporte de gás.

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

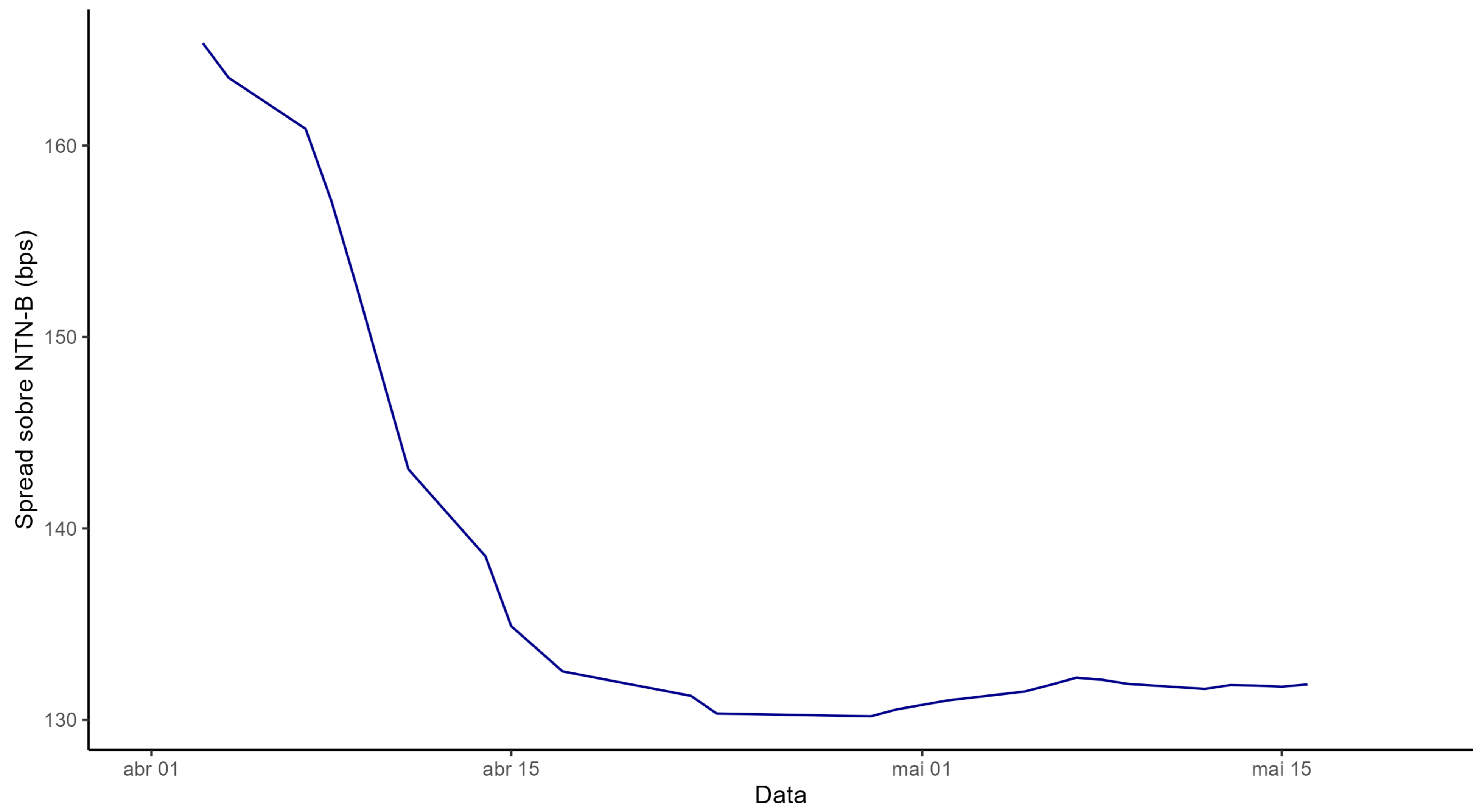
- Exposição inerente às volatilidades de preço e de demanda do setor sucroalcooleiro;
- Estiagem e queimadas afetam a produtividade dos cooperados.

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.

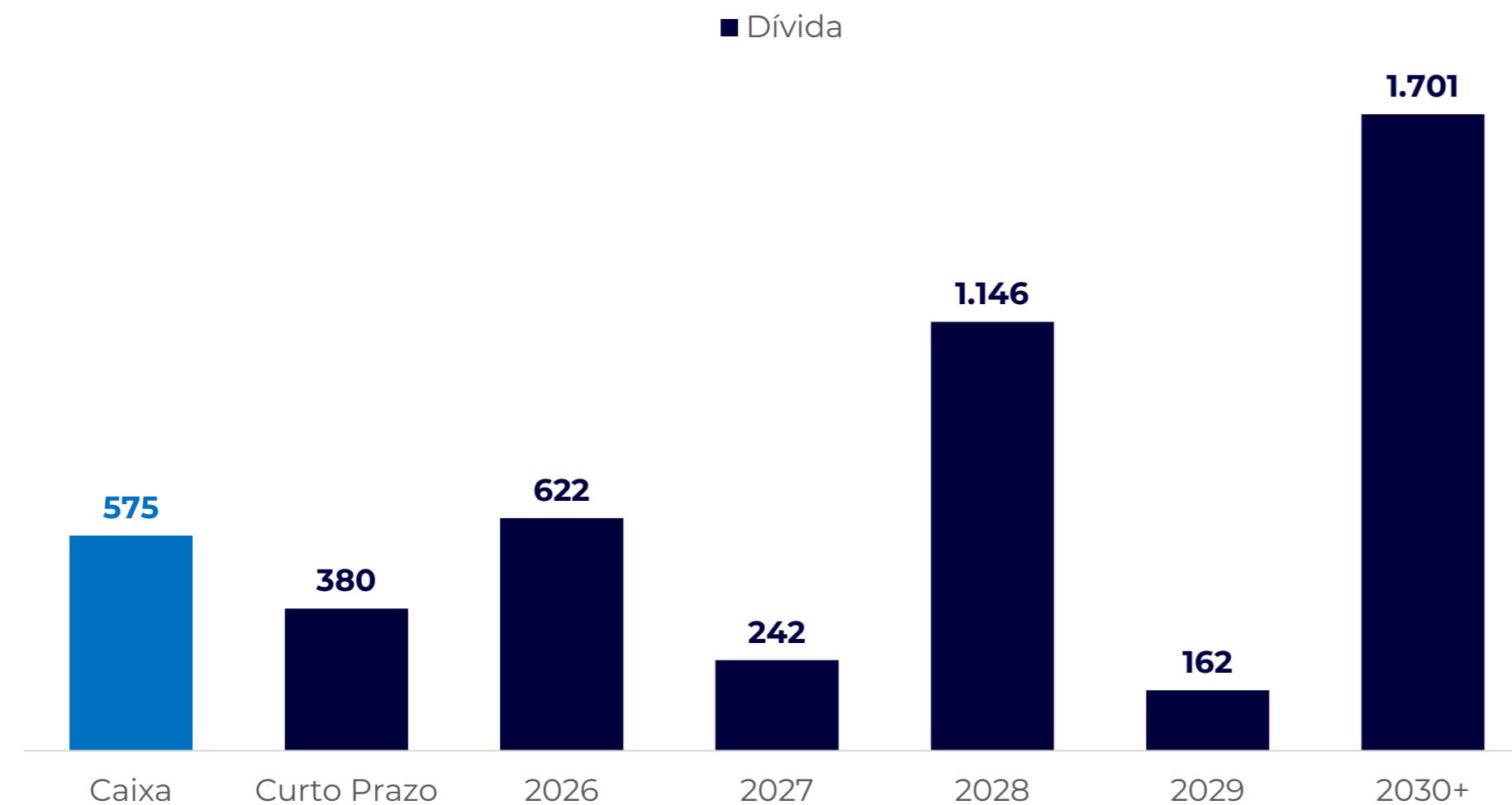
Destaques 3T25. Resultados sólidos no 3T25, com crescimento de 1,0% a/a no volume faturado de água e de 1,9% em esgoto, refletindo o avanço de 4,2% no número de economias ativas, que atingiu 3,7 milhões, após investimentos na expansão do serviço de esgotamento sanitário e projetos focados em clientes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

Nossa Visão. Desde a privatização de 2023, a companhia tem avançado na expansão da rede de saneamento enquanto sua alavancagem manteve trajetória controlada, atualmente em 1,0x (3T25). Seu perfil de crédito é beneficiado pela maior previsibilidade de receita e pelo prazo médio de vencimento dos ativos alongado, de 35 anos. O atendimento ao Marco Regulatório deve corresponder a investimentos de R\$15 bilhões entre 2022 e 2033, o que pode pressionar seu fluxo de caixa. Além disso, a situação alavancada da controladora Aegea pode gerar pressão por distribuição de dividendos.

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.

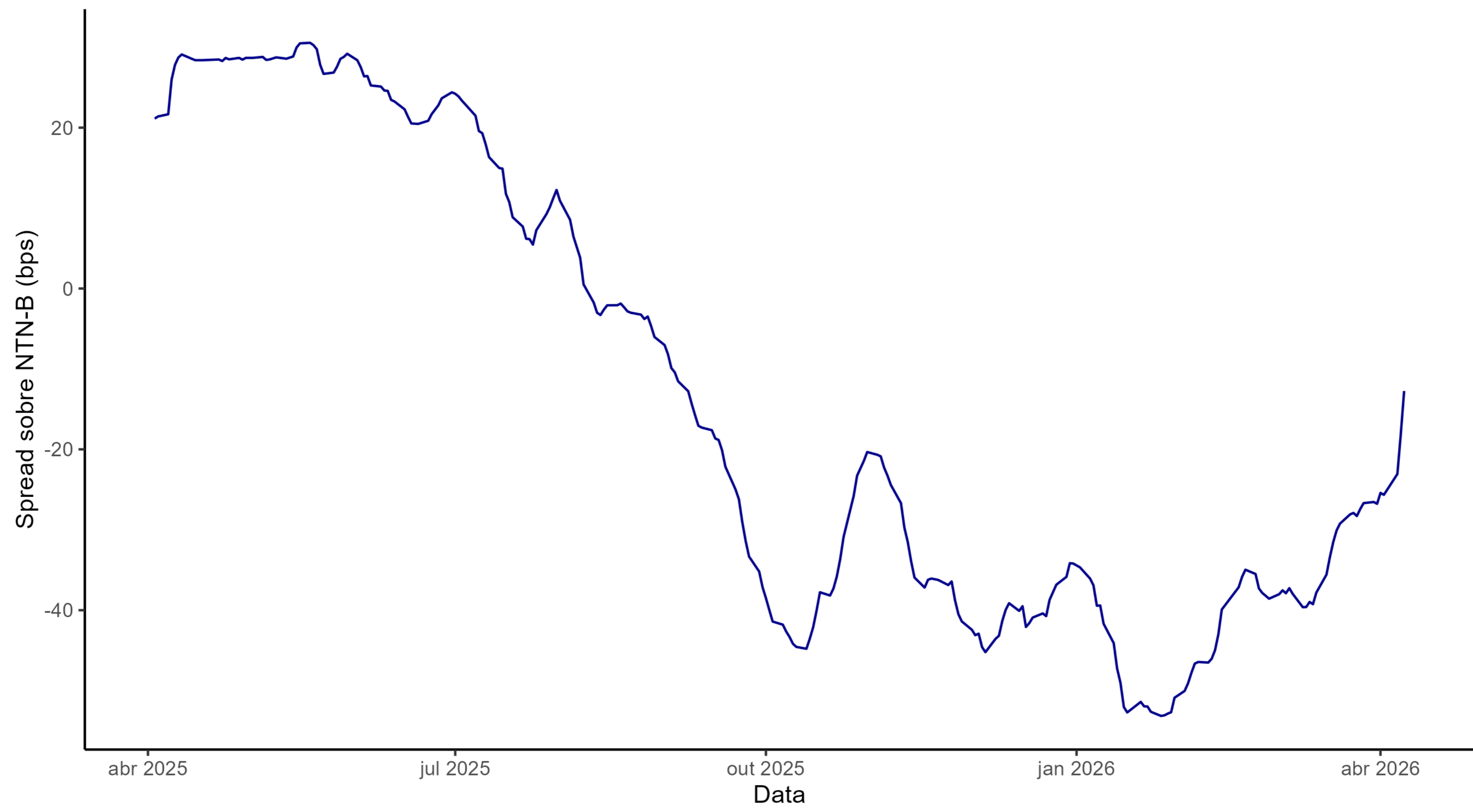
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

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*



Cosan

Perfil. A holding atua nos setores de açúcar e etanol (Raízen), distribuição de gás natural (Compass), transporte ferroviário (Rumo), lubrificantes (Moove) e gestão de propriedades agrícolas (Radar). Mesmo após ter eliminado os vínculos de vencimento antecipado com a Raízen, esta ainda pode gerar risco de contágio de ordem financeira, comercial ou reputacional.

Destaques 2025. A queda na receita líquida consolidada (-8% a/a) é explicada por menor desempenho em Raízen, devido à queda de volumes de etanol e preços de açúcar (EAB), enquanto a Moove sofreu com o incêndio na planta do Rio (volumes -7%); por outro lado, Rumo expandiu volumes (+5% em TKU) mesmo com tarifa média menor (-5%) e a Compass teve volumes estáveis (+3% em gás).

Acionistas. Controladores (41,1%), Tesouraria (1,5%), free float (57,4%)

Rating. Fitch: A+ / Moody's: AA.br

Pontos Fortes de Crédito

- Diversificação setorial das investidas;
- Participação relevantes em companhias com contratos de longo prazo.

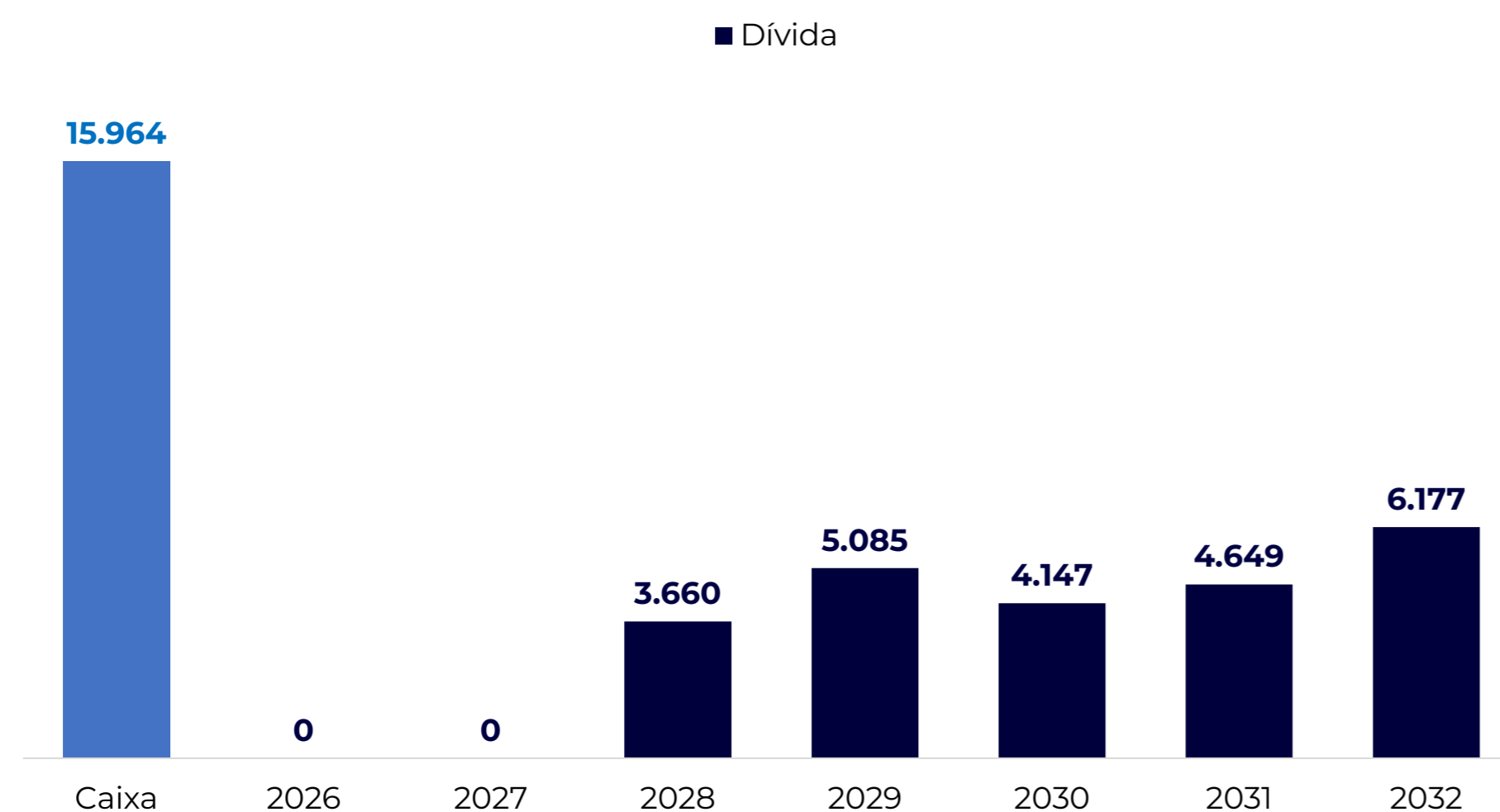
Pontos de Atenção

- Histórico agressivo de investimentos
- Evolução do processo de recuperação extrajudicial da Raízen e desdobramentos para a Cosan;
- IPO de investidas e direcionamento dos recursos.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	39.737	39.468	43.951	40.419
Margem Bruta	22,6%	27,7%	31,2%	32,6%
EBITDA (R\$ Mi)	15.762	16.421	15.213	15.723
Margem EBITDA	39,7%	41,6%	34,6%	38,9%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	1.176	1.094	-9.424	-9.722
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	32.867	55.645	64.142	61.788
Dívida Bruta/PL	1,5	1,5	3,2	3,2
Dívida Líquida/EBITDA	2,2	2,4	2,9	3,3
Ativo CP/ Passivo CP	1,6	1,8	1,7	2,6
Caixa/Dívida CP	8,3	4,5	4,6	7,6
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	9.972	10.276	13.081	13.027
FCI	-20.727	-4.303	-4.488	-76
FCF	8.286	-4.517	-6.606	-2.352
Δ Caixa	-2.468	1.457	1.987	10.599

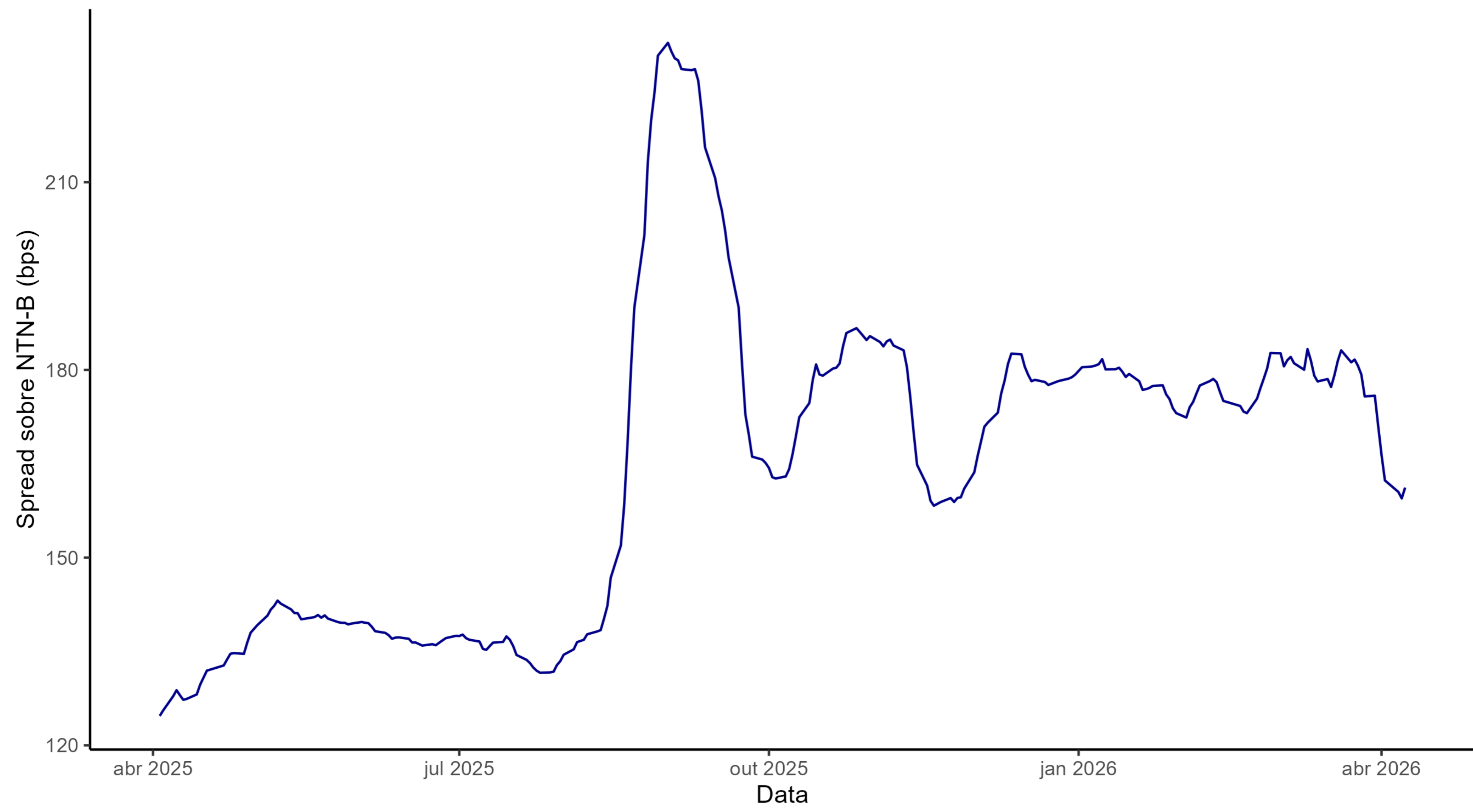
Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Cosan e Safra.



Curva de Spread – Marcação de preço Anbima CSAN33 – Evolução do Spread



CSN

Perfil. A CSN é um conglomerado industrial diversificado com atuação em siderurgia, mineração de ferro, cimentos, logística e energia, com posição competitiva relevante em cada segmento (segundo maior exportador de minério de ferro, segundo maior player de cimentos no Brasil).

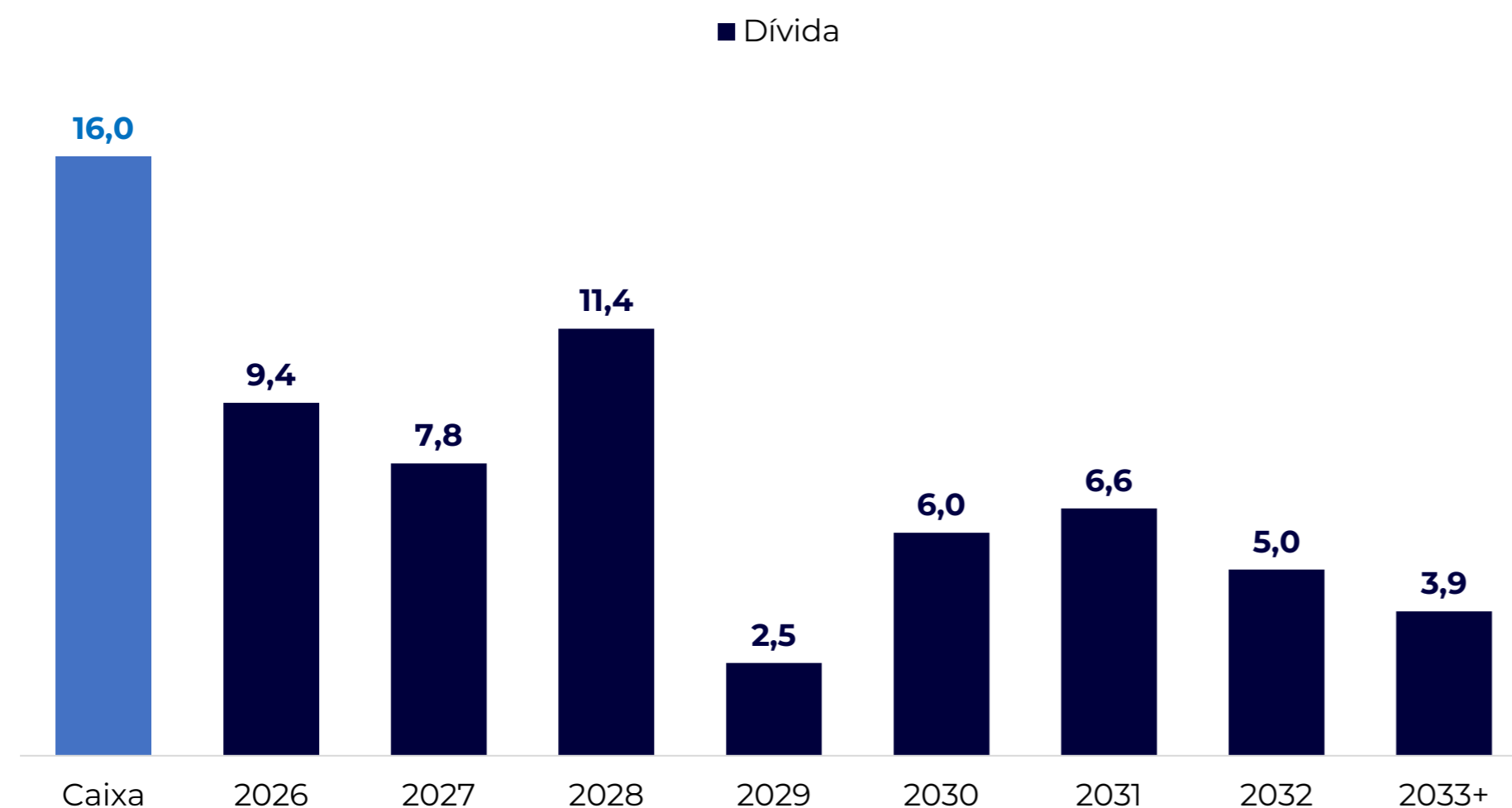
Destaques 2025. Crescimento no EBITDA ajustado (+15,3% a/a), com margem de 25,1% (+2,7 p.p. a/a), puxado por recorde na mineração (45,8 Mt vendidas). Foi anunciado plano de alienação de R\$15-18 bilhões (CSN Cimentos e participação em Infraestrutura), peça central da estratégia de desalavancagem.

Nossa Visão. Risco alto, perspectiva negativa. A avaliação reflete (i) estrutura de capital insustentável no patamar atual, com FCO negativo de R\$973 milhões e dependência de refinanciamento contínuo; (ii) custo da dívida elevado (taxa média em R\$ de 16,1%), com despesas financeiras correspondendo a 70% do EBITDA; e (iii) alavancagem em trajetória crescente. O plano de desinvestimento é essencial para a sustentabilidade da estrutura de capital. Acreditamos que haverá demanda pelo ativo de Cimentos, cujo performance do setor é favorecida pela expansão do mercado imobiliário. Conta a favor ainda a diversificação de receitas, a posição competitiva na mineração (CI de US\$21,5/t) e o caixa de R\$14,4 bilhões, que oferecem alguma margem de manobra no curto prazo. Nossa avaliação de risco sobre nome mudaria se se concretizasse a venda de ativos com o valuation estimado em R\$15-18 bilhões.

Acionistas. CSN (69,0%), Itachu Corporation (10,7%), JP Brasil Minério de Ferro Part (9,3%), free float (11,0%)

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

Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)



Fonte: CSN e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Diversificação de receitas;
- Geração de caixa robusta em mineração;
- Sinergia com ativos de infraestrutura.

Pontos de Atenção

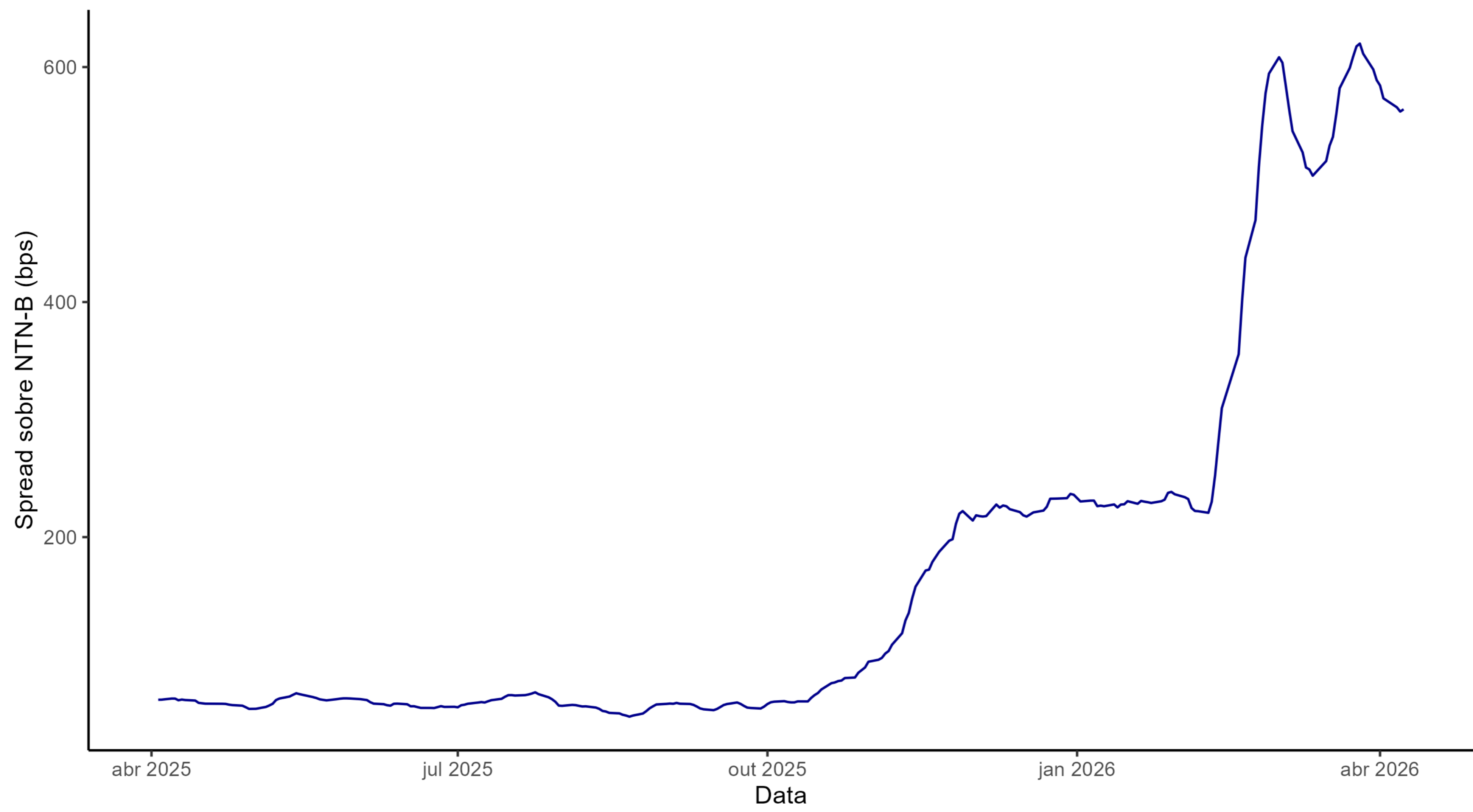
- Alavancagem elevada e aumento do custo da dívida;
- Siderurgia pressionada por competição internacional;
- Dependência do plano de desinvestimentos para alívio na estrutura de capital.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	44.362	45.438	43.687	44.798
Margem Bruta	30,0%	26,3%	26,8%	27,7%
EBITDA (R\$ Mi)	13.817	11.907	10.229	11.796
Margem EBITDA	31,1%	26,2%	23,4%	26,3%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	2.168	402	-1.539	-1.507
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	30.471	30.686	35.704	41.218
Dívida Bruta/PL	2,0	2,4	3,9	3,3
Dívida Líquida/EBITDA	2,2	2,6	3,5	3,5
Ativo CP/ Passivo CP	1,4	1,3	1,6	1,1
Caixa/Dívida CP	2,4	2,3	2,8	1,5
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	2.043	7.293	8.651	-973
FCI	-11.357	-4.632	-1.107	-6.292
FCF	4.747	1.324	-104	-1.776
Δ Caixa	-4.567	3.984	7.440	-9.042



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CMIN11 – Evolução do *Spread*



Cury

Perfil. Joint venture entre a Cury Empreendimentos e a Cyrela. Presente em SP e RJ, é voltada à construção e incorporação de imóveis contemplados pelo programa Minha Casa Minha Vida (MCMV), além de atuar com linhas de financiamento SBPE.

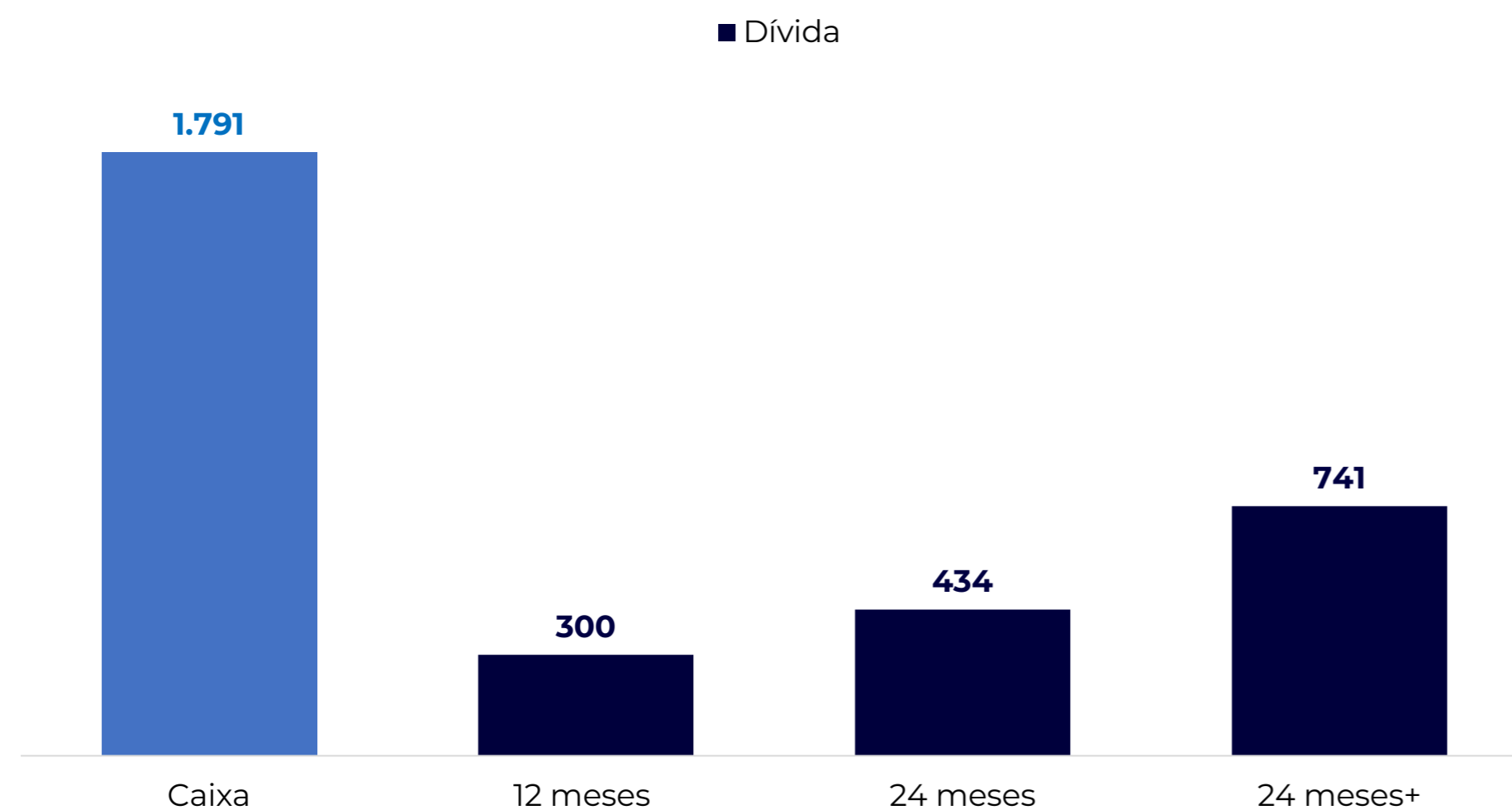
Destaques 2025. Expansão da receita líquida (+37,5% a/a), sustentada por maior escala comercial e avanço físico das obras: 37 lançamentos (VGV de R\$ 8,3 bilhões, +25,9%), 26,4 mil unidades lançadas (+27,0%), vendas líquidas de R\$ 7,8 bilhões (+25,8%), repasses de R\$ 6,3 bilhões (+33,3%) e VSO anual de 76,3% (-0,8 p.p.), indicando escoamento robusto mesmo com maior oferta. O aumento da margem bruta ajustada reflete custos crescendo abaixo da receita, ganhos de eficiência e mix saudável. A estrutura de capital permaneceu conservadora, com alavancagem líquida negativa, reforçada por follow-on de R\$ 574 milhões e geração de caixa operacional positiva (R\$ 683 milhões), mesmo após pagamento de R\$ 1,4 bilhão em dividendos, sustentando o perfil de crédito em cenário de carteira robusta e resultado a apropriar estável em margem.

Nossa Visão. É um dos principais *players* do mercado imobiliário de baixa renda em SP e no RJ e tem se beneficiado pelo alto déficit habitacional brasileiro e pela expansão das faixas de renda do programa MCMV. Apesar da forte competição nas praças de atuação, possui margens consistentes, associadas à elevada velocidade de vendas, que se encontra acima dos pares. Detém posição de caixa líquido (dívida líquida negativa) de R\$316 milhões e liquidez robusta de 6,0x.

Acionistas. Fabio Cury (30,7%), Cyrela (15,1%), *free float* (54,2%)

Rating. Moody's: AAA.br / S&P: brAAA

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Cury, MRV, Tenda e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Manutenção de margens acima da média do setor baixa renda, mesmo com aumento de lançamentos;
- VSO em patamar alto e capacidade de reajuste de preços;
- Posição desalavancada e com liquidez robusta.

Pontos de Atenção

- Concentração geográfica em SP e exposição à crescente competição;
- Vulnerável a mudanças nas políticas habitacionais do governo federal;
- Aceleração do INCC pode afetar margens e repasse de preços.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	MRV 2025	Tenda 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	2.257	2.886	3.926	5.399	10.906	3.820
Margem Bruta	37,1%	38,0%	38,5%	39,8%	29,3%	33,5%
EBITDA (R\$ Mi)	456	614	859	1.315	1.156	818
Margem EBITDA	20,2%	21,3%	21,9%	24,4%	10,6%	21,4%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	330	482	650	976	-1.042	636
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	-308	-379	-430	-316	6.374	266
Dívida Bruta/PL	55%	62%	75%	89%	160%	109%
Dívida Líquida/PL	-35%	-38%	-33%	-19%	104%	22%
Ativo CP/ Passivo CP	1,9	2,0	2,2	1,8	2,1	2,1
Caixa/Dívida CP	6,5	8,0	6,8	6,0	1,4	2,9
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	347	456	480	747	542	290
FCI	-32	-48	31	-32	128	214
FCF	-120	-205	-86	-341	-1.458	-143
Δ Caixa	195	203	424	375	-788	361



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.

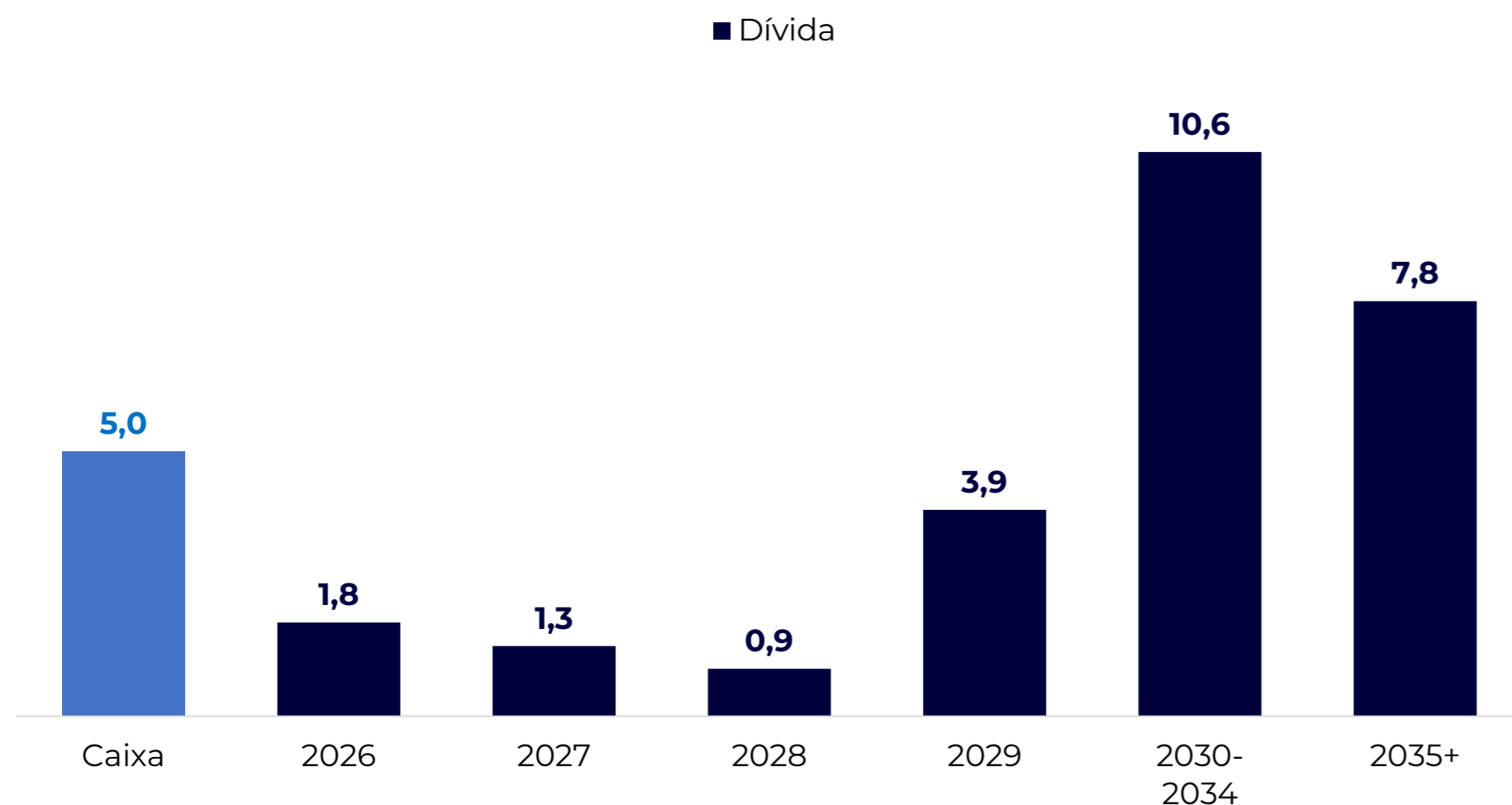
Destaques 2025. A receita líquida ajustada (+15%) foi impulsionada por aumento no tráfego consolidado de 22% a/a (+3,9% a/a comparável) e reajustes tarifários, apesar de menor ticket médio consolidado (-5,6% a/a). O capex totalizou R\$5,1 bilhões (R\$7,4 bilhões incluindo outorga da Raposo), concentrado em expansões (Rio Minas, Noroeste Paulista, Araguaia, Capixaba).

Nossa Visão. Nos últimos 3 anos, companhia adicionou novas concessões ao seu portfólio, ampliando a duration média para +20 anos. Raposo-Castelo (SP) e EcoRioMinas são exemplos. Os novos ativos devem demandar um volume de capex relevante durante os primeiros anos de concessão (5 a 7 anos) que devem manter o balanço mais alavancado da Ecorodovias (~4,0x-4,5x), sendo o principal ponto de monitoramento para a companhia no médio prazo. Vale destacar que para o setor como um todo, os resultados de 2025 foram favoráveis, puxados por bons volumes em pesados após safra de grãos recorde.

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

Rating. S&P: brAAA

Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)



Fonte: Ecorodovias, Arteris 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

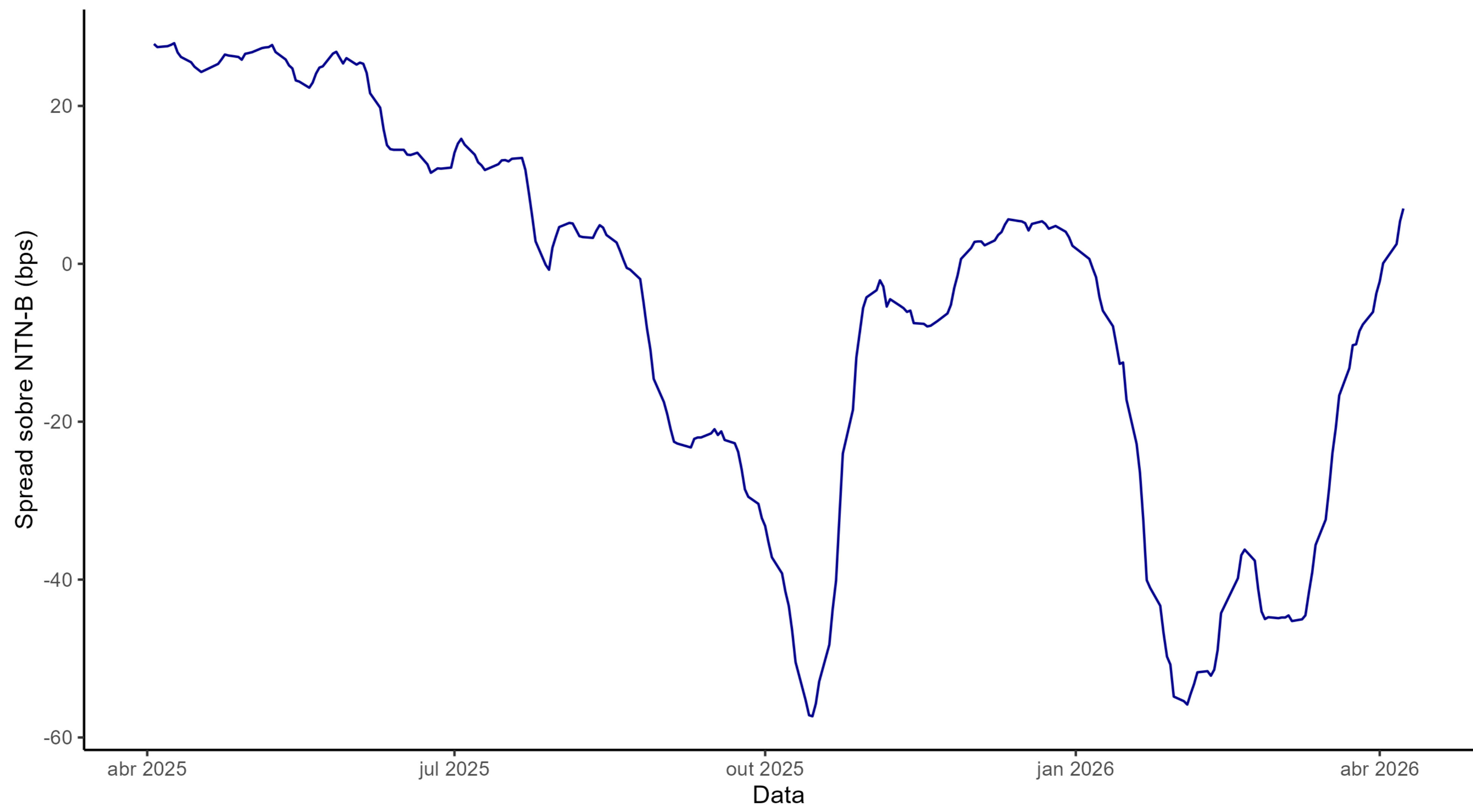
- Capex contratado dos novos projetos, manterá alavancagem elevada nos próximos anos;
- Forte correlação do desempenho econômico com o volume de tráfego, afetando tanto veículos pesados e leves.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	Arteris 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	3.572	5.395	6.440	7.406	4.265
Margem Bruta	53,9%	60,3%	60,7%	60,3%	31,0%
EBITDA (R\$ Mi)	2.305	3.863	4.697	5.571	3.283
Margem EBITDA	64,5%	71,6%	72,9%	75,2%	77,0%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	322	777	982	853	216
Dívida e Líquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	9.879	13.406	15.997	21.364	11.924
Dívida Bruta/PL	4,6	6,0	5,4	6,0	3,8
Dívida Líquida/EBITDA	4,3	3,5	3,4	3,8	3,6
Ativo CP/ Passivo CP	0,6	1,0	0,7	1,5	0,8
Caixa/Dívida CP	0,7	1,3	0,7	2,7	1,0
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	1.886	3.551	3.936	4.809	1.435
FCI	-2.669	-5.036	-3.924	-6.881	-1.411
FCF	28	4.411	-557	2.989	332
Δ Caixa	-756	2.927	-546	917	356



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



Eldorado

Perfil. A Eldorado Brasil é um dos principais *players* do mercado de celulose de eucalipto no Brasil. A companhia foi fundada em 2010, com a sua unidade industrial iniciando sua operação em 2012. A celulose branqueada, produzida pela Eldorado, é utilizada na produção de uma extensa gama de papéis (higiene, impressão, cartão) sendo exportada para mais de 40 países. Sua estrutura operacional conta com uma operação industrial de Celulose em Três Lagoas (MS), operações florestais no estado do MS, uma unidade de produção de energia via biomassa e um terminal logístico no Porto de Santos.

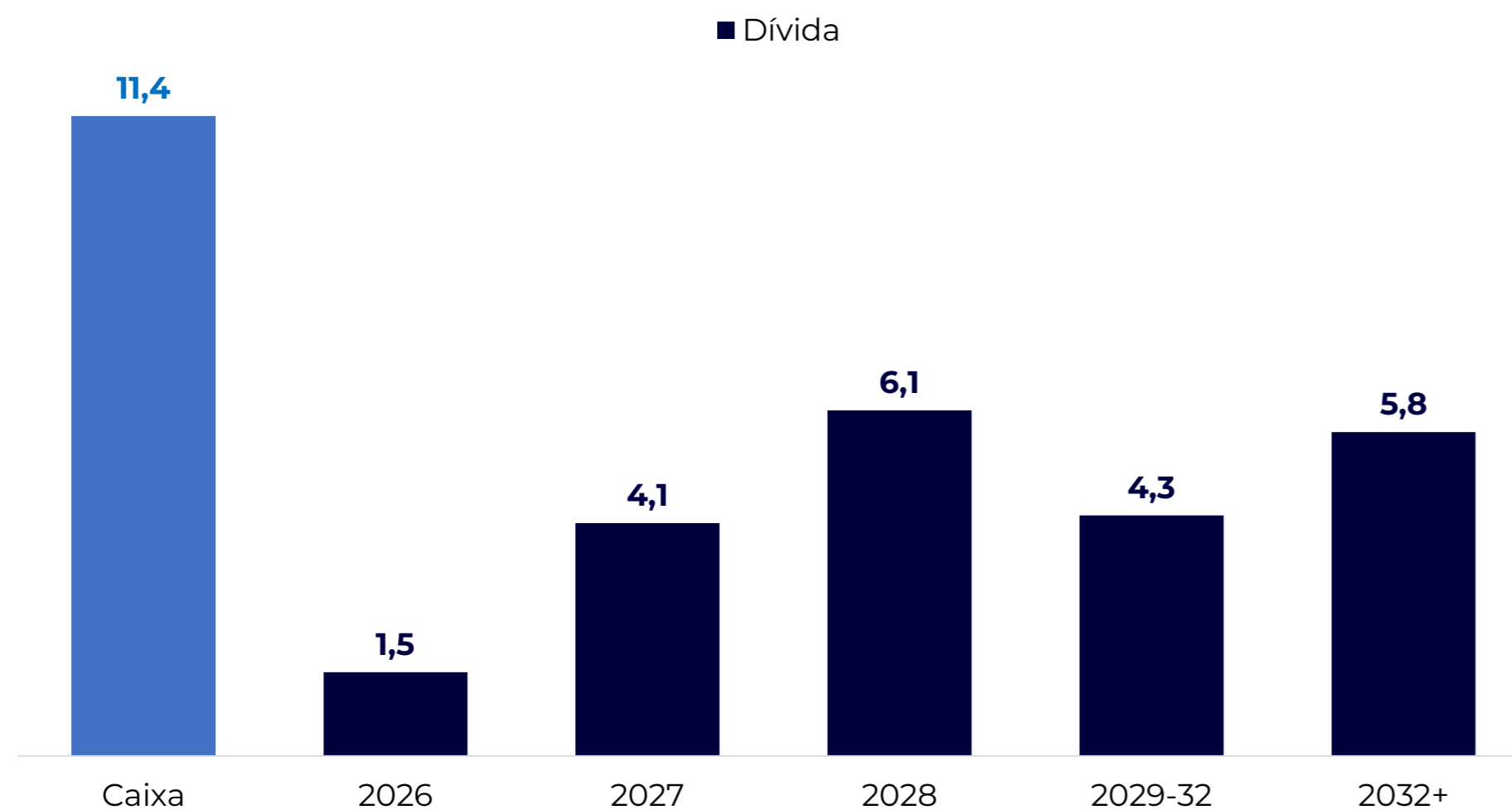
Destaques 2025. A receita líquida (-7,7% a/a) foi impactada por menor preço médio em US\$ (-16% a/a), parcialmente compensado por dólar mais alto (+4% a/a) e maior volume de vendas (+3% a/a). A produção anual permaneceu estável, mesmo após a parada de manutenção no 4T25. O CPV caiu 2,0% no ano, refletindo menor custo caixa sem parada (R\$775/t, -16%) devido ao maior consumo de madeira própria e maior contribuição de utilidades. A liquidez pressionada em 2026 torna necessário refinanciamento e alongamento dos vencimentos.

Nossa Visão. Companhia com forte geração de caixa e custo caixa competitivo. Por outro lado, a sobreoferta de celulose no mercado global afeta preços e margem de operação. Seu perfil é alavancado, mas com boa capacidade de desalavancagem, favorecida por transações de madeira. Historicamente, o índice de alavancagem da companhia permaneceu abaixo de 1,0x, devido à ausência de investimentos relevantes em expansão e forte geração de caixa operacional. Contudo, após a aquisição do antigo controlador, a estrutura de capital foi pressionada. A reversão desse movimento deve ocorrer de forma gradual ao longo dos próximos anos, sustentada pela estável geração de caixa e pela ausência de grandes projetos de investimento no curto prazo.

Acionistas. Controlada 100% pela J&F

Rating. Fitch: AA+(bra)

Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)



Fonte: Eldorado e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Custo caixa competitivo;
- Forte geração de caixa, favorecendo processo de desalavancagem;
- Fim do litígio entre os acionistas, o que torna mais fácil implementar estratégias de crescimento.

Pontos de Atenção

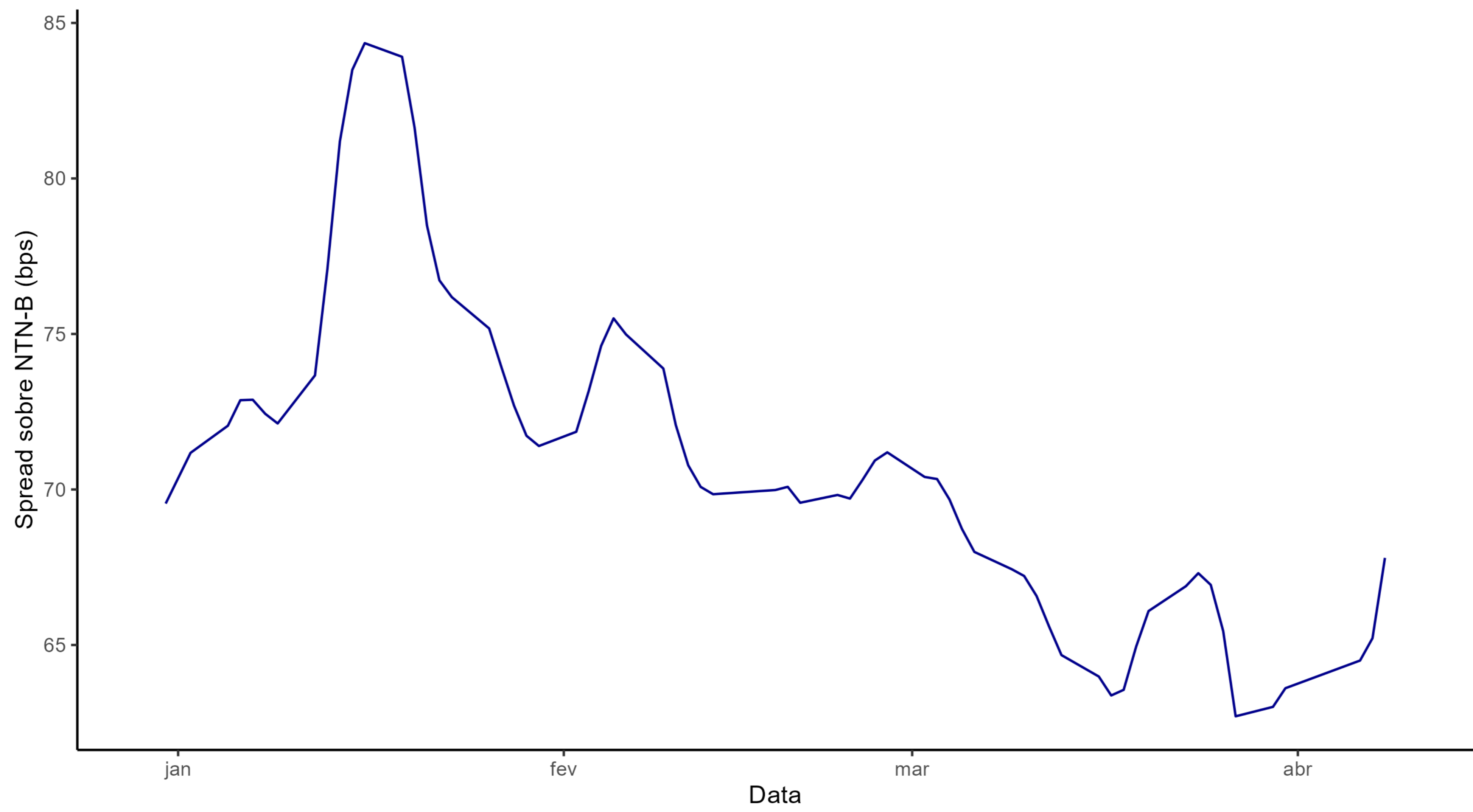
- Dívida líquida e alavancagem elevadas;
- Liquidez pressionada em 2026, tornando essencial refinanciamento e alongamento dos vencimentos;
- Sobreoferta de celulose no mercado global afeta preços e margem de operação.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	7.538	5.756	6.373	5.879
Margem Bruta	68,8%	54,0%	56,1%	53,4%
EBITDA (R\$ Mi)	4.562	2.646	3.278	2.961
Margem EBITDA	60,5%	46,0%	51,4%	50,4%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	3.534	2.347	1.096	4.552
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	2.984	1.216	966	9.659
Dívida Bruta/PL	0,5	0,3	0,2	3,7
Dívida Líquida/EBITDA	0,7	0,5	0,3	3,3
Ativo CP/ Passivo CP	1,5	1,3	2,0	2,8
Caixa/Dívida CP	0,8	1,2	2,1	3,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	3.787	3.232	3.339	3.581
FCI	-1.070	-1.155	-1.073	3.853
FCF	-2.067	-1.793	-2.433	3.146
Δ Caixa	650	284	-168	10.581



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA0250080X – Evolução do *Spread*



Enel Brasil

Perfil. A Enel Brasil é uma holding de distribuição e geração de energia elétrica. É controladora de concessionárias de distribuição no Ceará, Rio de Janeiro e São Paulo, que atendem um total de 15 milhões de clientes em 511 municípios. Também possui operações de geração renovável com capacidade combinada de 6,6GW, além de comercialização de energia através da Enel Trading.

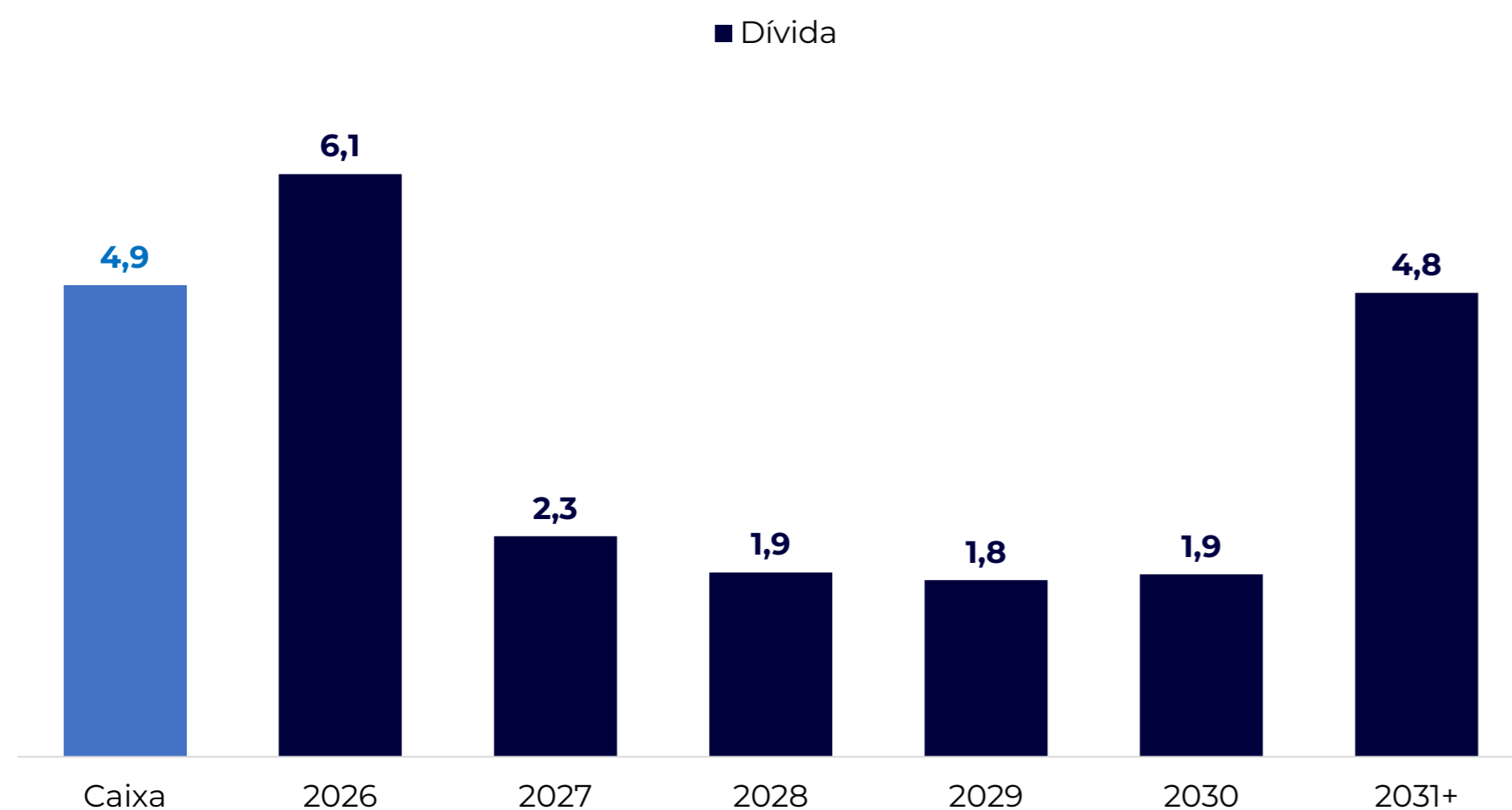
Destaques 2025. Receita líquida de R\$ 49,1 bilhões (+11,2% a/a), impulsionada por distribuição (+9,5% a/a), especialmente pela predominância de bandeira vermelha e maior tarifa na Enel São Paulo. Geração também avançou (+10,8% a/a), com maior preço médio dos contratos, e a Enel Trading (+30,8% a/a) apresentou expansão da base de clientes finais e do volume vendido. Os custos e despesas operacionais cresceram 13,5% a/a (+R\$ 5,0 bilhões), pressionados na distribuição por perdas por redução ao valor recuperável (obras em curso), maior gasto com materiais e serviços, *insourcing* de pessoal e maior PCLD. Como resultado, a margem bruta foi comprimida e a margem EBITDA recuou de 23,6% para 21,2%.

Nossa Visão. Apesar de contar com forte vínculo com sua controladora, o que lhe confere alguma flexibilidade de negociação, a companhia possui elevada dívida *intercompany* e exposição a linhas de curto prazo ancoradas por mútuos fornecidos pela Enel Finance. As discussões quanto a caducidade do contrato da Enel SP ficam no radar, sendo um risco para a tese da principal concessão do grupo no Brasil.

Acionistas. Enel Américas (100%)

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

Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)



Fonte: Enel, CPFL, Neoenergia e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Forte vínculo com o controlador Enel, que pode fornecer suporte em caso de necessidade;
- Adensamento das concessões e crescimento do volume distribuído.

Pontos de Atenção

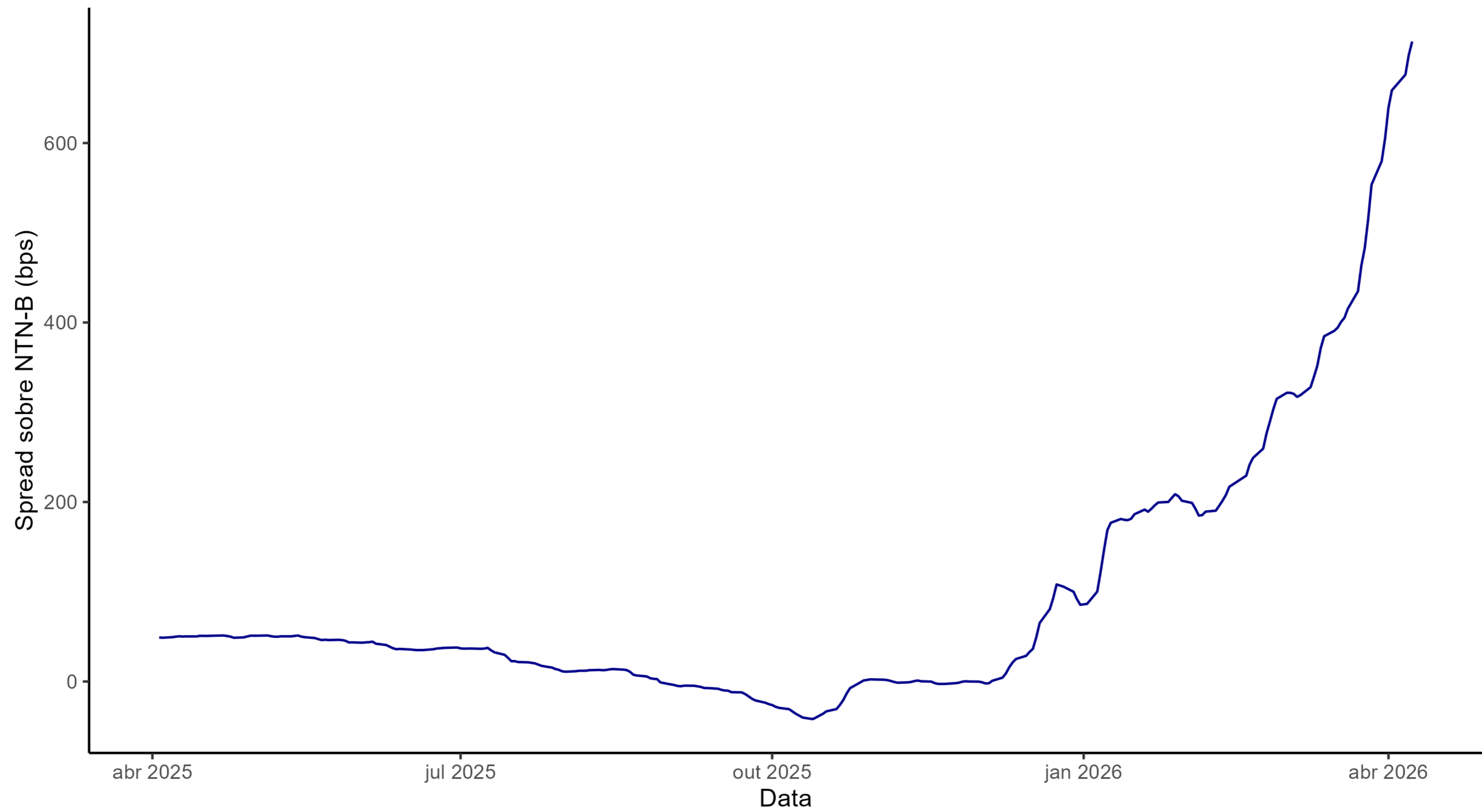
- Dívida *intercompany* elevada, ainda que seja flexível para renegociação;
- Efeitos climáticos afetaram os índices de qualidade operacional;
- Vencimento da concessão da Enel SP em 2028 e abertura do processo de caducidade da operação.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	Neoenergia 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	42.066	37.494	39.282	42.567	42.697
Margem Bruta	26,3%	27,5%	25,9%	24,4%	33,6%
EBITDA (R\$ Mi)	6.629	9.679	10.409	10.386	14.290
Margem EBITDA	15,8%	25,8%	26,5%	24,4%	33,5%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	-1.068	2.628	3.060	2.981	5.031
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	20.009	15.278	9.173	13.021	48.153
Dívida Bruta/PL	0,6	0,4	0,2	0,3	1,6
Dívida Líquida/EBITDA	3,0	1,6	0,9	1,3	3,4
Ativo CP/ Passivo CP	1,1	0,9	0,9	0,9	1,3
Caixa/Dívida CP	0,7	0,8	1,2	0,8	1,2
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	3.389	2.535	5.298	3.813	1.923
FCI	-15.507	-2.328	-7.302	-7.580	-6.135
FCF	11.986	1.269	1.134	3.649	5.344
Δ Caixa	-132	1.476	-869	-118	1.132



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima ELPLA5 – 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 57% do faturamento bruto advém de termelétricas a gás, carvão e usinas solares. Dos 43% restantes, 38% provêm das operações de comercialização e 5% de upstream (produção de gás natural).

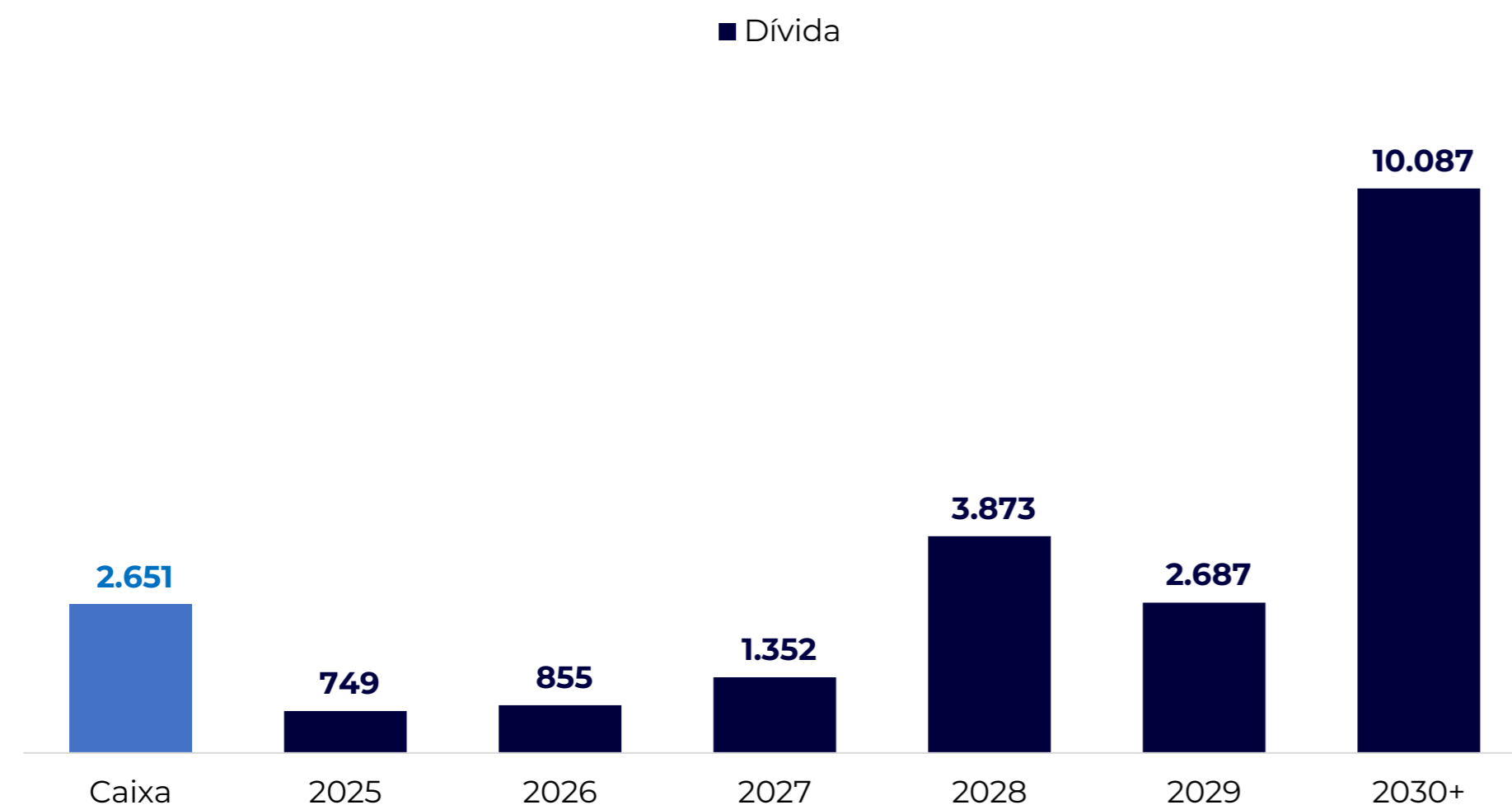
Destaques 2025. Receita operacional líquida (+61,7% vs. 2024) foi beneficiada pelo maior despacho das térmicas a gás (Parnaíba I/II/III/VI, com Parnaíba VI desde 1T25), entrada/antecipação de contratos regulados (Viana em ago/25; Parnaíba IV e Geramar I/II em out/25), integração de ativos de geração a gás adquiridos no 4T24 e ramp-up do Hub Sergipe (ligação à malha e operações oportunísticas de gás/GNL). Investimentos somaram R\$ 6,1 bilhões, concentrados em Azulão 950 e liquefação.

Nossa Visão. Após incorporar novos ativos (já contratados) e um follow-on ancorado pelo BTG, a alavancagem retomou patamares abaixo de 3,0x. Companhia continua dentre as principais geradoras térmicas do país, com portfólio de usinas diversificadas (óleo, gás e carvão), essenciais para a manutenção da segurança do sistema elétrico. Recentemente, no leilão de reserva de capacidade, a companhia contratou 5,06GW, com investimentos totais de R\$18,2 bilhões até 2031. Com o leilão o portfólio da companhia ultrapassa 10GW contratados.

Acionistas. BTG Pactual (25,5%), BPAC Infra (22,6%), Dynamo (9,5%), Tesouraria (1,1%), free float (41,6%)

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

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Eneva, Axia 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

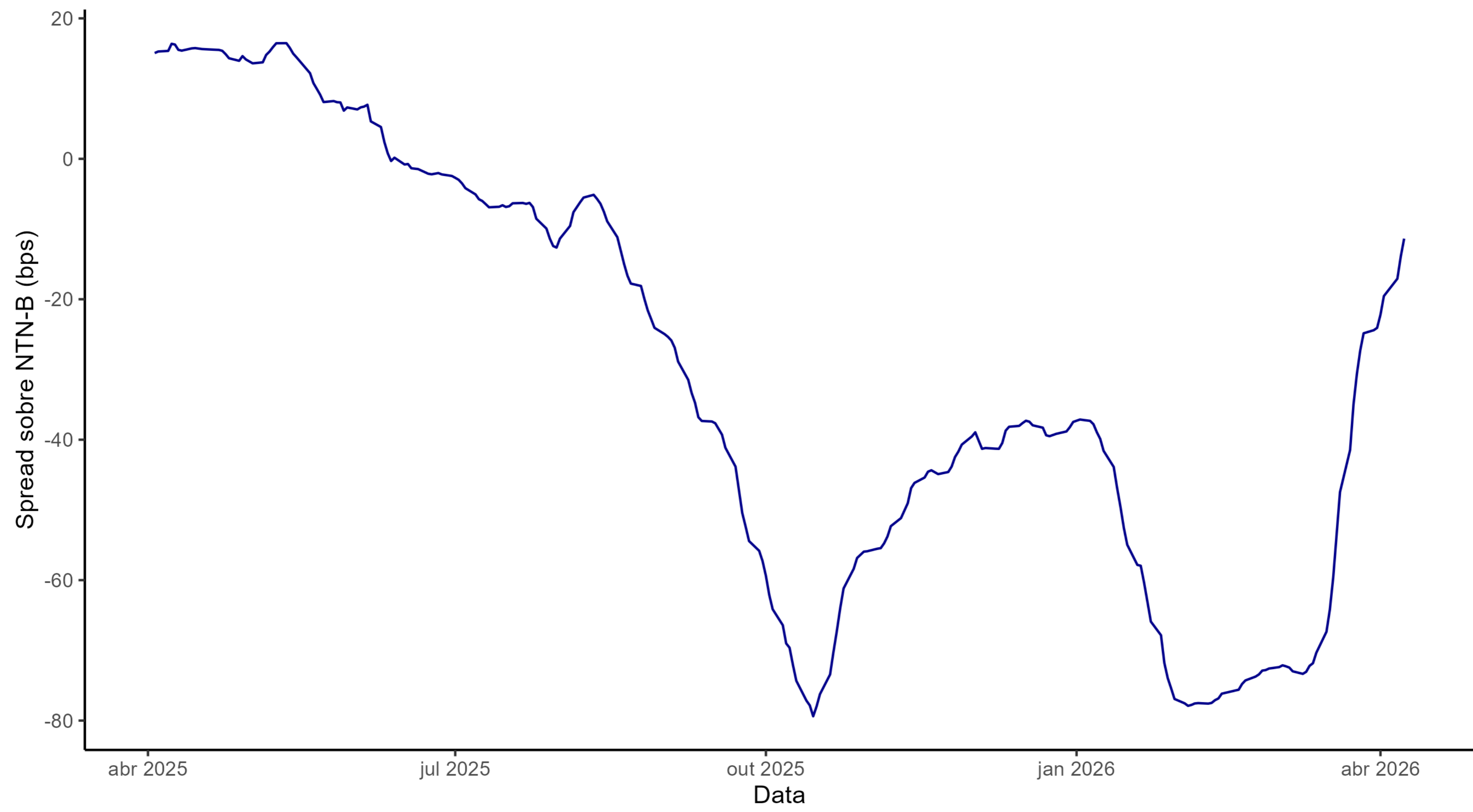
- Risco de recontração de parte da capacidade instalada dos ativos adquiridos a preços inferiores aos praticados atualmente;
- Novas aquisições podem retomar pressão na alavancagem.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	Axia 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	6.129	10.091	11.388	18.416	36.217
Margem Bruta	30,6%	36,8%	34,7%	29,3%	51,3%
EBITDA (R\$ Mi)	2.122	4.284	4.536	6.507	19.666
Margem EBITDA	34,6%	42,5%	39,8%	35,3%	54,3%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	376	303	549	1.692	4.764
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	16.439	17.108	13.520	16.955	46.484
Dívida Bruta/PL	1,3	1,3	0,9	0,9	0,6
Dívida Líquida/EBITDA	4,8	4,0	2,4	2,6	2,4
Ativo CP/ Passivo CP	1,1	1,3	1,5	1,1	1,7
Caixa/Dívida CP	1,5	1,2	3,4	3,5	19,6
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	1.268	2.790	4.156	5.105	14.510
FCl	-8.931	-2.525	-3.488	-5.782	-3.710
FCF	8.120	-9	102	-1.075	-19.091
Δ Caixa	457	256	769	-1.751	-8.291



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



Ferrari

Perfil. A companhia produz açúcar e etanol de cana, que são vendidos integralmente para a Copersucar. 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 tons de cana. Adquiriu a Usina Leme em acordo com a Raízen em maio/2025, o que pode pressionar geração de caixa na safra 25/26.

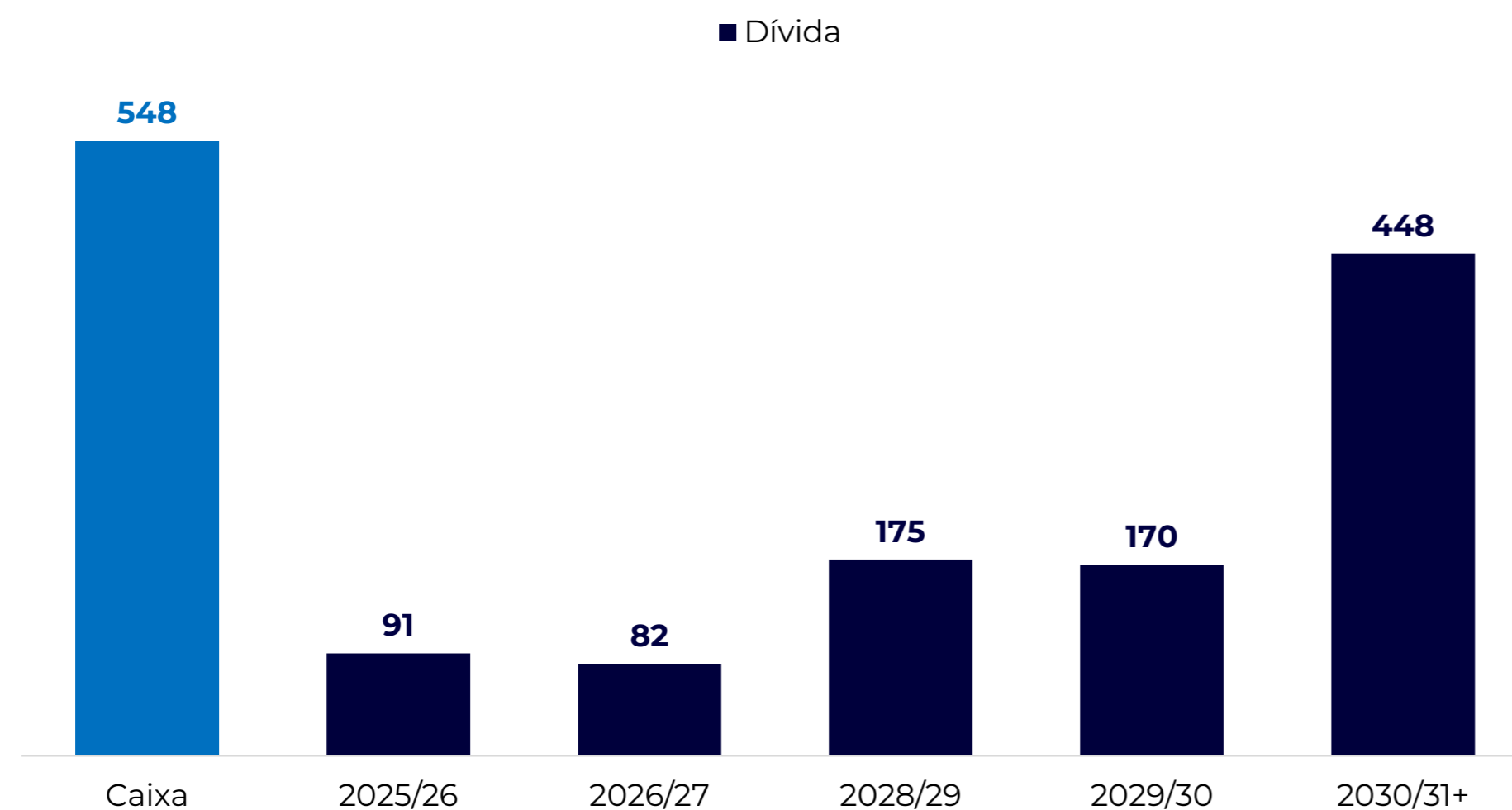
SF 24/25. A usina Ferrari alcançou um nível de moagem de 3,3 milhões de toneladas, com produtividade superior a 90 toneladas por hectare. Já a usina São Luiz moeu 2,9 milhões de toneladas. A receita operacional líquida atingiu R\$1,0 bilhão (+12,5% a/a) na safra 2024/25, após avanço de 17,2% a/a nas 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).

Nossa Visão. Companhia associada à Copersucar, o que permite maior previsibilidade de vendas. Por outro lado, está exposta à volatilidade de preços do setor de açúcar e etanol, além de possuir menor escala operacional e concentração da produção industrial. Segundo as últimas demonstrações financeiras anuais, possui bom perfil de liquidez (6,0x na safra 24/25) e dívida alongada. A alavancagem era de 0,9x, mas deve ser elevada após a maior fluxo de investimentos e pressão no mercado de açúcar e etanol.

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

Rating. S&P: brAA-

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Ferrari,, Usina Batatais 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	Usina Batatais 24/25
Receita Líquida (R\$ Mi)	769	877	909	1.023	2.025
Margem Bruta	31,8%	32,8%	27,9%	38,4%	31,4%
EBITDA (R\$ Mi)	291	322	345	482	773
Margem EBITDA	37,9%	36,7%	38,0%	47,1%	38,2%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	219	149	85	209	178
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	494	525	494	418	722
Dívida Bruta/PL	2,1	1,8	1,7	1,3	2,2
Dívida Líquida/EBITDA	1,7	1,6	1,4	0,9	0,9
Ativo CP/ Passivo CP	1,1	1,3	1,9	3,4	1,5
Caixa/Dívida CP	0,8	1,0	2,1	6,0	1,9
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	321	385	416	376	842
FCI	-303	-277	-261	-156	-576
FCF	47	15	-53	-48	-231
Δ Caixa	65	123	102	172	35



FS

Perfil. A FS é a maior produtora de etanol de milho do Brasil, com três plantas industriais em operação em Mato Grosso e uma quarta em construção (Campo Novo do Parecis). A tese de crédito se apoia em: (i) posição de liderança em um mercado com demanda estrutural crescente – influenciado por RenovaBio e mandato de mistura de etanol anidro; (ii) diversificação de receitas entre etanol (anidro e hidratado), DDG, óleo de milho e CBIOS; (iii) margens operacionais em expansão por ganhos de eficiência e escala; e (iv) perfil de dívida alongado com acesso diversificado a mercados de capitais (Green Bonds, CRAs e bilaterais).

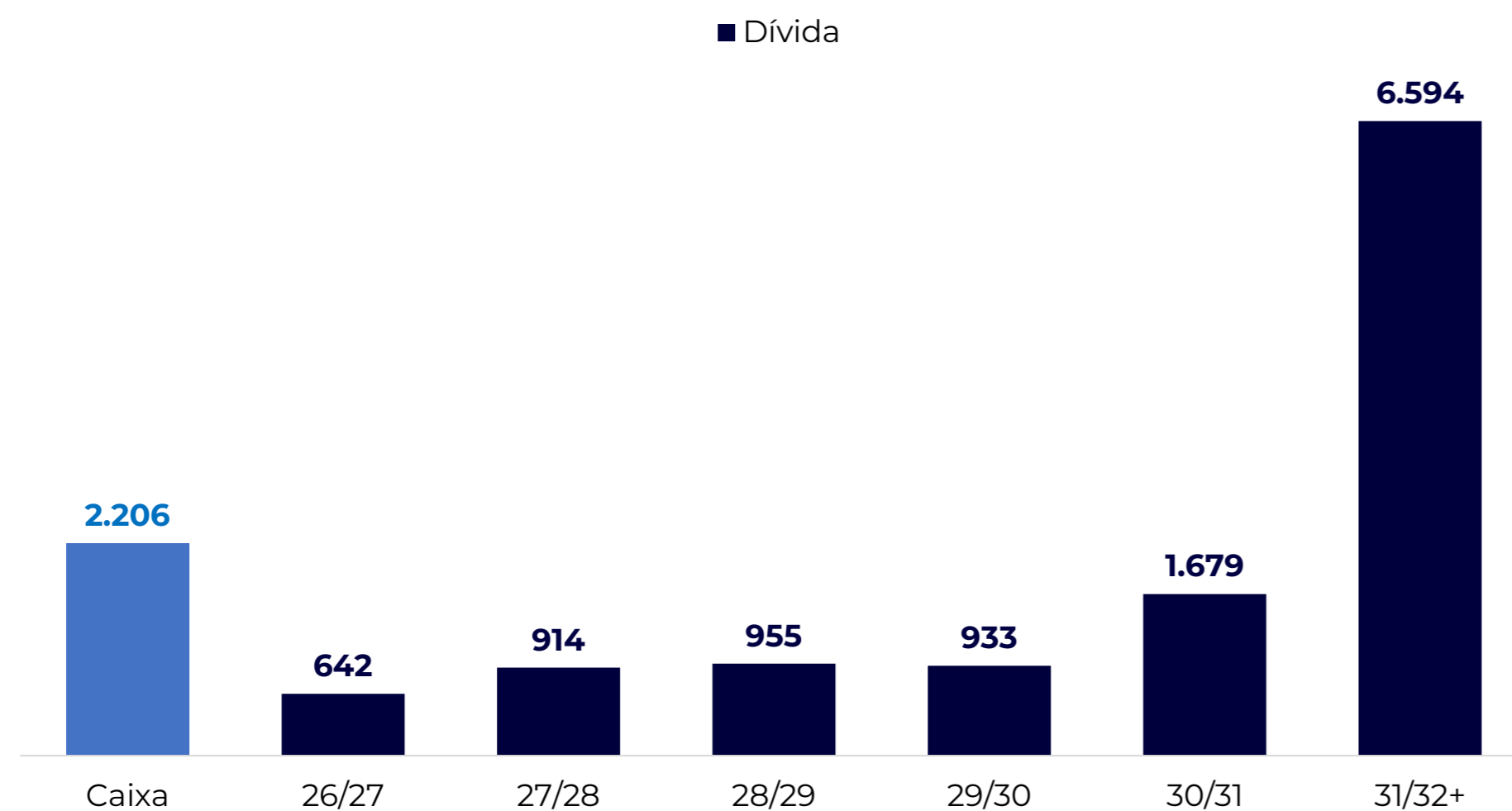
Destaques do 3T da safra 25/26. A receita líquida consolidada atingiu R\$9,8 bilhões (inclui vendas de etanol e milho) no período de 9M findo em dez/25. EBITDA totalizou R\$2,6 bilhões nos 9M (+40% a/a), com margem de 26,8% (+2 p.p.); no trimestre o EBITDA foi de R\$1,0 bilhão (+40% a/a), com margem de 28,5% (+3 p.p.). A expansão de margens reflete: margem bruta industrial de 38,0% no 3T26 (+4,4 p.p. vs. 3T25).

Nossa Visão. A FS apresenta perfil de crédito moderado com perspectiva positiva. A empresa demonstra forte crescimento operacional (EBITDA 12M +75,1%, margens em expansão) e alavancagem em trajetória de queda (2,76x atualmente). Contudo, o elevado endividamento bruto de R\$11,7 bilhões, metade em moeda estrangeira, o FCL negativo decorrente de pesado ciclo de investimentos e a distribuição de dividendos (R\$1,3 bilhão) em período de queima de caixa impõem cautela. O perfil de vencimentos é relativamente alongado e a liquidez imediata é adequada, mas a dependência de refinanciamento contínuo e a sensibilidade a câmbio e preços de commodities mantêm o risco em patamar moderado. A perspectiva positiva reflete a expectativa de que a conclusão dos investimentos em 2026 trará geração de caixa incremental e desalavancagem.

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

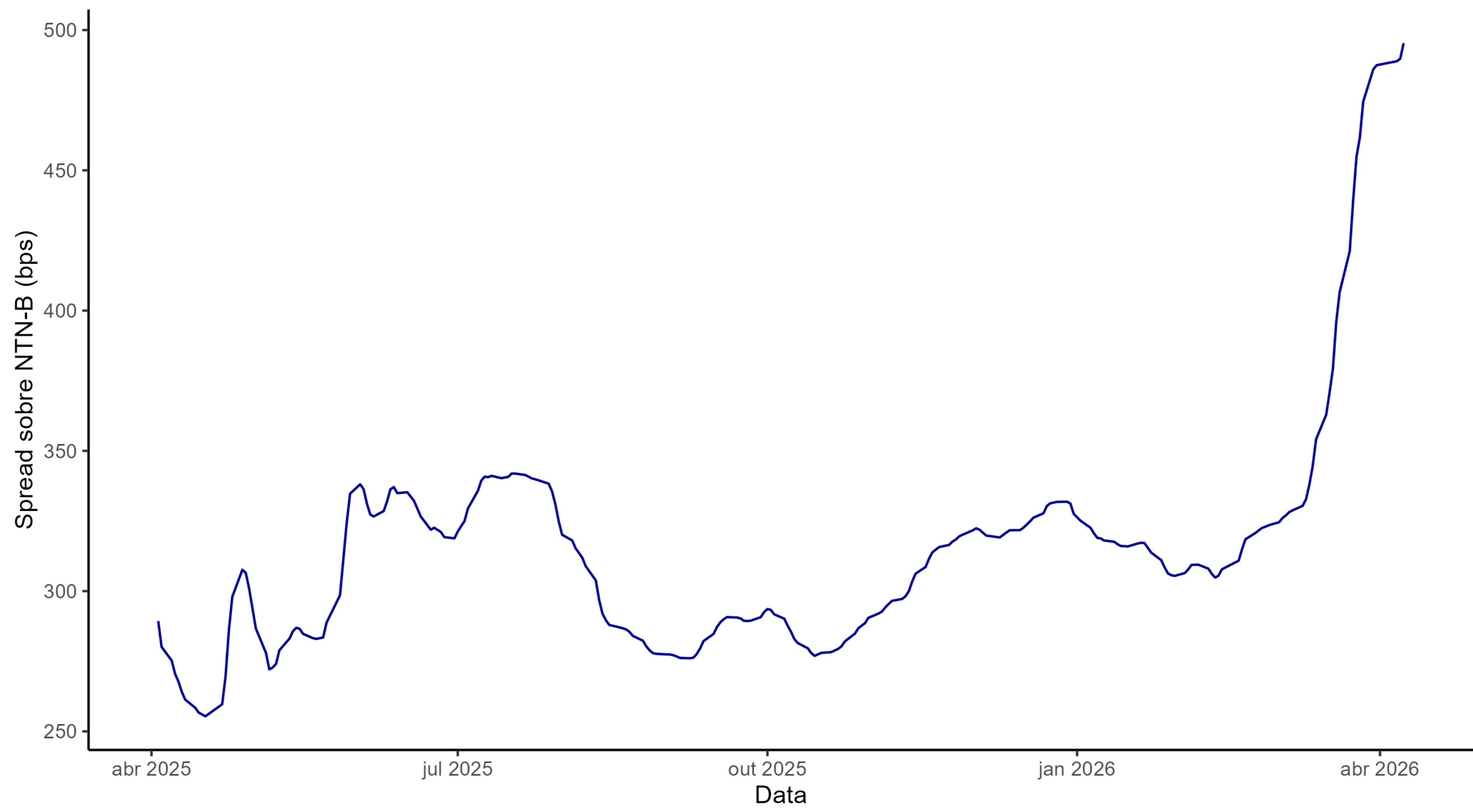
- Baixa correlação entre o preço do milho e do etanol no Brasil;
- Elevação do preço do milho pode vir a pressionar margem na próxima safra 2025/26;
- Anúncio de novas plantas de produção e nível de alavancagem.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	SF 22/23	SF 23/24	SF 24/25	3T25/26 UDM	Cerradinho 3T25/26 UDM	Raizen 3T25/26 UDM
Receita Líquida (R\$ Mi)	7.551	8.072	10.689	12.897	4.237	215.705
Margem Bruta	33,5%	22,5%	36,4%	30,2%	31,3%	4,3%
EBITDA (R\$ Mi)	2.392	846	2.699	3.445	1.453	8.905
Margem EBITDA	31,7%	10,5%	25,3%	26,7%	34,3%	4,1%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	877	-489	937	1.526	326	-27.458
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	4.842	5.365	6.800	9.513	2.524	55.322
Dívida Bruta/PL	9,4	-	16,8	47,0	2,3	-
Dívida Líquida/EBITDA	2,0	6,3	2,5	2,8	1,7	5,3
Ativo CP/ Passivo CP	1,4	1,6	1,8	2,2	2,1	1,8
Caixa/Dívida CP	0,5	3,2	3,1	1,8	2,2	2,1
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	321	1.702	815	1.318	920	10.535
FCI	-681	-738	-16	-169	-273	-3.714
FCF	1.350	-2.911	-483	1.462	-47	5.084
Δ Caixa	990	-1.947	316	2.612	600	11.905



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



GDM Genética

Perfil. A GDM Genética do Brasil foi fundada em 2003 como subsidiária do Grupo Don Mario, criado em 1982 na Argentina, atuando no segmento de genética vegetal para culturas extensivas. Atualmente, o grupo global fornece cerca de 45% da genética de sementes utilizadas no cultivo global de soja, além de atuar com linhas de milho, trigo, sorgo e outras culturas. Líder em genética de soja, seu modelo de negócios se baseia em licenciamento e propriedade intelectual e desenvolvimento de cultivares de soja, milho e trigo. Possui investimento intensivo em pesquisa e opera em ciclo integrado (do banco genético até comercialização das sementes), o que leva de 5 a 7 anos.

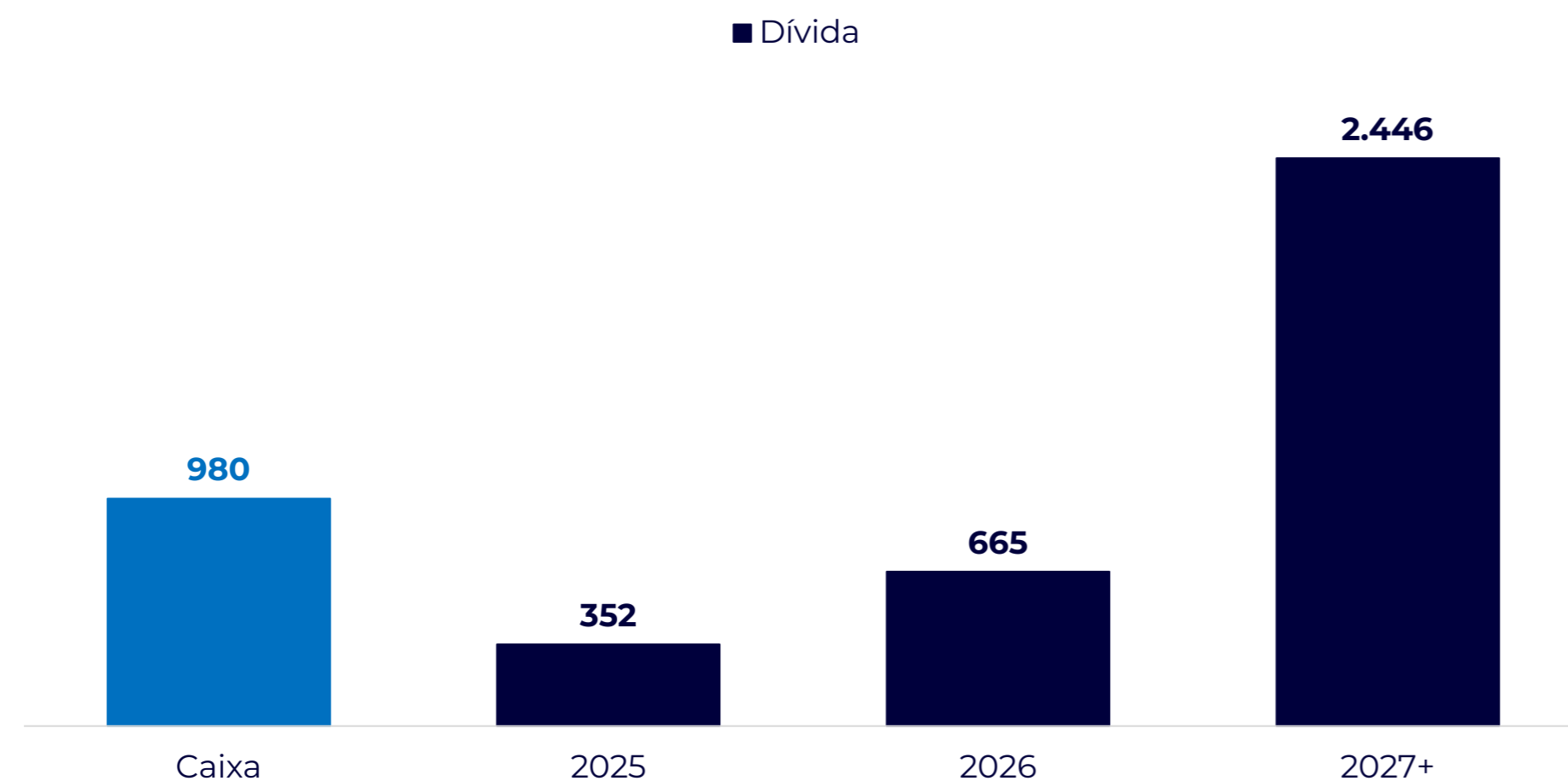
Destaques 2024. A receita líquida em 2024 foi de R\$2,6 bilhões, representando um crescimento de 20% vs. 2023 e mais que o dobro da receita registrada em 2021. O resultado foi impulsionado pelas aquisições da Biotrigo, KWS, além da expansão do uso do material genético da GDM. Por outro lado, a menor rentabilidade do cultivo e as condições financeiras mais pressionadas dos produtores fizeram com que estes reduzissem os investimentos em sementes de maior valor agregado, gerando um impacto nos desenvolvedores de sementes. Assim, o EBITDA caiu para R\$1,5 bilhão (-9,6% a/a), com margem EBITDA de 58%.

Nossa Visão. É beneficiada por alta conversão de caixa, posição de liderança global e diversificação em outras culturas,. Sua alavancagem aumentou após aquisição da KWS por R\$1,4 bilhão e da Biotrigo por R\$0,4 bilhão. Além disso, companhia possui pouca abertura de informações financeiras.

Acionistas. A GDM Genética do Brasil é controlada pela GDM Holding Uruguai. Em última instância o controlador é Gerardo Bartolomé, fundador da companhia.

Rating. —

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: GDM Genética e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Líder global no desenvolvimento genético de soja;
- Diversificação para outras culturas de grãos com extenso banco genético;
- Alta conversão de caixa.

Pontos de Atenção

- Altos investimentos em P&D;
- Competição global;
- Menor poder de aquisição dos produtores;
- Aumento da pirataria.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2021	2022	2023	2024
Receita Líquida (R\$ Mi)	1.153	1.481	2.134	2.567
Margem Bruta	91,7%	91,5%	92,6%	84,2%
EBITDA (R\$ Mi)	936	1.159	1.648	1.491
Margem EBITDA	81,2%	78,2%	77,2%	58,1%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	636	737	954	489
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	55	860	282	2.483
Dívida Bruta/PL	1,6	0,9	0,7	0,2
Dívida Líquida/EBITDA	0,1	0,7	0,2	1,7
Ativo CP/ Passivo CP	1,5	1,0	1,8	1,9
Caixa/Dívida CP	3,4	1,3	2,0	2,8
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	868	919	811	1.425
FCI	-297	-181	-383	-1.581
FCF	-479	-873	149	447
Δ Caixa	92	-135	577	291



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.

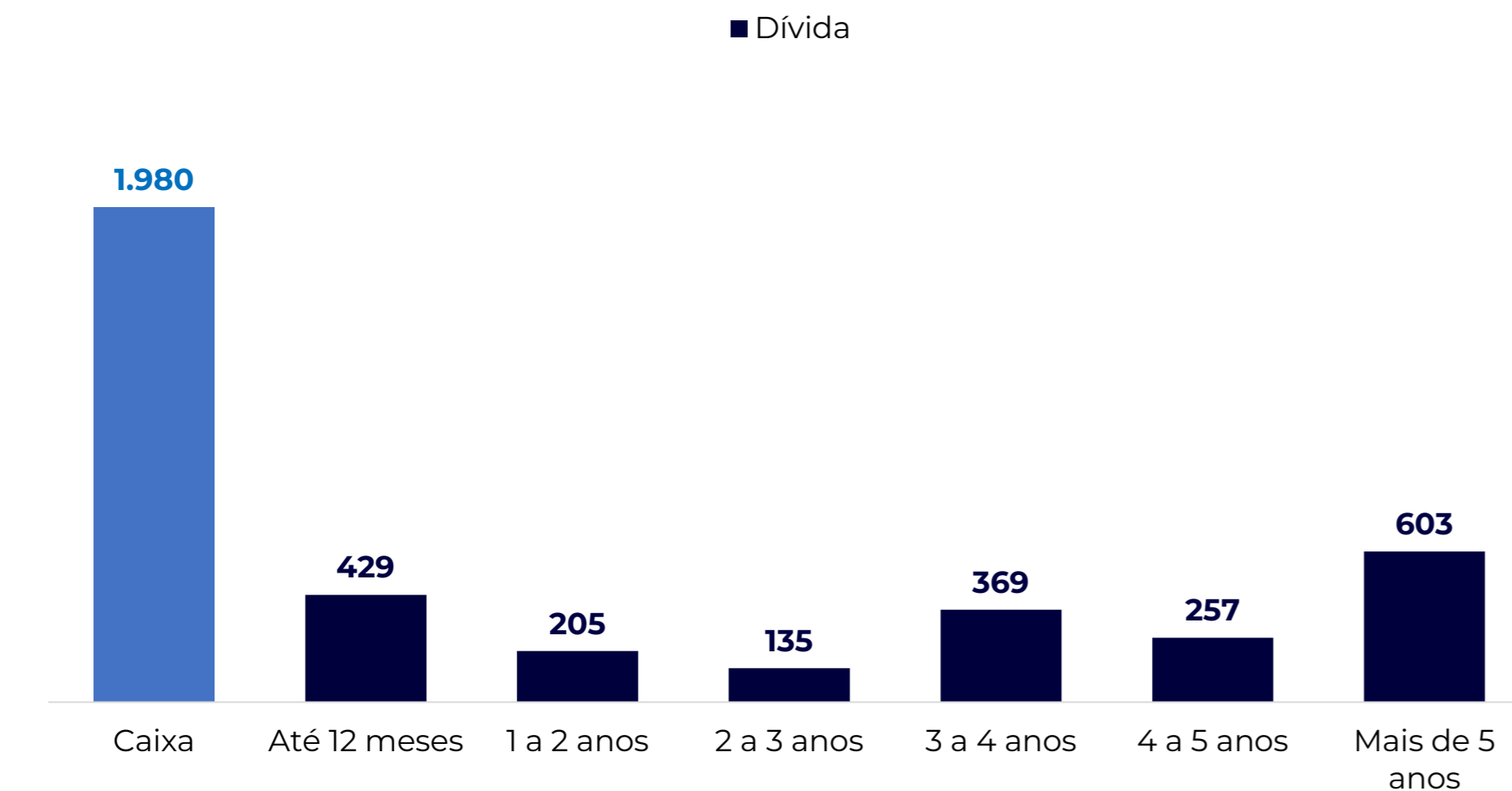
Destaques 2025. Receita líquida (+21,6% vs. 2024), sustentada por maior volume e *mix* nas operações de processamento/comercialização de *commodities* e por incentivos fiscais (crédito outorgado de ICMS de R\$154,0 milhões, Fomentar R\$23,7 milhões e ProGoiás R\$16,4 milhões). O CPV subiu para R\$4,6 bilhões, refletindo materiais, fretes, depreciação e AVP, porém a margem bruta melhorou para 11,3% (vs. 9,2% em 2024). Companhia vem ampliando o número de captações no mercado, sinalizando avanços relevantes em governança, como a implementação da divulgação de resultados trimestrais e maior acesso ao time financeiro.

Nossa Visão. O grupo segue investindo na expansão da capacidade logística e no beneficiamento de grãos, o que deve manter um nível de *capex* elevado nos próximos anos. Apesar disso, preserva métricas de crédito conservadoras, com estrutura de capital sólida. Em termos de liquidez, as captações recentes alongaram o perfil da dívida e reduziram a dependência de linhas bancárias, mitigando riscos de curto prazo. Como ponto de monitoramento, permanece a exposição à ciclicidade do segmento agro, especialmente à volatilidade dos preços das *commodities* agrícolas e menor escala operacional frente a *tradings* multinacionais e operadores verticalizados (ex: Amaggi).

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)



Fonte: Grupo Cereal, Caramuru e Safra .

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	2022	2023	2024	2025	Caramuru 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	4.620	4.089	4.294	5.221	8.158
Margem Bruta	7,4%	7,5%	9,2%	11,3%	12,1%
EBITDA (R\$ Mi)	270	222	296	474	812
Margem EBITDA	5,8%	5,4%	6,9%	9,1%	10,0%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	139	119	143	292	571
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	341	180	278	18	1.213
Dívida Bruta/PL	3,2	2,7	3,4	3,7	1,2
Dívida Líquida/EBITDA	1,3	0,8	0,9	0,0	1,5
Ativo CP/ Passivo CP	1,8	1,8	2,1	2,3	1,8
Caixa/Dívida CP	2,2	3,5	2,7	4,6	1,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	-8	343	195	538	-26
FCI	-126	-184	-192	-224	-112
FCF	58	197	626	72	-378
Δ Caixa	-76	356	628	387	-515



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.

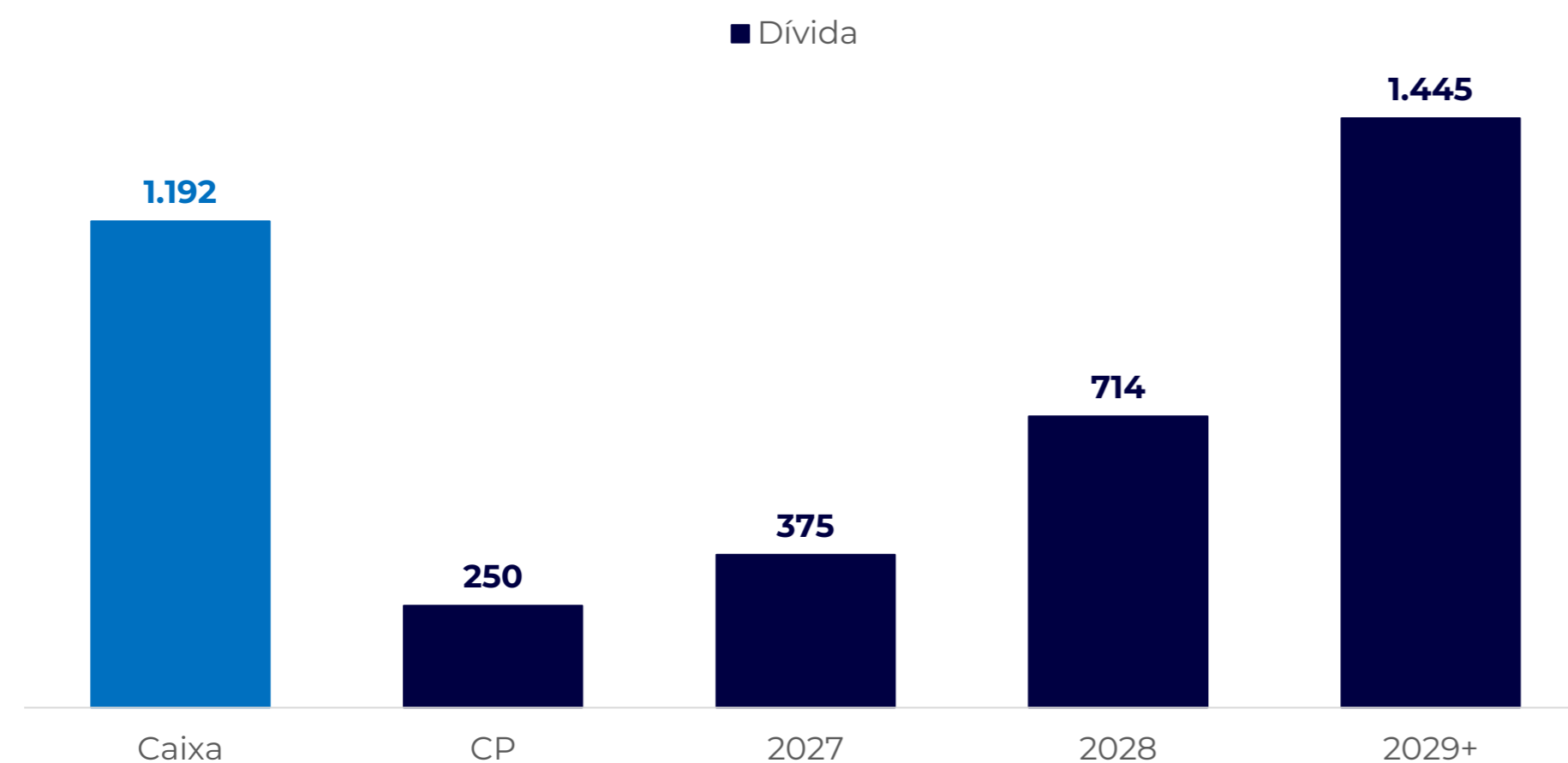
Destaques 2025. A receita líquida avançou 3,1% a/a, atingindo R\$2,6 bilhões, sendo suportada pelo avanço de 5,0% na receita da operação da refrescos bandeirantes, compensando a queda nas demais operações, com destaque para a contração de 22,5% na receita líquida da Vitamedic. O EBITDA, por sua vez, totalizou R\$348 milhões (-9,2% a/a), com menor margem bruta e maiores custos de G&A.

Nossa Visão. Principal ponto de atenção do grupo é relacionado a queima de caixa tanto na operação de medicamentos quanto na de produtos de limpeza, que tiveram um volume bem relevante de investimentos nos últimos anos e drenaram a geração da operação de envase da Coca Cola. Apesar dos resultados mais fracos em medicamentos, o grupo como um todo continuou dando foco e investindo no ativo. Na operação de produtos de limpeza, ainda estão investindo no desenvolvimento da marca e do parque fabril, com uma expectativa de chegar no breakeven em 2027, mas que pode ser prorrogada. A alavancagem segue elevada, tendo atingido 3,9x no final de 2024.

Acionistas. O grupo é controlado pela família fundadora.

Rating. 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

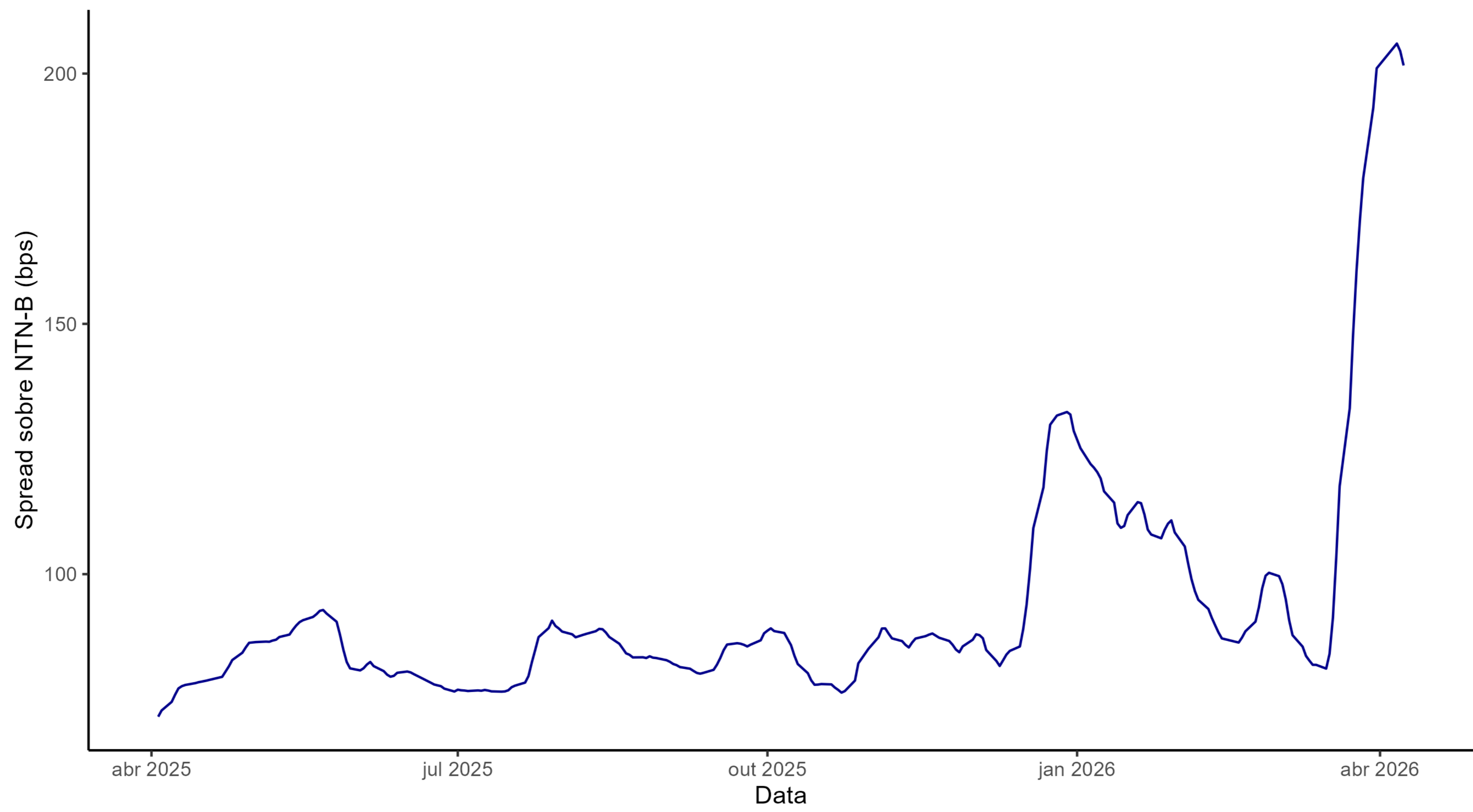
- Preço do açúcar impacta diretamente a margem de operação. Risco mitigado através de parcerias com fornecedores;
- Investimentos nas operações da Vitamedic e N&L podem não trazer o retorno esperado e impactar o resultado consolidado.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	Solar 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	1.960	2.233	2.512	2.590	12.620
Margem Bruta	40,0%	43,8%	42,6%	42,0%	38,6%
EBITDA (R\$ Mi)	305	333	383	348	2.743
Margem EBITDA	15,6%	14,9%	15,2%	13,4%	21,7%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	80	-31	-54	-100	1.394
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	897	1.168	1.265	1.592	875
Dívida Bruta/PL	1,1	1,5	2,5	3,4	0,4
Dívida Líquida/EBITDA	2,9	3,5	3,3	4,6	0,3
Ativo CP/ Passivo CP	2,1	2,0	3,3	2,3	0,8
Caixa/Dívida CP	2,7	2,4	7,5	4,8	3,1
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	115	217	365	461	2.254
FCI	-249	-251	-432	-553	-1.390
FCF	32	199	606	369	-880
Δ Caixa	-102	165	539	278	-16



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA02400AHZ – Evolução do *Spread*



Grupo Mateus

Perfil. O Grupo Mateus é uma rede varejista que conta com 302 lojas físicas distribuídas pelas regiões Norte e Nordeste do país, além uma plataforma de *e-commerce* com mais de 1,7 milhão de usuários ativos. Suas operações dividem-se em: (i) Varejo: composto por supermercados, hipermercados e lojas de vizinhança; (ii) Atacarejo: venda de produtos tanto ao consumidor final como a estabelecimentos; (iii) Eletro: sob a bandeira Eletro Mateus, voltado à venda de eletrodomésticos, eletroeletrônicos, móveis e itens de bazar. (iv) B2B: atende estabelecimentos de pequeno e médio porte.

Destques 2025. Receita líquida com alta de 19,8% a/a, explicada pela consolidação do Novo Atacarejo no 2º semestre, expansão orgânica (22 aberturas no ano) e forte tração do Atacado B2B. O ciclo de caixa foi de 43 dias no 4T25 e o SSS consolidado foi 2,9% no ano, mas desacelerou no 4T em meio a deflação de alimentos, maior endividamento das famílias e mudança de *mix*. O capex foi R\$1,1 bilhão (-9,7% a/a), com foco em cidades menores e parcerias, enquanto o Eletro foi racionalizado (28 fechamentos).

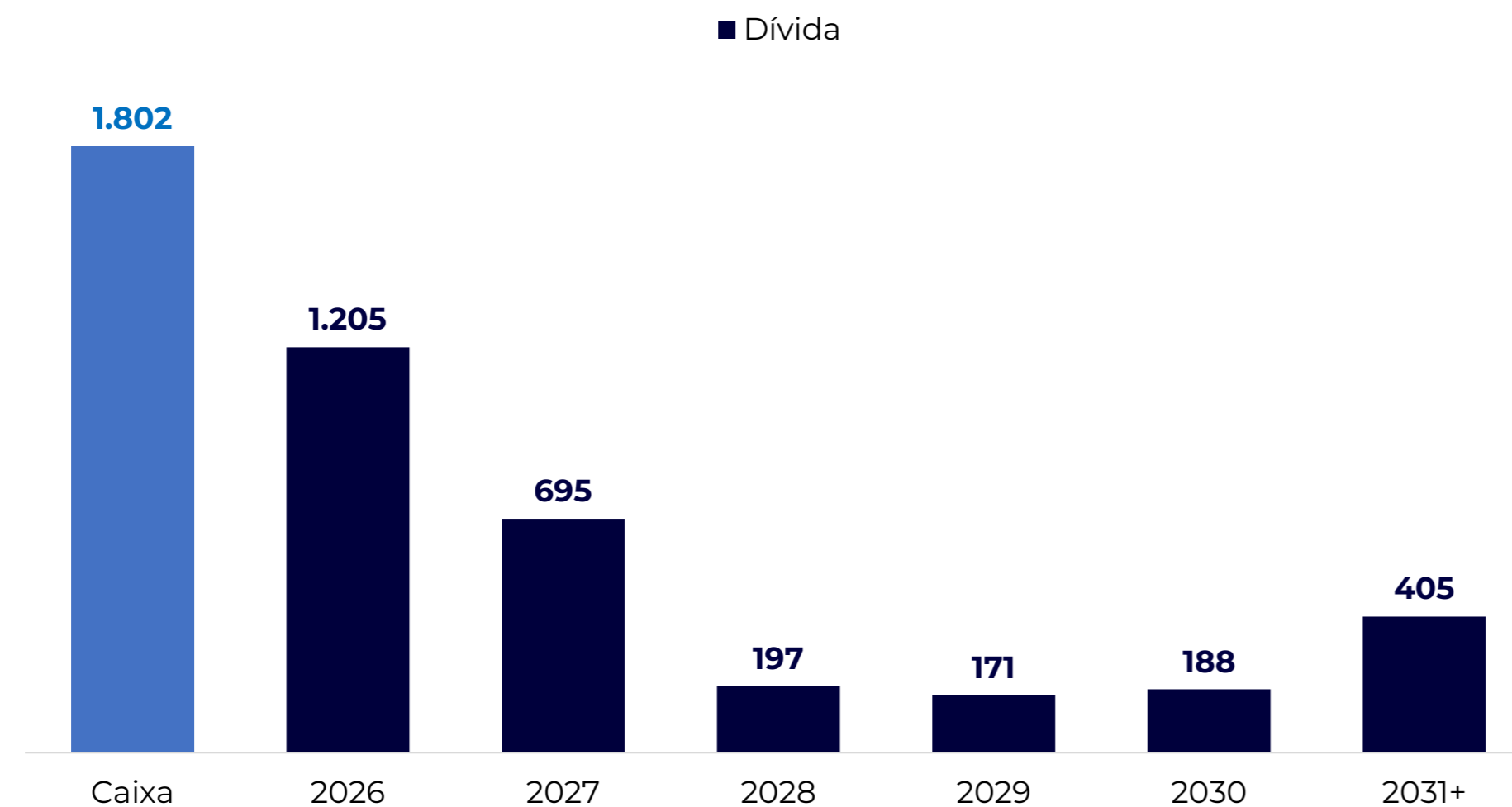
Um erro contábil na classificação dos estoques resultou em um montante de aproximadamente R\$1,1 bilhão (cerca de R\$200 mm por ano nos últimos 5 anos). No 3T25, foi realizado o ajuste dos números relativos ao ano fiscal de 2024, inicialmente sem efeito caixa. A sinalização foi negativa do ponto de vista de governança e controles. A empresa mencionou mudanças nos processos internos, como aumento da frequência dos inventários e adoção de novos sistemas para registro de notas e movimentações.

Nossa Visão. Em termos financeiros, continuam com alavancagem reduzida, mesmo após o processo de integração junto ao Novo Atacarejo. O perfil desalavancado garante espaço para a continuidade da estratégia de expansão da rede varejista, visando diversificação geográfica nas regiões Norte e Nordeste.

Acionistas. Controladores (79,6%), *free float* (20,4%)

Rating. Fitch: AAA(bra)

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Grupo Mateus e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Boa posição de caixa e cronograma de amortização da dívida bem distribuída ao longo dos anos;
- Diversificação geográfica nas regiões Norte e Nordeste, associada a uma captura de oportunidades em um setor pulverizado;
- Estrutura operacional multiformato, com mercados, supermercados, atacarejo e venda de eletrônicos.

Pontos de Atenção

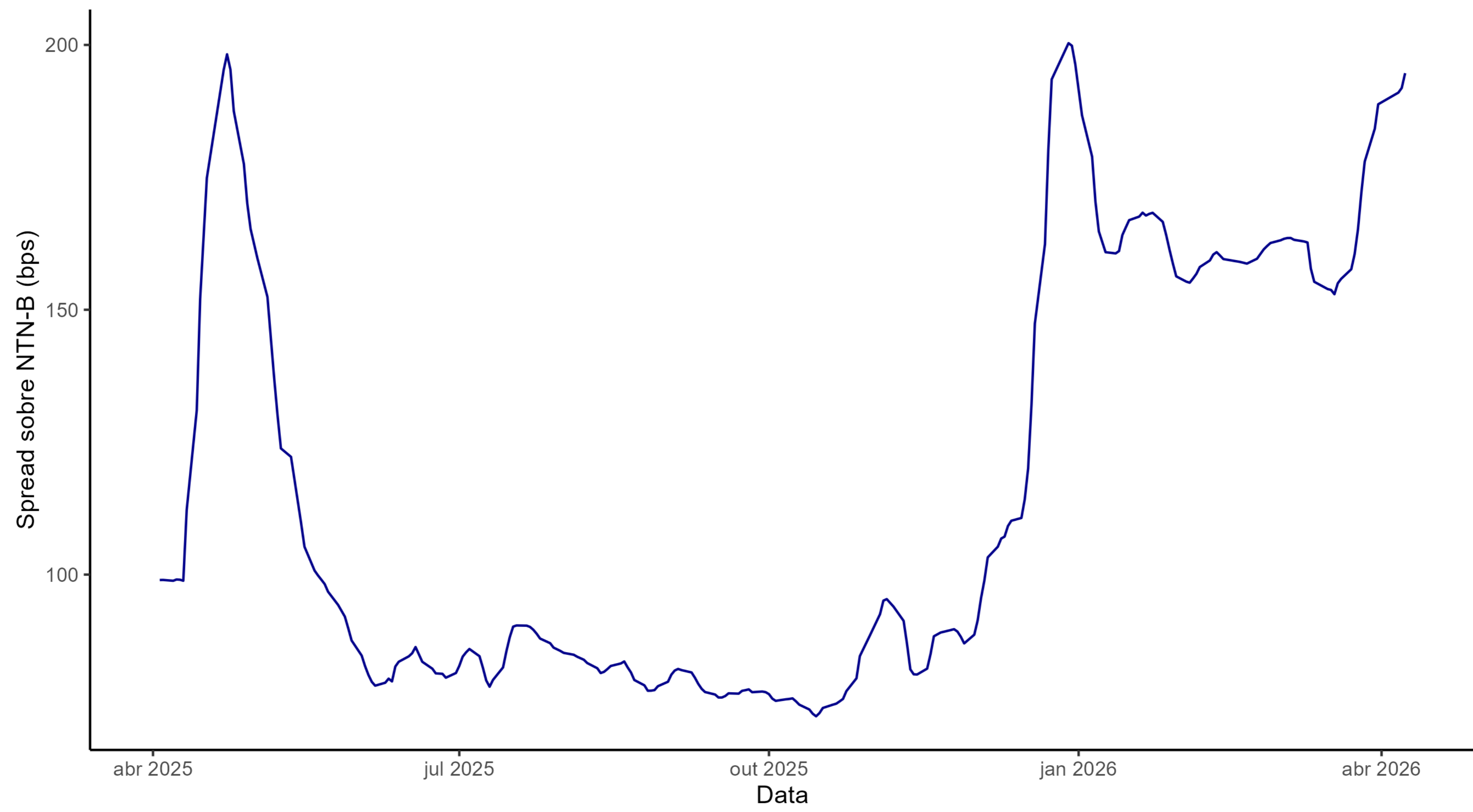
- FCL pressionado pelo capital de giro e Capex. O risco de capital de giro é mitigado pelo redução do ciclo de caixa. O Capex deve continuar robusto;
- Alavancagem irá incrementar, mas em nossa, visão ocorrerá de maneira controlada;
- A companhia se beneficia de incentivos fiscais, com efeito significativo no lucro líquido.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	21.768	26.774	32.085	38.424
Margem Bruta	22,0%	21,7%	22,3%	22,4%
EBITDA (R\$ Mi)	1.694	2.036	2.373	2.801
Margem EBITDA	7,8%	7,6%	7,4%	7,3%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	1.065	1.235	1.273	1.857
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	34	489	610	1.059
Dívida Bruta/PL	0,2	0,2	0,2	0,2
Dívida Líquida/EBITDA	0,0	0,3	0,3	0,4
Ativo CP/ Passivo CP	3,2	2,4	2,3	1,7
Caixa/Dívida CP	9,3	2,8	4,0	1,5
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	978	954	1.461	1.960
FCI	-601	-1.057	-1.134	-878
FCF	540	-404	47	-944
Δ Caixa	917	-507	374	138



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima 22C1362141 – 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 abrange uma rede própria de hospitais, clínicas e centros de diagnósticos. A estrutura operacional conta com rede de hospitais própria, clínicas e unidades de diagnósticos que verticalizam o atendimento e permitem à companhia maior controle da sinistralidade e preços competitivos em suas linhas de produtos.

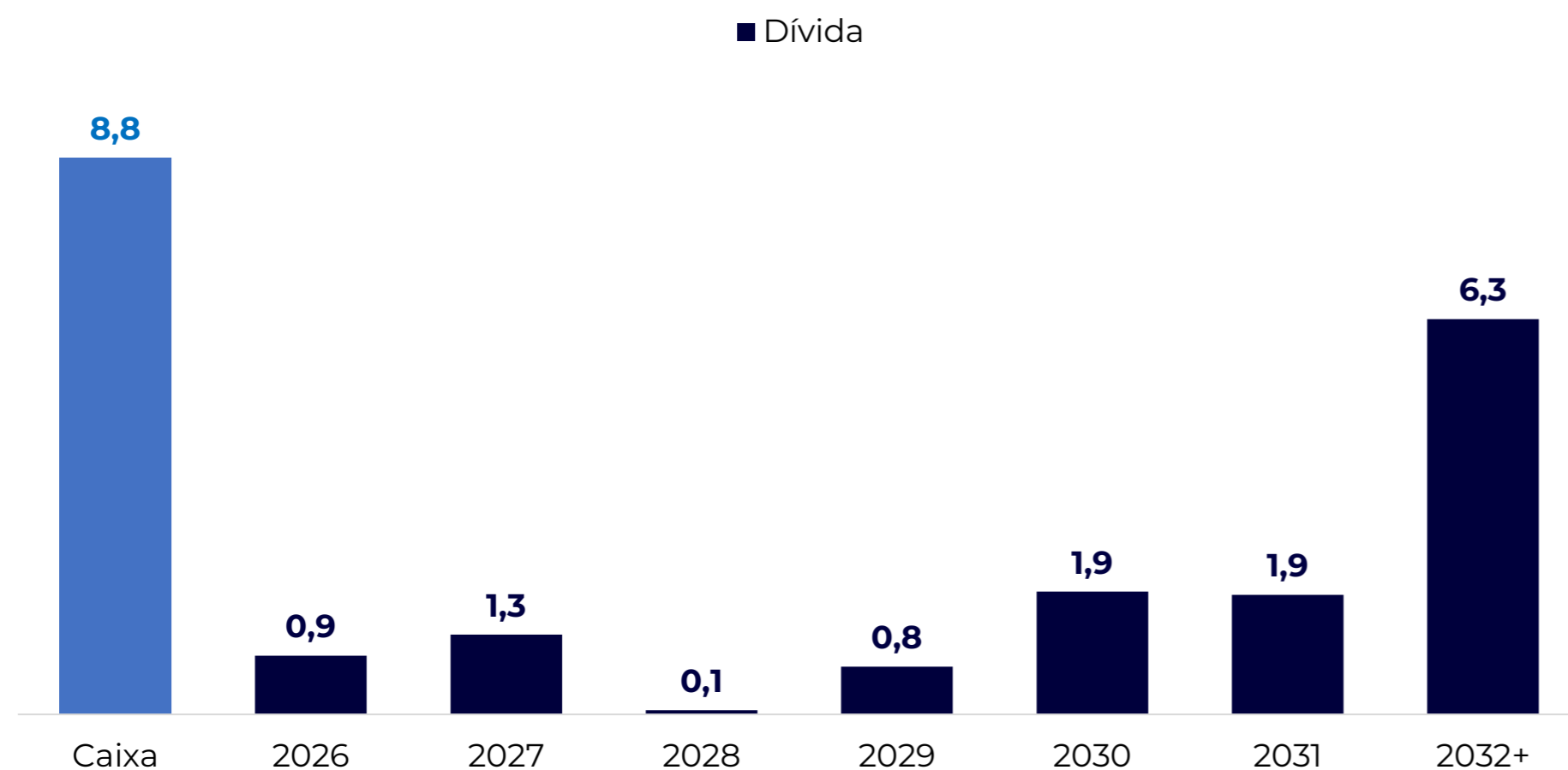
Destaques 2025. Sinistralidade caixa registrou avanço de 1,7p.p. no ano, atingindo 74,1%, influenciada pela adição de novas unidades no portfólio no início do ano. A compressão nas margens reflete pressão de custos, cenário competitivo nas praças do Sudeste, com perda de *market share* em SP e RJ. Adicionalmente, a abertura de spreads no mercado secundário (ainda que de maneira agressiva, em nosso entendimento) pode encarecer futuras captações e elevar o custo médio da dívida.

Nossa Visão. A Hapvida apresenta perfil de crédito de risco moderado, sustentado por uma liquidez adequada (R\$5,6 bilhões de caixa livre), cronograma de amortização relativamente bem distribuído e alavancagem de 1,3x no 4T25, significativamente abaixo do covenant de 3,0x. Por outro lado, a empresa opera com margem EBITDA pressionada, sinistralidade em alta e despesas financeiras elevadas consumindo boa parte da geração operacional de caixa. Nossa perspectiva é negativa, pois incorpora pressão competitiva nas praças do Sudeste, sinistralidade ainda elevada ao longo de 2026 - apesar da sinalização de recomposição - e juros em patamares ainda elevados com potencial impacto sobre crescimento da carteira e geração de caixa. Adicionalmente, a abertura de spreads no mercado secundário (ainda que de maneira agressiva, em nosso entendimento) pode encarecer futuras captações e elevar o custo médio da dívida.

Acionistas. PPAR Pinheiro Par (39,3%), Squadra (5,2%), Tesouraria (5,5%) e *free float* (50,0%).

Rating. Fitch: AA+(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.

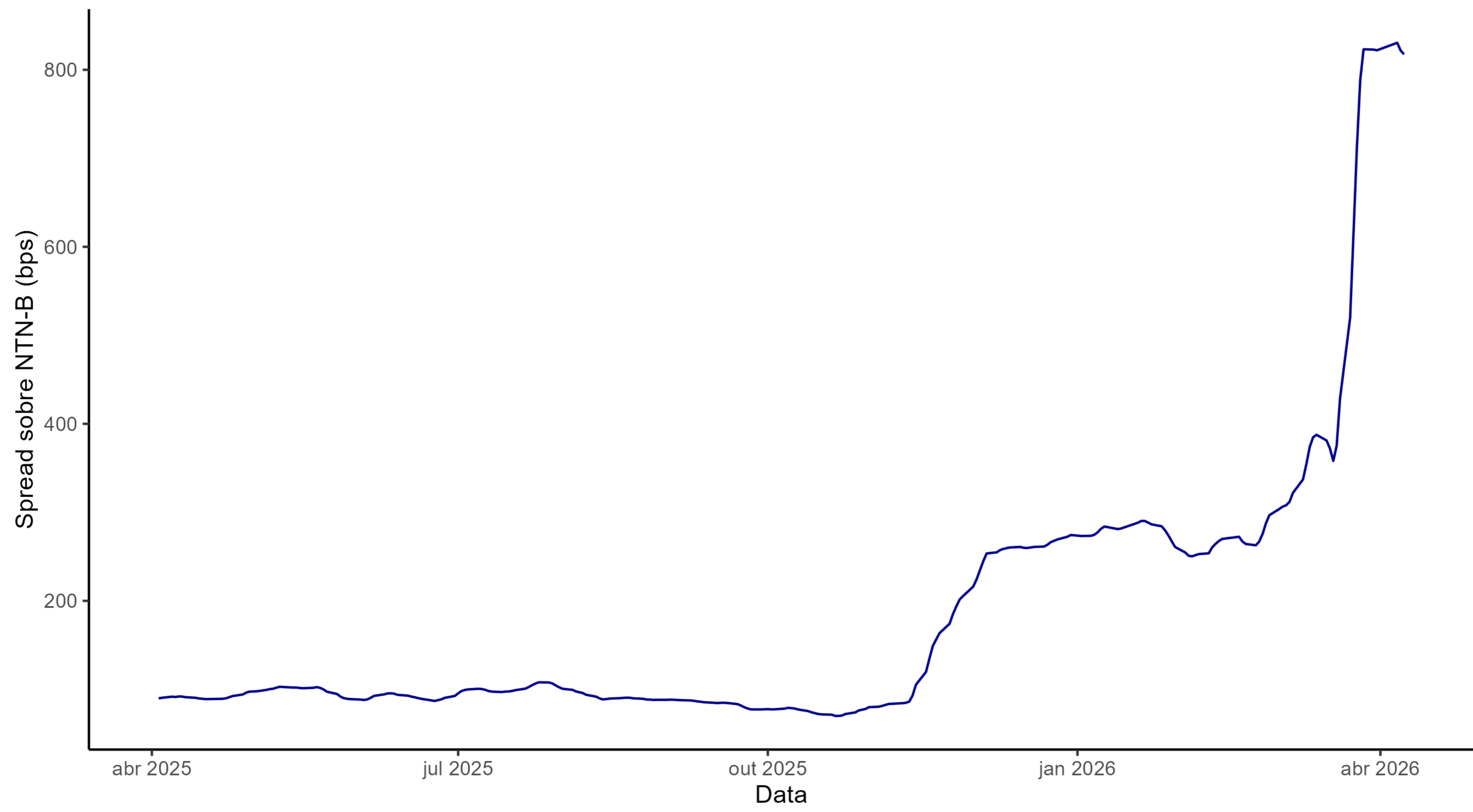
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	23.749	27.383	28.952	30.863
Margem Bruta	23,8%	25,8%	30,4%	22,0%
EBITDA (R\$ Mi)	2.518	2.932	3.795	2.971
Margem EBITDA	10,6%	10,7%	13,1%	9,6%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	-776	-828	270	-238
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	5.853	4.816	4.535	5.183
Dívida Bruta/PL	0,2	0,3	0,3	0,3
Dívida Líquida/EBITDA	2,3	1,4	1,1	1,3
Ativo CP/ Passivo CP	1,0	1,2	1,7	1,8
Caixa/Dívida CP	3,4	3,5	9,7	6,0
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	972	2.335	2.726	2.089
FCI	-3.756	-1.937	-835	-1.057
FCF	-2.151	-1.278	-1.319	-3.240
Δ Caixa	-4.936	-880	572	-2.208

Mater Dei 2025	Rede D'Or 2025
2.175	56.479
29,9%	21,9%
465	12.764
21,4%	22,9%
112	4.844
800	21.722
1,0	2,3
1,7	1,8
3,0	2,8
5,4	23,7
224	538
-96	-2.914
-262	-692
-133	-3.068



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 184 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 5.021 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.

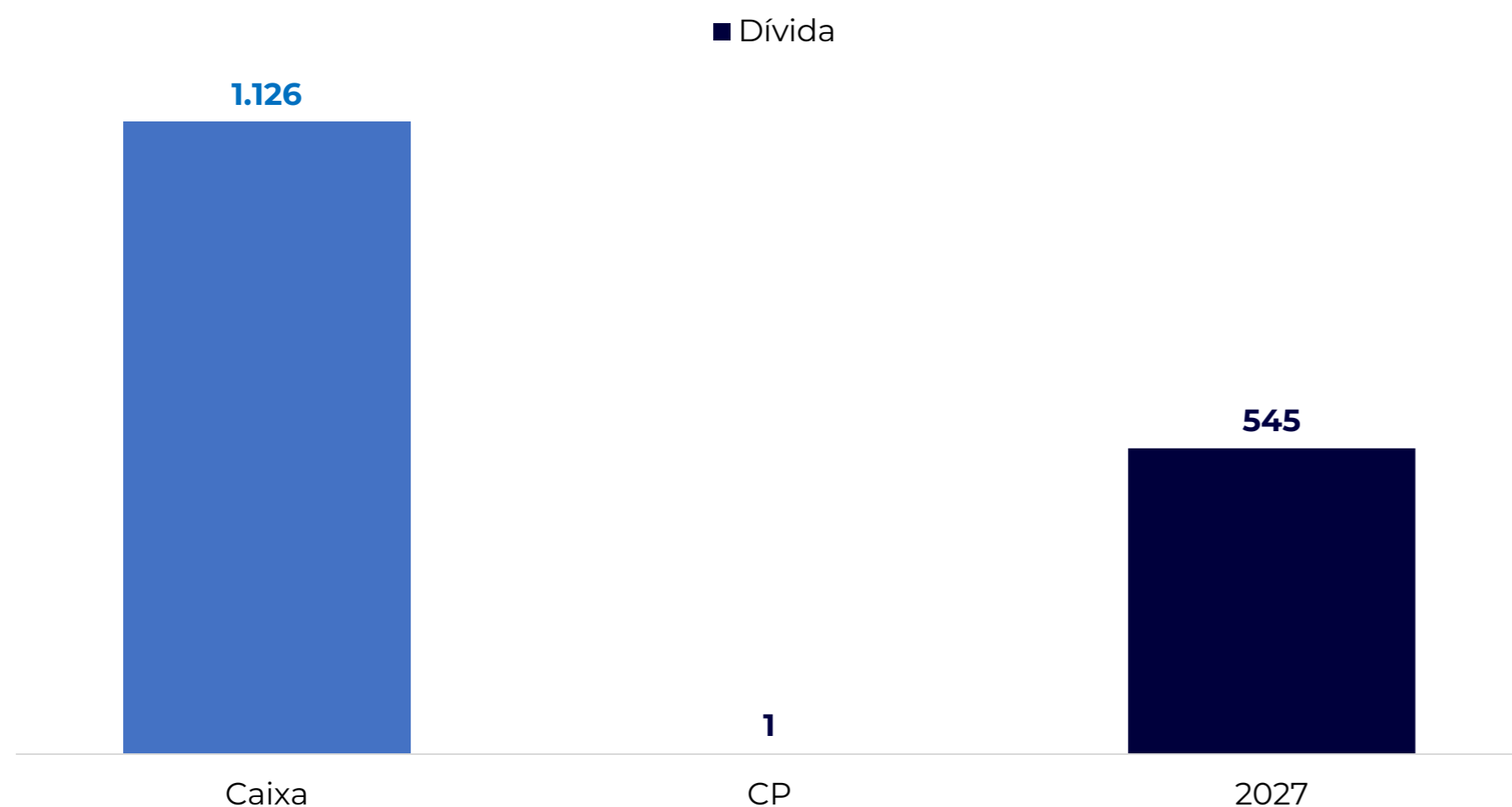
Destaques 2025. Receita líquida anual foi beneficiada pela abertura de novas unidades físicas, apesar do impacto de -1,8 p.p. vs. 2024 na margem bruta e de -1,9 p.p. vs. 2024 na margem EBITDA. Caixa líquido (dívida líquida negativa) de R\$580 milhões (-47% t/t), ainda provendo liquidez confortável. A companhia quitou suas linhas bancárias, restando apenas um CRI com vencimento em 2027.

Nossa Visão. O varejo discricionário está sujeito à ciclicidade da economia, mas a companhia historicamente tem a capacidade de manter seus níveis de rentabilidade, beneficiada pela diversificação de produtos, serviços e pelo modelo de megastores, que contribui para maior venda por metro quadrado. Sua posição no varejo de departamentos é caracterizada pelo distanciamento dos competidores de maior porte dos grandes centros urbanos, o que permite à companhia exercer vantagens competitivas a nível regional. Assim, sua presença em pontos estratégicos em vários estados traz eficiência à capacidade de estoque e oferecimento de serviços de lazer.

Acionistas. Luciano Hang (100%)

Rating. Fitch: AAA(bra)

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Havan, Casas Bahia, Magazine Luiza e Safra

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.

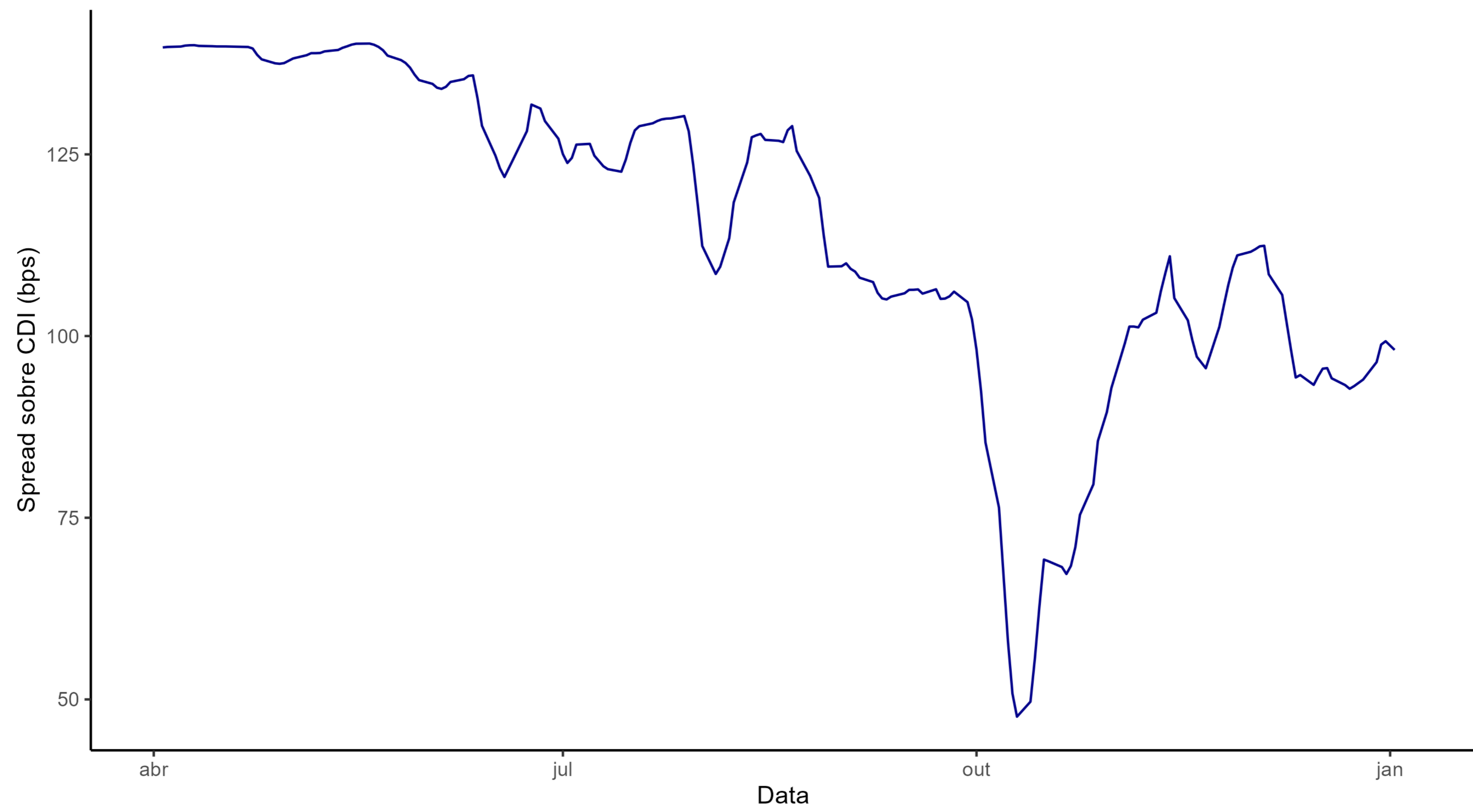
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	10.577	9.319	11.698	13.693
Margem Bruta	36,2%	40,1%	41,5%	39,7%
EBITDA (R\$ Mi)	1.968	1.884	2.781	3.000
Margem EBITDA	18,6%	20,2%	23,8%	21,9%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	425	600	1.261	1.486
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	1.280	-666	-610	-580
Dívida Bruta/PL	3,2	1,3	0,9	0,6
Dívida Líquida/EBITDA	0,7	-0,4	-0,2	-0,2
Ativo CP/ Passivo CP	1,2	1,3	1,1	1,1
Caixa/Dívida CP	0,9	4,9	4,6	1,120
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	1.298	3.075	1.932	2.232
FCI	-166	-24	-149	-97
FCF	-1.366	-2.217	-2.215	-2.405
Δ Caixa	-234	834	-432	-271

Casas Bahia 2025	Magalu 2025
29.197	38.703
30,5%	29,9%
2.555	3.204
8,8%	8,3%
-2.988	205
1.129	209
1,6	0,0
0,4	0,1
0,7	1,2
2,1	2,0
15.129	2.655
-254	-1.001
-15.781	-1.501
-906	154



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima 22C1235206 – Evolução do *Spread*



Hypera

Perfil. Companhia do segmento farmacêutico, possui portfólio de marcas consolidadas e com ampla diversificação. O setor apresenta boa resiliência do ponto de vista de crédito, com produtos essenciais. No início do ano aprovou aumento de capital de R\$1,5 bilhão, o que pode acelerar o processo de desalavancagem ao longo de 2026.

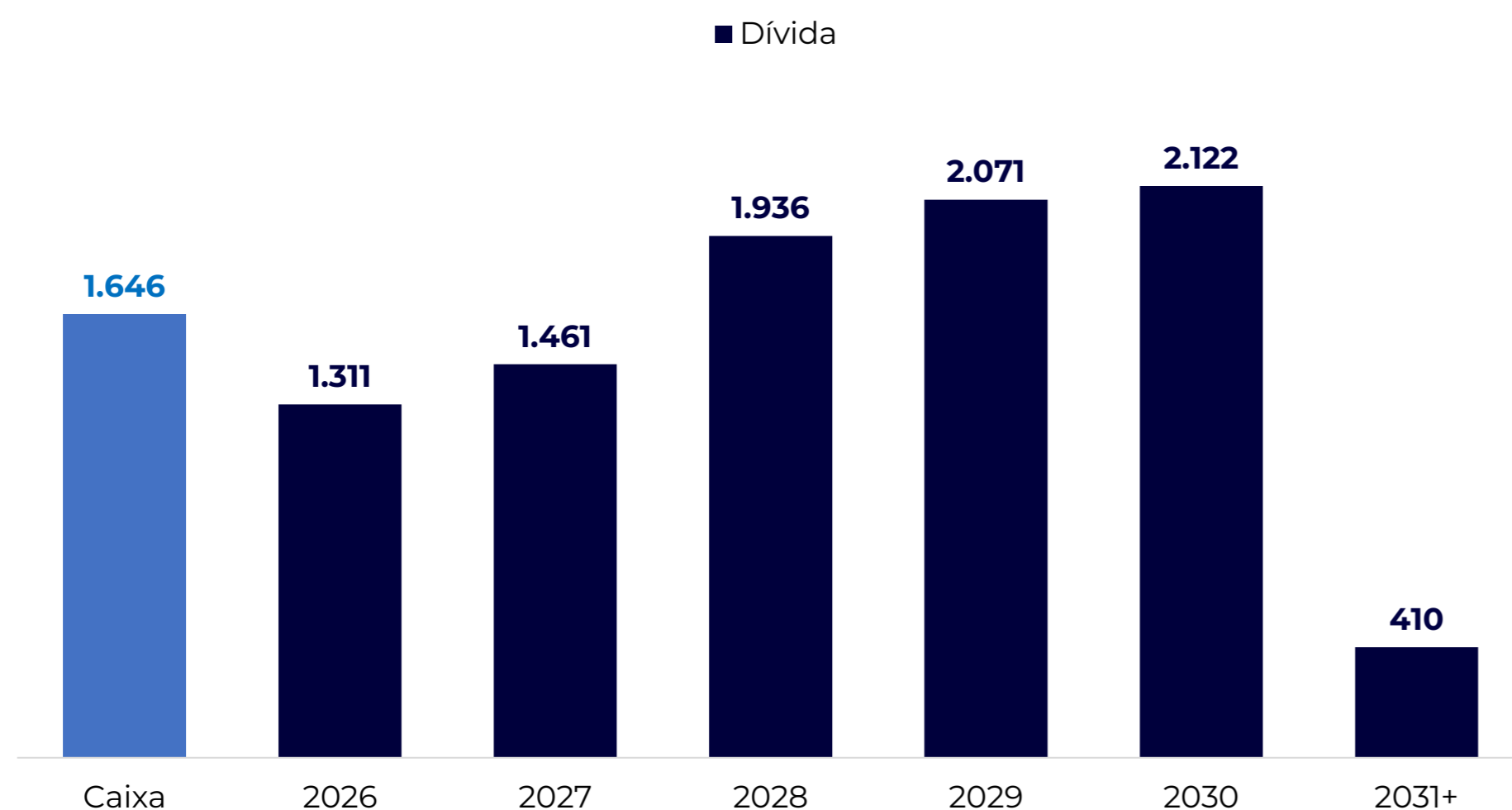
Destaques 2025. Receita líquida (+3,4% a/a) avançou abaixo do sell-out (+6,8% a/a), devido à otimização de capital de giro concluída no 2T25 (redução de estoques em clientes e prazo médio de recebimento para ~60 dias vs. 116 dias no 2T24), menor receita no canal Não-Varejo (setor público) e maior uso de descontos promocionais em genéricos. A margem EBITDA das operações continuadas recuou, pressionada por maiores despesas de marketing (+11,3% a/a) para sustentar o sell-out, parcialmente compensadas por eficiência em vendas (+2,7% a/a) e queda de G&A (-9,3% a/a).

Nossa Visão. A companhia passou por um processo de realavancagem de seu balanço após a aquisição de ativos da Sanofi e da Takeda e, mais recentemente, ajustou suas linhas de capital de giro, readequando sua estrutura de balanço à das demais companhias do segmento. No geral, o setor apresenta boa resiliência do ponto de vista de crédito, em função da essencialidade dos produtos. A Hypera vem ampliando as linhas de medicamentos de uso recorrente em sua base e possui um extenso portfólio de lançamentos para os próximos anos. O aumento de capital de R\$1,5bi realizado no final do 1T26 deve reduzir a pressão na alavancagem.

Acionistas. João Alves de Queiroz Filho (27,3%), Maiorem (14,7%), Votorantim (11,0%), free float (47,0%)

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

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Hypera e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Posição competitiva no mercado farmacêutico brasileiro;
- Resiliência do setor em momentos de fraco desempenho do PIB;
- Portfólio diversificado e boa capacidade para lançamento de novos produtos.

Pontos de Atenção

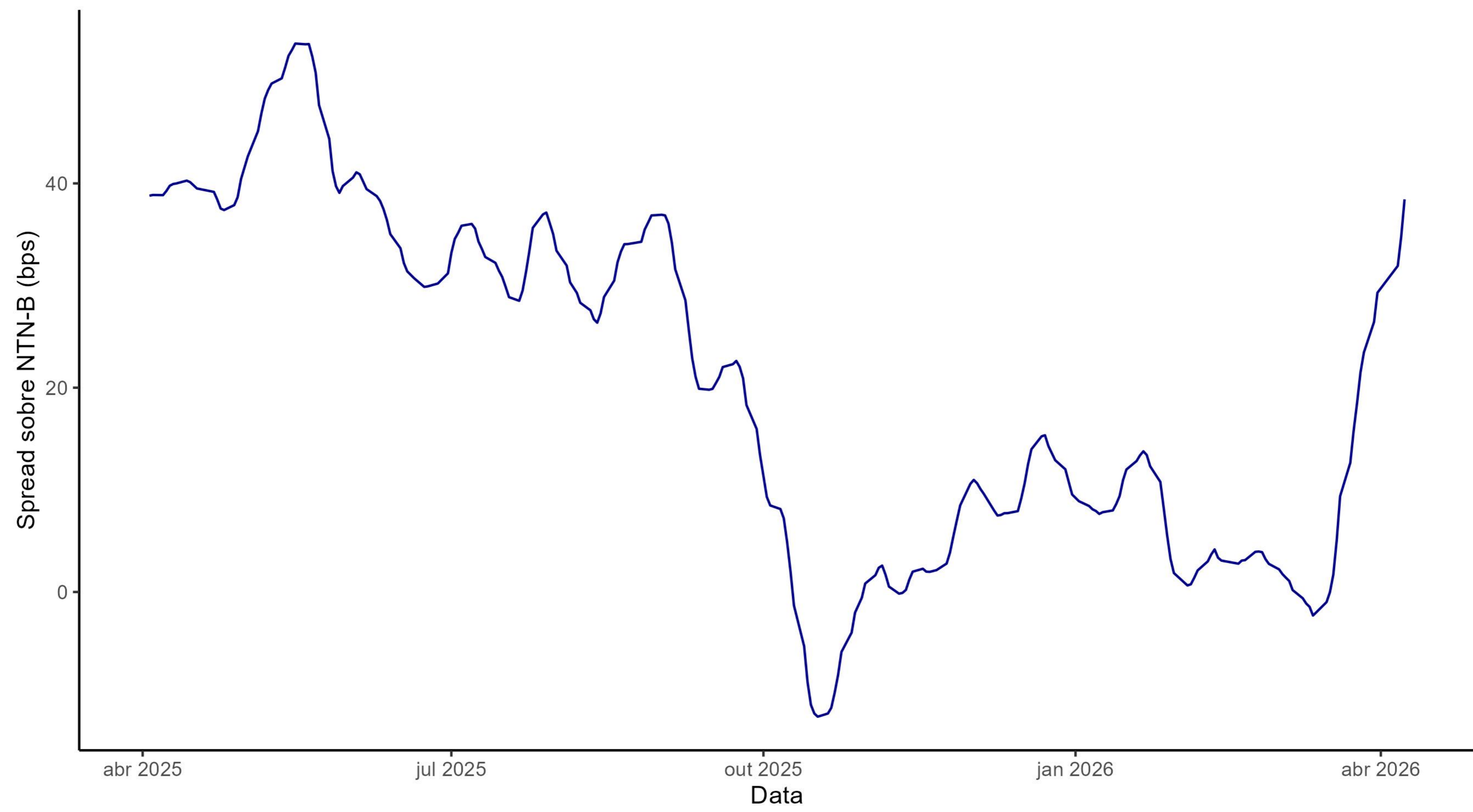
- Setor fragmentado. A companhia enfrenta concorrência de pequenas, médias e grandes empresas.
- Estresse no cenário internacional pode afetar fornecimento de insumos.
- Benefício do incentivo fiscal. Eventual perda de algum benefício, pode afetar o resultado líquido.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	7.546	7.915	7.442	7.699
Margem Bruta	63,1%	63,1%	58,9%	59,0%
EBITDA (R\$ Mi)	2.654	2.733	2.101	2.082
Margem EBITDA	35,2%	34,5%	28,2%	27,0%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	1.698	1.651	1.333	1.191
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	6.745	7.381	7.658	7.692
Dívida Bruta/PL	0,9	0,9	0,8	0,7
Dívida Líquida/EBITDA	2,5	2,7	3,6	3,7
Ativo CP/ Passivo CP	1,6	1,7	1,7	1,5
Caixa/Dívida CP	1,3	0,2	1,2	1,3
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	2.039	2.396	2.540	2.574
FCI	-1.742	-791	-592	-690
FCF	279	-1.886	-2.789	-1.979
Δ Caixa	575	-282	-842	-94



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima 22E1325262 – Evolução do *Spread*



Iguá

Perfil. A companhia opera concessões de saneamento nos estados de AL, SE, MT, SP, RJ e PR. Seu resultado é, principalmente, afetado pelas operações no RJ e SE, que ainda se encontram em fase de amadurecimento, mas podem estabilizar conforme o aumento de conexões, de volume faturado e dos reajustes tarifários anuais.

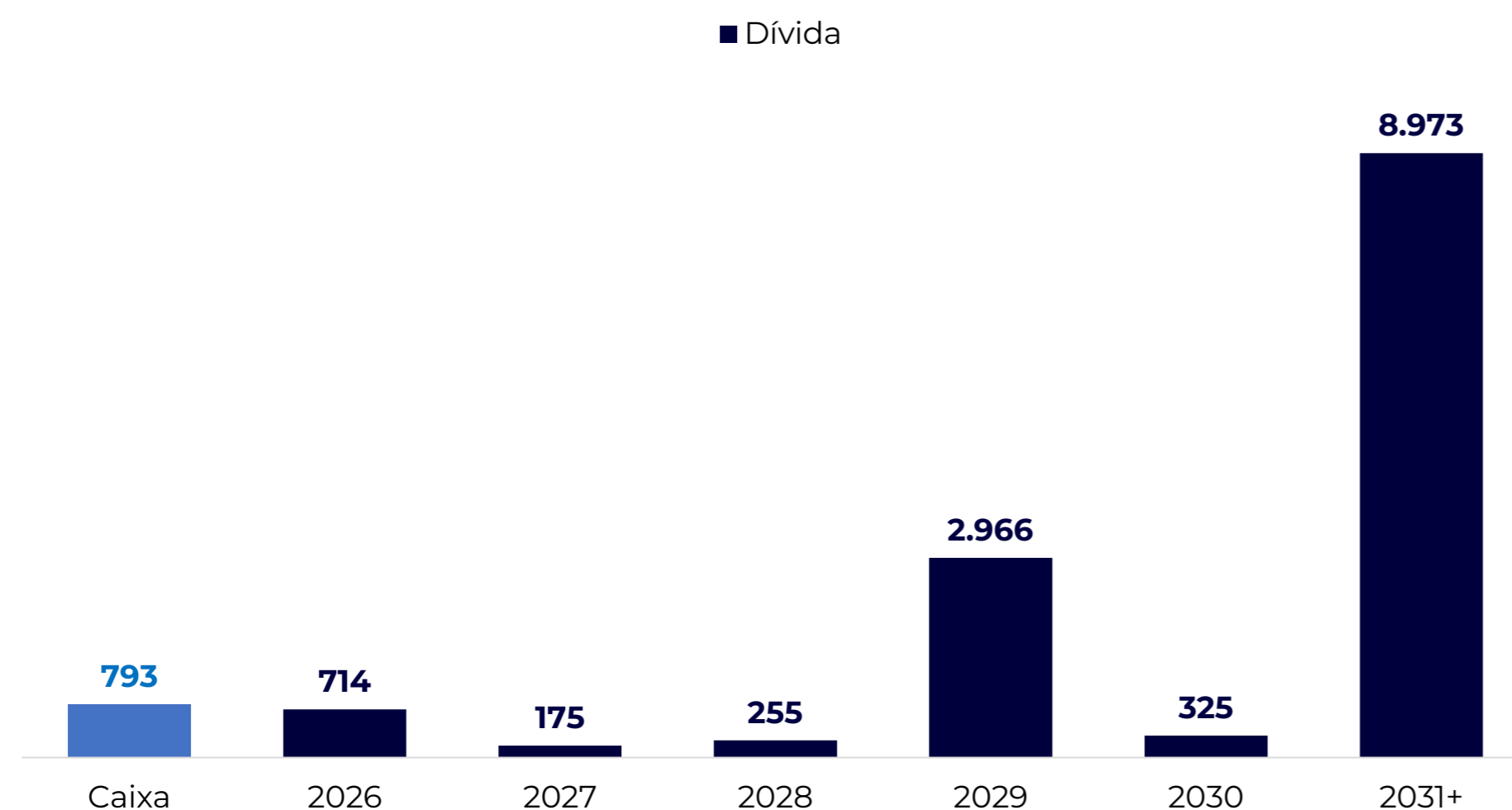
Destaques 2025. Ainda em processo de maturação da operação RJ e início da operação plena em SE (maio), ocasionando crescimento de economias (+75,4% no 4T), maior volume faturado (+36,6% vs. 2024) e regularização de clientes, com destaque para água (+47,1% a/a), esgoto (+27,6% a/a) e serviços (+59,0% a/a). Os investimentos somaram R\$828 milhões (+28,1% a/a), priorizando Sergipe (reforço de abastecimento e macromedicação), retrofit da ETE Barra (RJ) e modernização/obras em Cuiabá, Paranaguá e Paraná.

Nossa Visão. O principal fator de risco da Iguá é o nível de amadurecimento de seus ativos de saneamento em Sergipe (operações iniciadas em maio/25) e Rio de Janeiro. Elas devem ganhar maior proporção com o desenvolvimento das obras, ganho de escala e reajustes tarifários. Apesar da maior concentração de receita nesses dois ativos, a diversificação geográfica moderada do grupo Iguá reduz riscos regulatórios e hidrológicos.

Acionistas. CPP Investments (66,5%), AIMCo (24,0%), BNDESPar (9,5%)

Rating. Fitch: A+(bra) / S&P: brA

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Iguá, Sabesp, Sanepar e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Previsibilidade de receitas por se tratar de concessões de saneamento,
- Cronograma alongado de amortização, com principais fluxos a partir de 2029.

Pontos de Atenção

- Volume elevado de Capex a ser executado para cumprir exigências do Novo Marco do Saneamento;
- Principais operações ainda em maturação;
- Evolução da desalavancagem, que pode ser postergada com manutenção de juros mais elevadas.

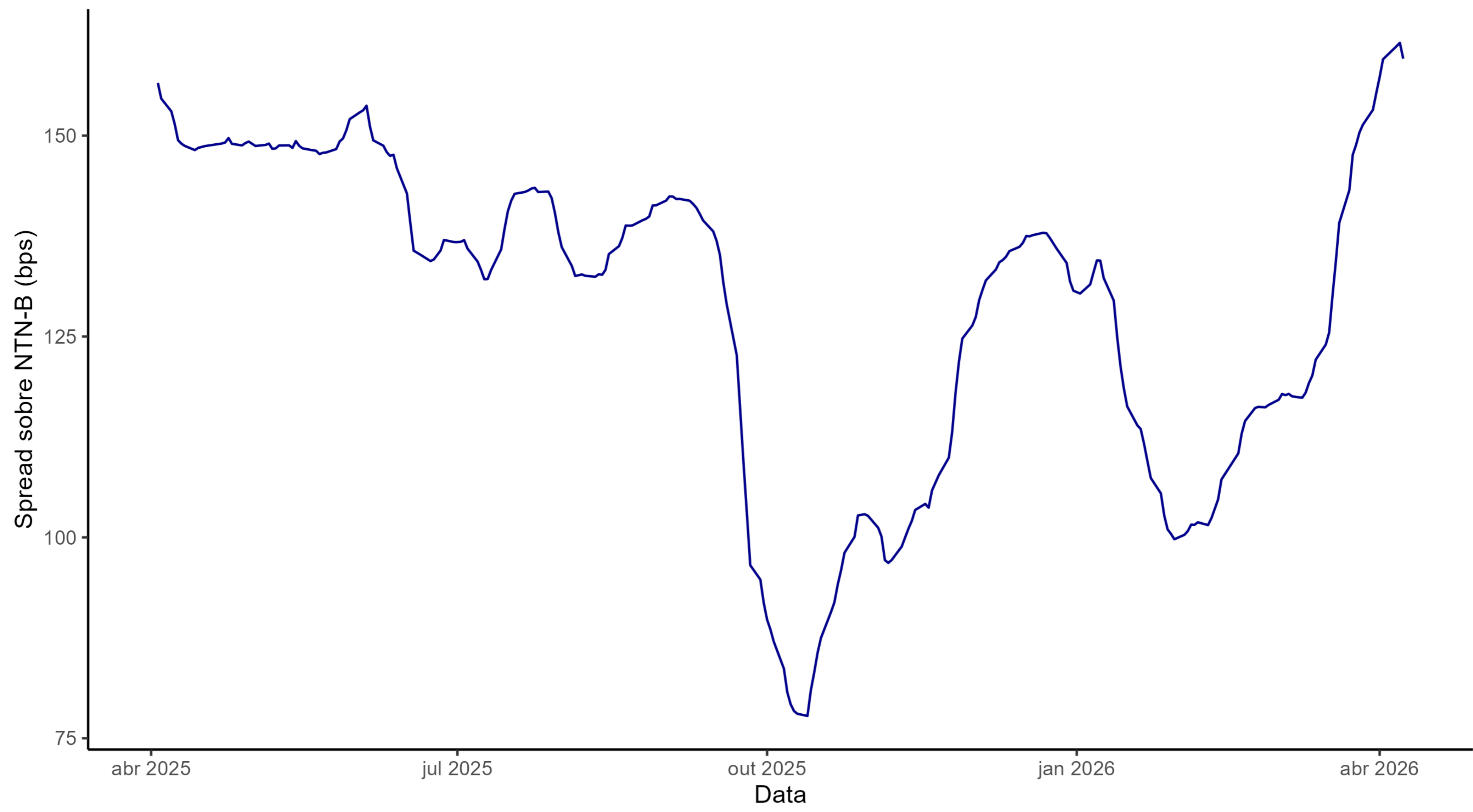
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	1.586	1.872	1.962	3.006
Margem Bruta	41,6%	42,0%	11,3%	21,3%
EBITDA (R\$ Mi)	484	704	794	1.163
Margem EBITDA	30,5%	37,6%	40,4%	38,7%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	-611	-382	-317	-626
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	5.692	6.260	7.947	12.244
Dívida Bruta/PL	2,1	2,7	2,7	3,8
Dívida Líquida/EBITDA	11,8	9,5	11,9	10,4
Ativo CP/ Passivo CP	1,1	2,4	1,0	0,7
Caixa/Dívida CP	0,8	3,8	14,9	0,9
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	273	-670	533	-2.311
FCI	-1.574	-349	-3.269	-817
FCF	1.512	1.106	4.705	656
Δ Caixa	211	87	1.969	-2.472

Sabesp 2025	Sanepar 2025
22.213	7.206
64,4%	56,3%
13.221	3.102
59,5%	43,0%
8.462	2.080
27.771	1.784
0,9	0,6
2,2	0,6
1,1	1,2
2,4	5,6
8.362	7.060
-13.768	-2.615
10.323	-638
4.917	3.807



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima IGSN15 – Evolução do *Spread*



J. Macêdo

Perfil. Fundada em 1939 em Fortaleza, a J. Macêdo é uma companhia do setor alimentício, voltada para a produção de farinha de trigo, mistura para bolos e biscoitos, massas alimentícias, entre outros. Sua cadeia de produção abrange desde a aquisição do trigo, armazenagem e moagem dos grãos, passando pelo processo de transformação, comercialização e distribuição.

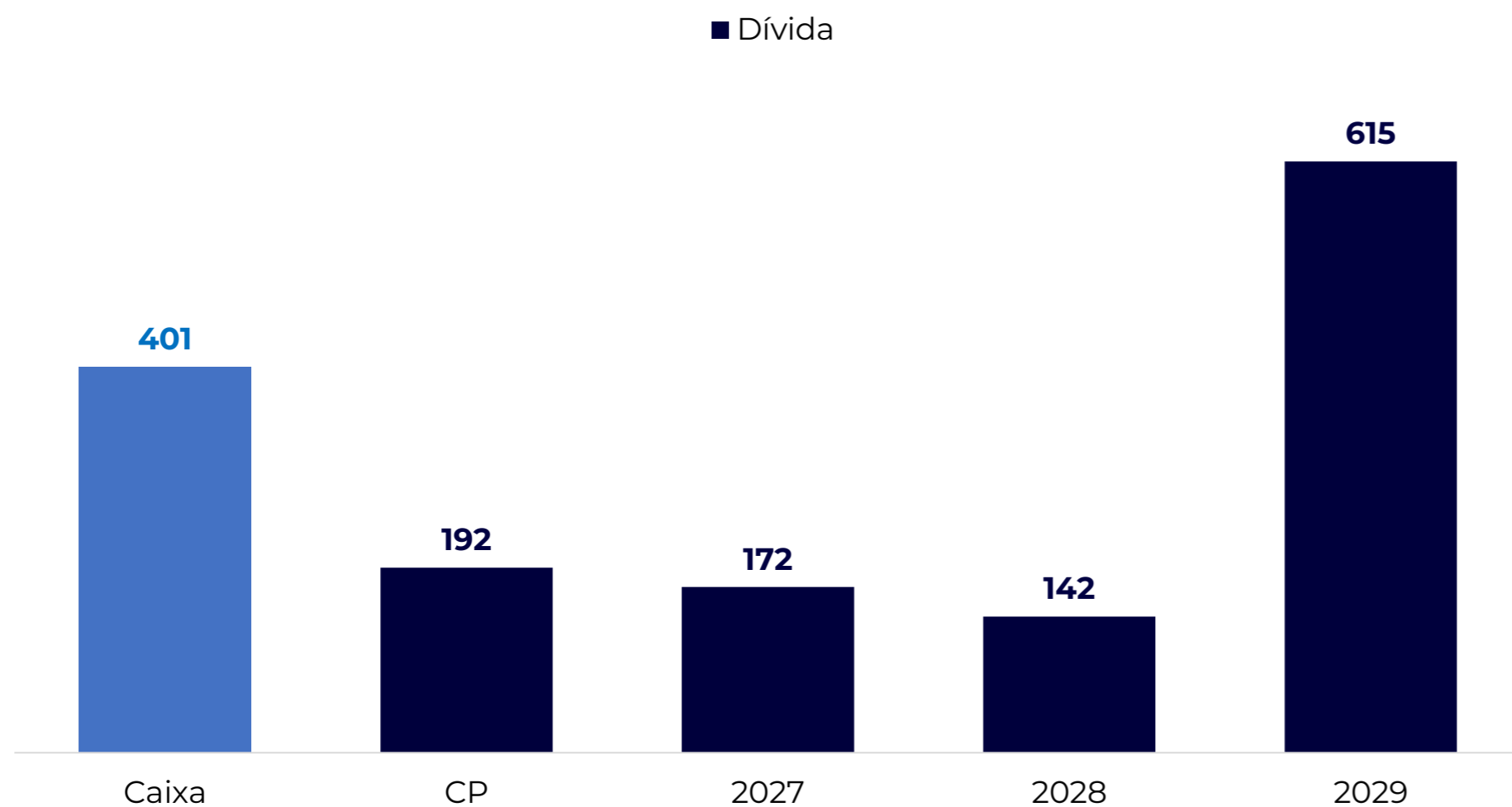
Destaques 2025. A J. Macêdo segue avançando na diversificação do portfólio e na migração gradual para categorias de maior valor agregado, reduzindo a dependência de farinhas e farelos e ampliando a relevância de massas, biscoitos e misturas. A companhia tem capturado ganhos de eficiência operacional, com redução das despesas e melhora de margens. Ao mesmo tempo está concluindo um novo ciclo de investimentos, inaugurando 2 unidades produtivas em mar/26. Apesar da exposição a um mercado competitivo, os resultados de 2025 mostram avanço de receita, rentabilidade e maior disciplina financeira, enquanto a alavancagem permanece adequada, abaixo de 1,5x.

Nossa Visão. Em 2026, a companhia deve concentrar esforços no *ramp-up* das novas fábricas, que ampliarão a capacidade de produção e escala operacional. O cenário de custos deve ser favorecido pelos preços mais baixos do trigo, decorrentes de safras globais recordes e recomposição de estoques. O volume produzido tende a aumentar, o que pode sustentar margens. Por outro lado, a capacidade de repasse de preços e a competição sobretudo em biscoitos, massas e misturas permanecem como pontos de monitoramento. No médio e longo prazo, o setor segue resiliente, apoiado pelo baixo *ticket* médio de farinhas e massas e pelo crescimento estrutural do consumo.

Acionistas. Controlada pela família fundadora, via veículos de investimentos.

Rating. Fitch: AA(bra)

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: J. Macêdo e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Estratégia na aquisição de trigo, com monitoramento diário das commodities e cadeias de fornecimento local e internacional;
- Forte reconhecimento de marca, com linhas regionais e nacionais e linhas para uso no varejo e *food service*;
- Portfólio com itens com menor elasticidade (alimentos básicos), cobrindo diversas faixas de renda.

Pontos de Atenção

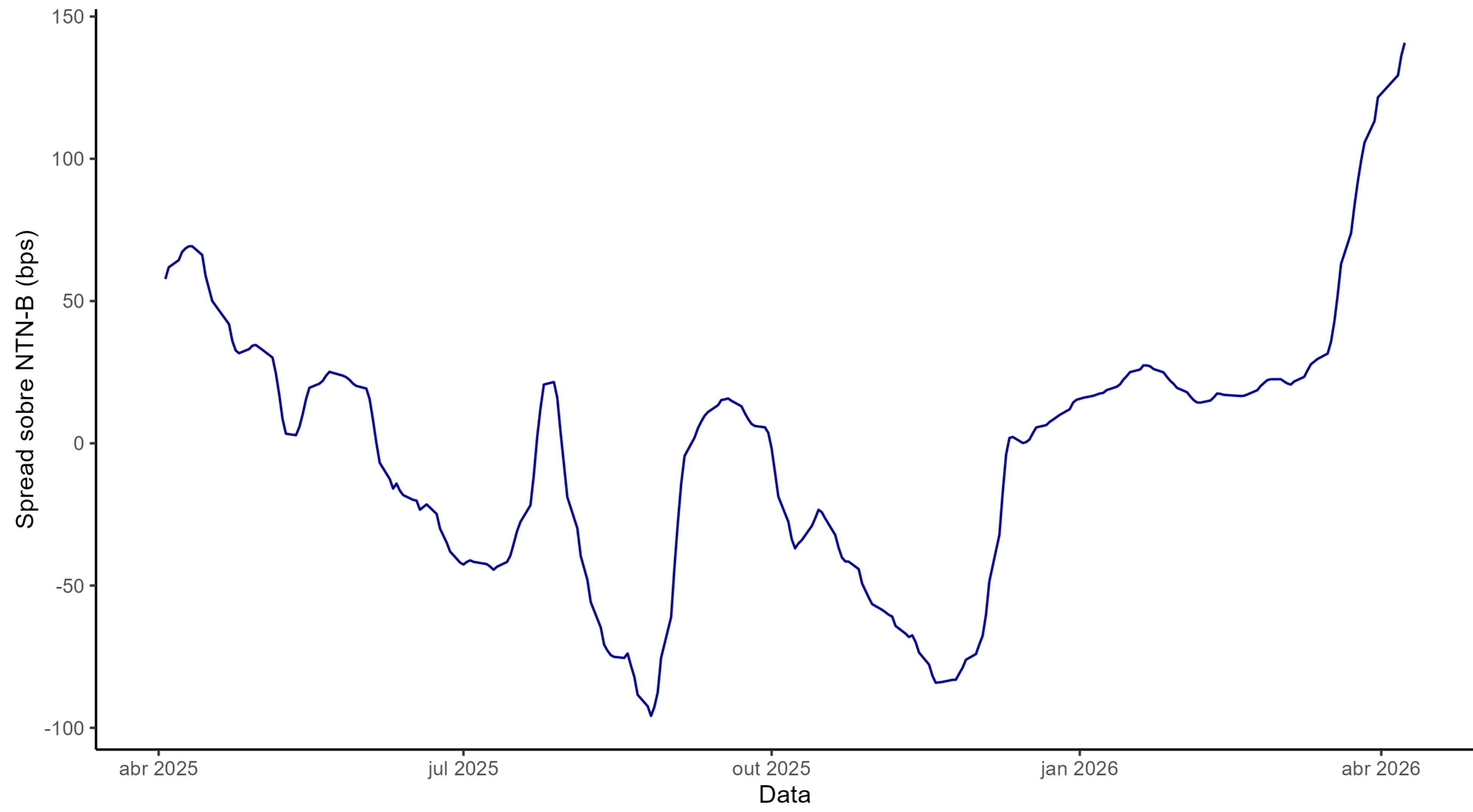
- Volatilidade do preço do trigo, atrelado ao mercado internacional e exposição cambial;
- Pressão competitiva no varejo, com concorrência elevada (marcas locais e nacionais);
- Sensibilidade à renda do consumidor.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	2.914	3.221	3.105	3.242
Margem Bruta	28,0%	31,2%	32,7%	32,9%
EBITDA (R\$ Mi)	443	530	519	507
Margem EBITDA	15,2%	16,5%	16,7%	15,6%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	318	424	352	348
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	264	159	276	706
Dívida Bruta/PL	0,6	0,5	0,5	0,8
Dívida Líquida/EBITDA	0,6	0,3	0,5	1,4
Ativo CP/ Passivo CP	1,6	2,3	2,6	2,5
Caixa/Dívida CP	1,5	3,9	2,5	2,1
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	269	361	439	333
FCI	-33	-56	-372	-376
FCF	-49	-178	-165	83
Δ Caixa	187	127	-98	40



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA021002YF – Evolução do *Spread*



JBS

Perfil. Maior empresa de alimentos do mundo em termos de receita, possui operações em mais de 190 países através de marcas como Friboi, Seara, Swift e Pilgrim's. A JBS divide sua operação em 6 unidades (Seara, JBS Brasil, JBS Beef North America, JBS Australia, JBS USA Pork e Pilgrim's Pride). Conta com unidades de beneficiamento de alimentos (congelados, embutidos e refeições prontas), plant based e subprodutos (couro e óleo vegetal). Dentre os mercados de atuação da JBS, destaca-se a América do Norte que representa cerca de 58% da receita líquida. No Brasil, segunda maior operação da companhia, cerca de metade da sua produção é direcionada para a China, seguida por outros países asiáticos e União Europeia. Quando comparada a outros players, a JBS apresenta uma alta pulverização das exportações, tendo como exemplo o *share* de 6% das vendas para a China vs. 6% de BRF/Marfrig e 15% de Minerva.

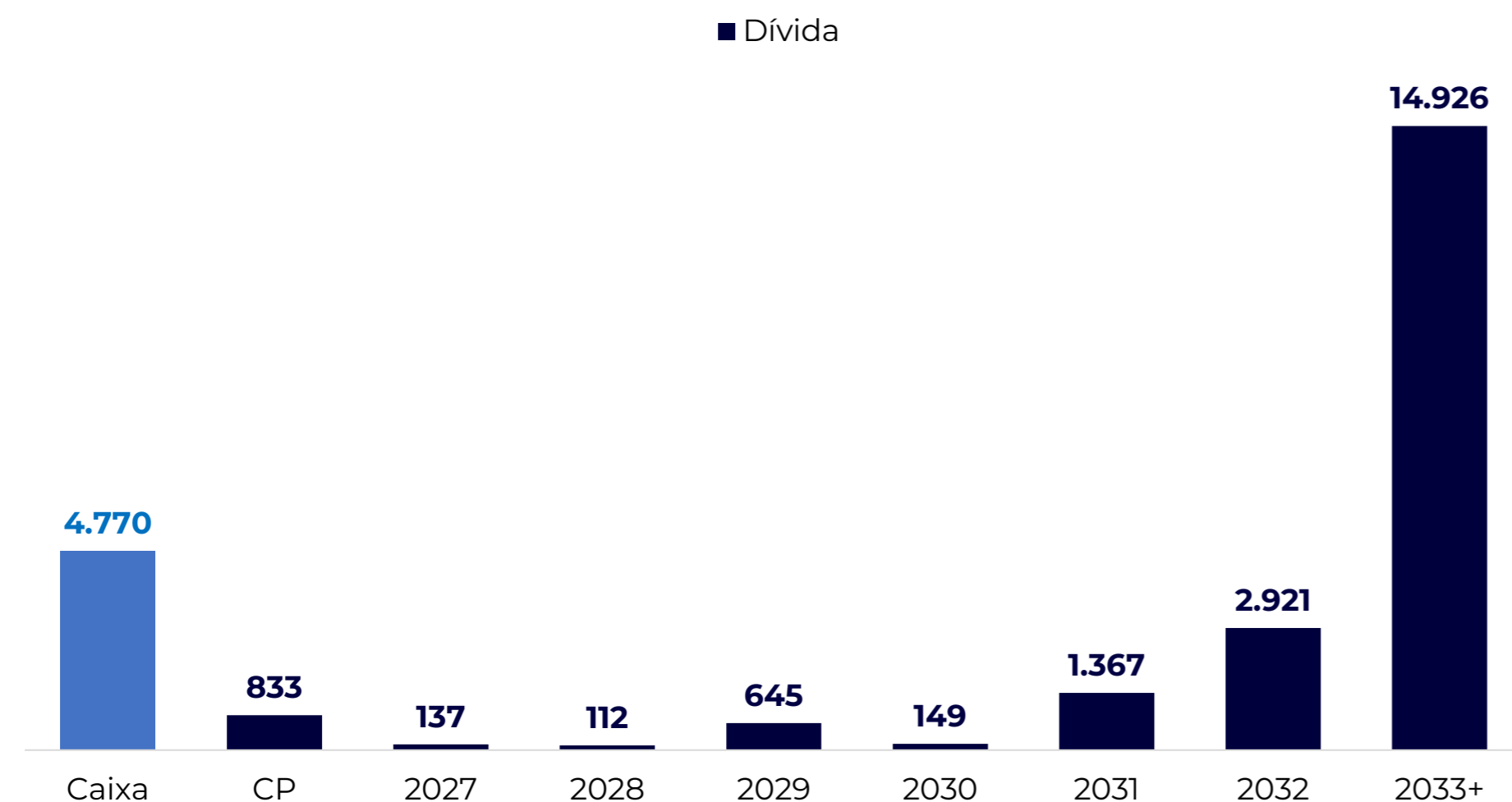
Destaques 2025. Receita líquida recorde de R\$481 bilhões (+15,3% a/a), após melhora em todas as unidades de negócio, maior volume de abate e forte demanda global. O EBITDA Ajustado totalizou R\$38,1 bilhões (-2,4% a/a), com margem de 7,9% (vs. 9,4% em 2024), pressionada pelo aumento nos custos do gado — cerca de 20-26% a/a no Brasil e alta estrutural no mercado americano, agravada pela restrição de importações de gado mexicano desde maio — que não foi plenamente repassada nos preços de venda, sobretudo na JBS Beef North America.

Nossa Visão. Portfólio multiproteína garante resiliência de margens, com desempenho ainda forte em aves e suínos, compensando resultados mais pressionados em bovinos nos EUA. Além disso, escala global é destaque para a menor volatilidade de margens e menor exposição a riscos sanitários e climáticos. A recente listagem das ações nos EUA é positiva, dada maior regulação e maiores exigências quanto à governança.

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

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

Cronograma de Amortização (US\$ milhões)



Fonte: JBS, MBRF, Minerva e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Portfólio com multiproteína com diversificação geográfica;
- Amplo acesso ao mercado de capitais e de dívida;
- Cronograma de dívida alongado, com vencimentos mais relevantes a partir de 2031.

Pontos de Atenção

- Inversão do ciclo de gado no Brasil, deve pressionar margens da operação;
- Medidas protecionistas e sanitárias podem impactar demanda;
- Exposição a riscos ambientais e de governança.

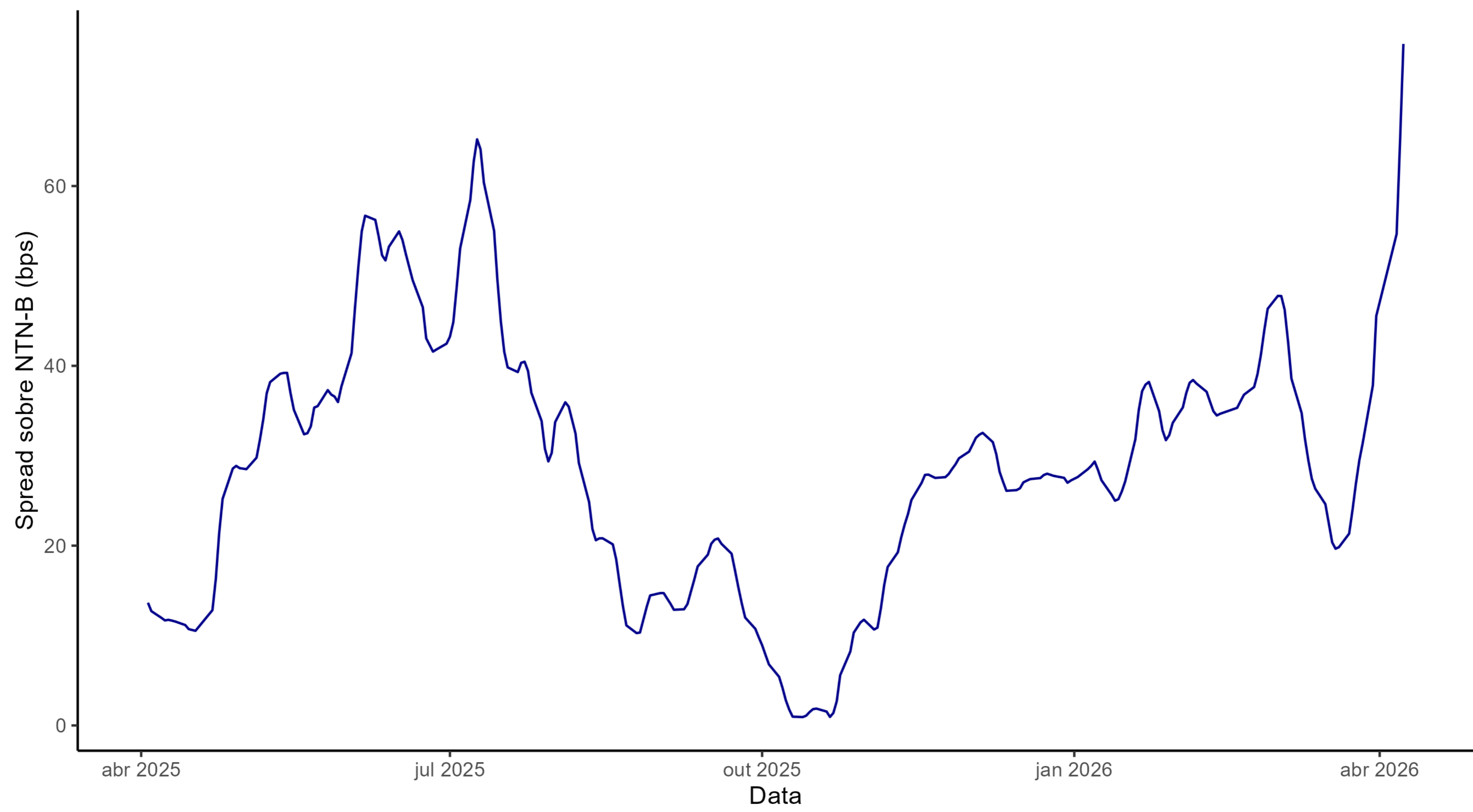
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	374.852	363.817	416.952	480.583
Margem Bruta	15,9%	10,9%	15,1%	13,1%
EBITDA (R\$ Mi)	34.568	17.146	39.040	38.111
Margem EBITDA	9,2%	4,7%	9,4%	7,9%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	16.201	-729	10.704	12.474
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	79.172	74.058	84.070	89.800
Dívida Bruta/PL	1,9	2,1	2,4	2,2
Dívida Líquida/EBITDA	2,3	4,3	1,1	2,4
Ativo CP/ Passivo CP	1,4	1,6	1,5	1,6
Caixa/Dívida CP	1,6	5,1	2,7	5,5
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	13.315	11.499	23.557	15.764
FCI	-12.989	-7.127	-7.734	-12.761
FCF	-8.759	5.011	-7.297	-10.179
Δ Caixa	-8.433	9.383	8.526	-7.176

MBRF 2025	Minerva 2025
163.963	54.830
12,3%	17,3%
13.151	4.825
8,0%	8,8%
358	848
Dívida e Liquidez	
43.446	12.755
4,8	14,7
3,3	2,6
1,1	1,3
1,9	2,8
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)	
13.078	4.736
-7.188	-1.236
-2.557	-2.574
3.333	926



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA022002XM – Evolução do *Spread*



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.

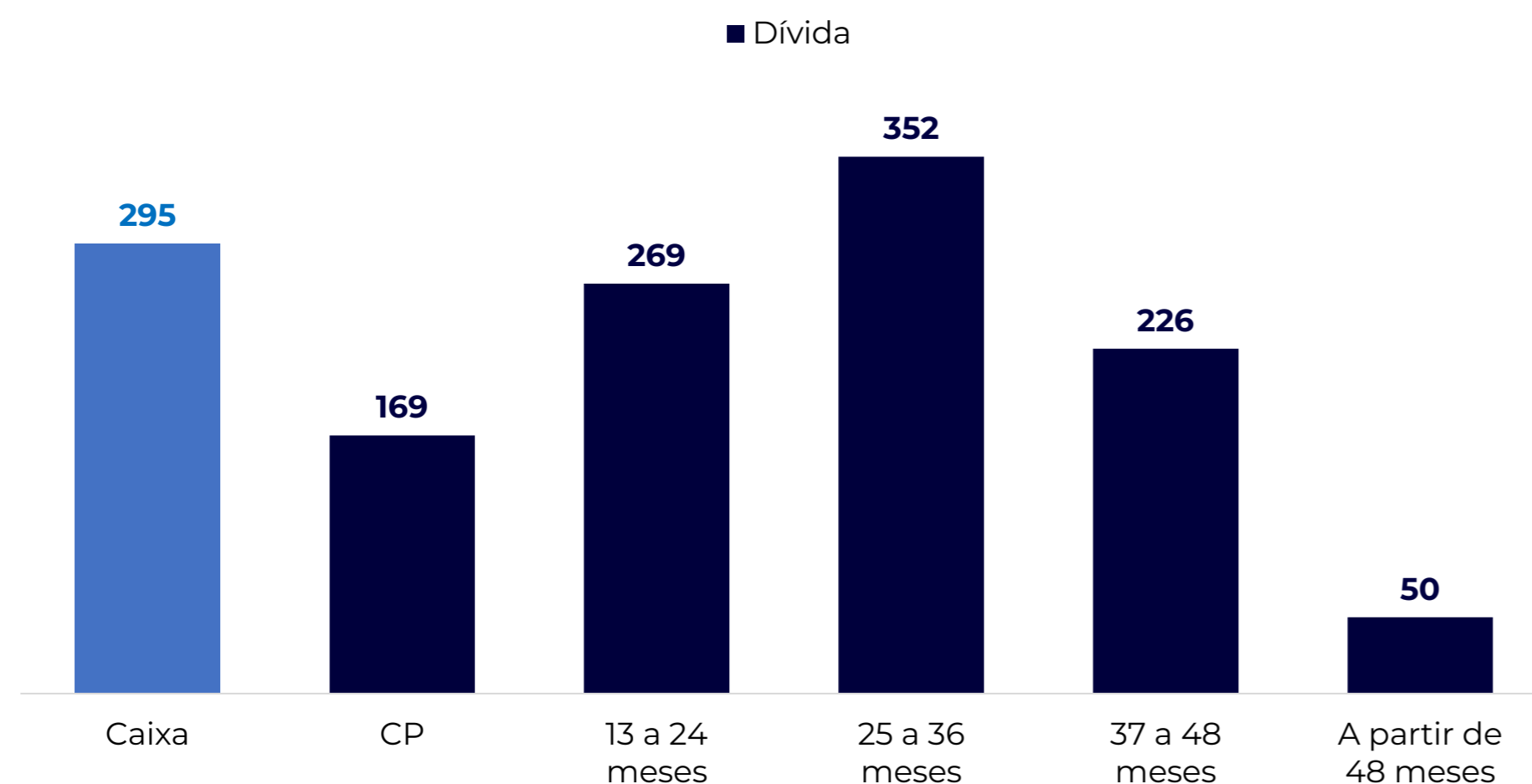
SF 24/25. Na safra 2024/25, o desempenho foi impulsionado pela valorização do preço médio de comercialização da laranja, que atingiu R\$77,60 por caixa posta na indústria (+57,3% a/a). Isso foi parcialmente compensado pela retração de 31% a/a no volume produzido, totalizando 5,9 milhões de caixas, reflexo da quebra de safra no cinturão citrícola e da menor produtividade média por ha. A companhia intensificou 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 (vs. R\$25 milhões na safra anterior). Também ampliou os aportes voltados ao desenvolvimento de novos pomares, reforçando sua estratégia de expansão e renovação da base produtiva.

Nossa Visão. Perfil operacional fortalecido por contratos de *take-or-pay* e produtividade acima da média brasileira, mas enfrenta riscos relacionados ao avanço do *greening* e maior pressão sobre a geração de caixa devido ao ciclo de investimentos no desenvolvimento de novas áreas de plantio e expansão das terras irrigadas. Apesar do endividamento crescente ao longo dos últimos anos, a liquidez é adequada e deve ser reforçada com a emissões de dívida. O risco de crédito permanece moderado, condicionado à execução eficiente da estratégia de mitigação do *greening*, manutenção da margem operacional e execução eficiente dos investimentos.

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



JHSF

Perfil. A companhia é uma empresa líder em projetos imobiliários de alta renda no Brasil, com um portfólio diversificado de empreendimentos. Com mais de 50 anos de história, a companhia atua no desenvolvimento e administração de projetos multiuso, que incluem shoppings, empreendimentos imobiliários, hospitalidade e gastronomia e aeroporto. Em dez/2025, a companhia concluiu uma operação para vender seu estoque pronto e em desenvolvimento do seu braço de incorporação para um veículo de investimentos por R\$5,3 bilhões, o que possibilitou uma posição de caixa líquido no 4T25.

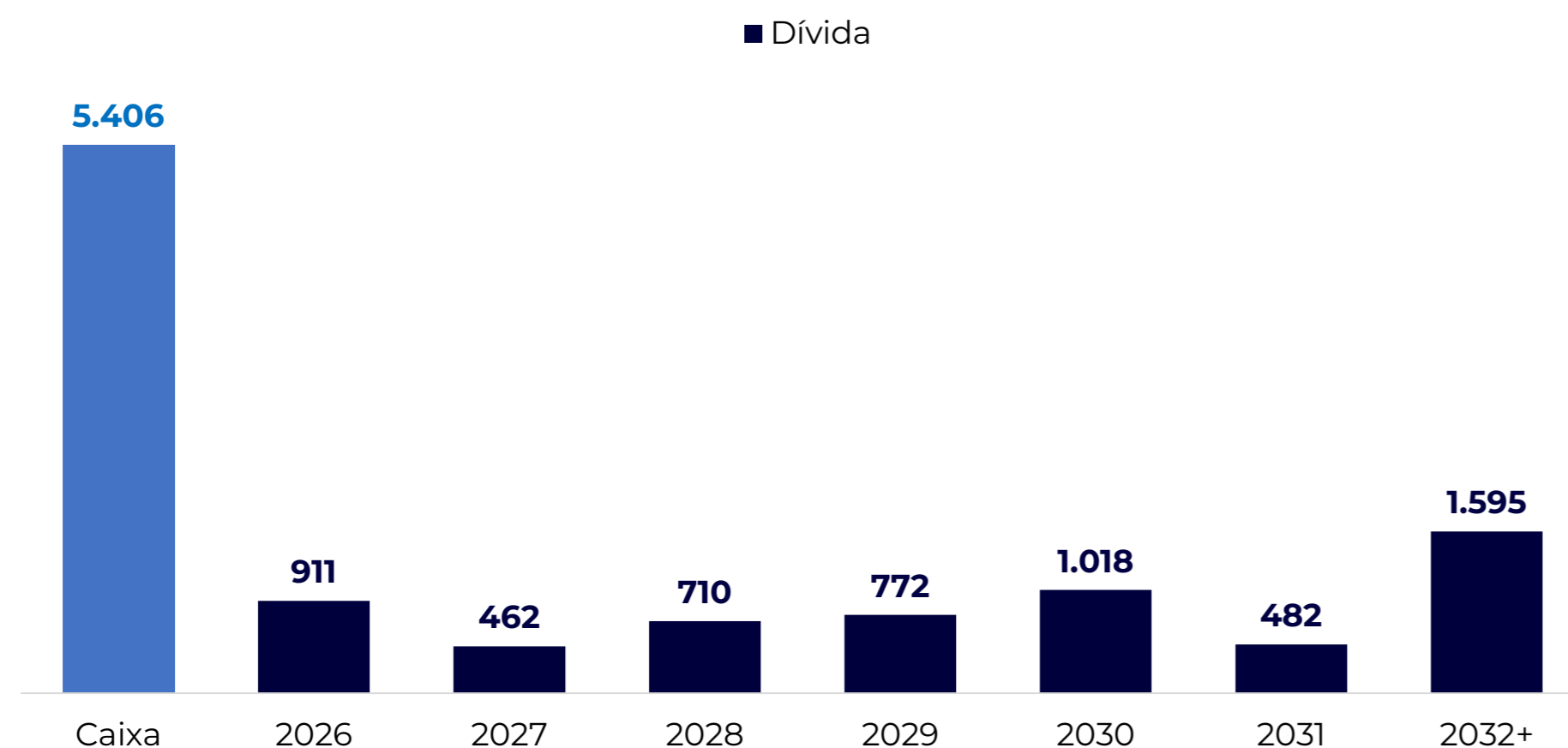
Destaques 2025. O reconhecimento contábil da venda de estoques da Incorporação no 4T25 e avanço de Renda Recorrente impulsionaram a geração de receita. Shoppings cresceram com vendas +12,5% a/a e SSR +11,5% a/a, sustentando receita líquida de R\$350 milhões (+8,0% a/a) e margem bruta estável em 71,0%; Hospitalidade & Gastronomia elevou receita líquida para R\$460 milhões (+13,1% a/a) com margem de 33,7% (+0,6 p.p. a/a); O Aeroporto avançou 38,9% em receita líquida (R\$254,4 milhões), e margem bruta passou para 46,0% (+5,8 p.p. a/a); Residences & Clubs registrou receita de R\$216,7 milhões (+119,1% a/a), acompanhado de margem de 89,5% (-0,3 p.p. a/a).

Nossa Visão. O forte posicionamento em projetos de alta renda no Brasil e um portfólio diversifica de empreendimentos são destaques para a companhia. Nos últimos anos a JHSF vem ampliando a participação dos segmentos de renda recorrente, com as operações de incorporação (mais voláteis) reduzindo a participação no resultado. No final de 2025, foi concluída a operação de alienação do estoque pronto e em desenvolvimento de imóveis, com a companhia passando a apresentar uma posição de caixa líquido. Por outro lado, vale destacar que o amplo portfólio de atuação, com segmentos como varejo, incorporação e aviação, adiciona complexidade à operação, assim como questões relacionadas à governança de operações realizadas com partes relacionadas.

Acionistas. JHSF Par (39,8%), free float (60,2%)

Rating. —

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: JHSF, Lavvi e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Gestão da dívida alongou o cronograma de amortização;
- Exposição a segmentos de alta renda;
- Expansão dos segmentos relacionados a renda recorrente.

Pontos de Atenção

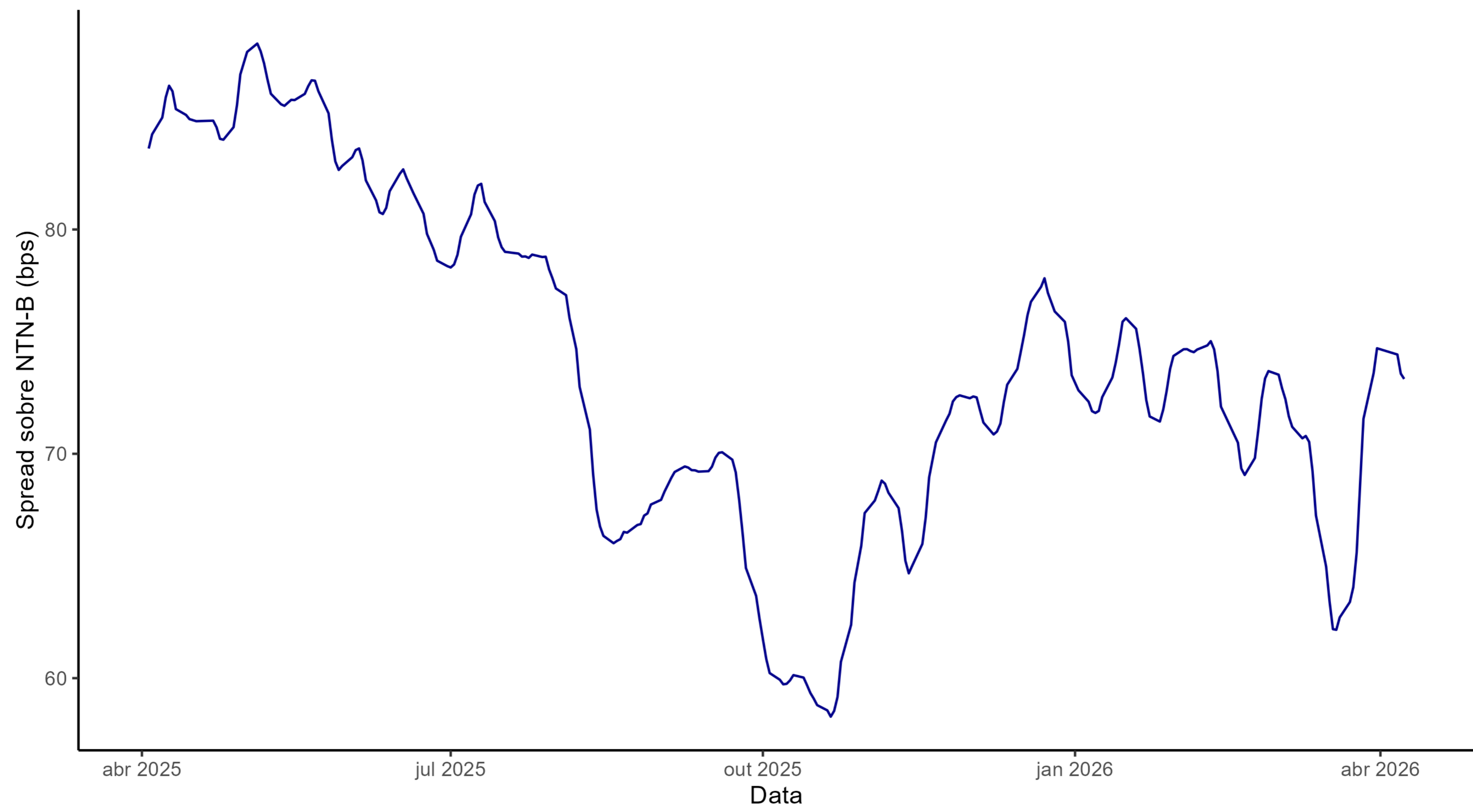
- Ciclicidade do segmento imobiliário;
- Investimentos e execução dos novos projetos;
- Aumento da complexidade dos negócios e operações junto a partes relacionadas.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	Lavvi 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	1.936	1.593	1.608	3.479	1.761
Margem Bruta	60,0%	59,1%	57,1%	63,4%	34,9%
EBITDA (R\$ Mi)	932	689	753	1.844	509
Margem EBITDA	48,1%	43,2%	46,8%	53,0%	28,9%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	644	498	862	1.869	414
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	2.136	2.620	2.818	-2.303	394
Dívida Bruta/PL	61%	63%	77%	82%	26%
Dívida Líquida/PL	43%	50%	48%	-32%	22%
Ativo CP/ Passivo CP	4,1	2,2	1,8	1,8	4,5
Caixa/Dívida CP	6,8	2,4	1,4	5,9	4,9
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	-215	107	330	3.653	-217
FCl	-576	-280	-618	-769	156
FCF	821	-116	847	632	206
Δ Caixa	30	-289	559	3.516	145



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima 24G1674104 – Evolução do *Spread*



JSL

Perfil. Fundada em 1969, a JSL é a maior companhia de logística rodoviária do Brasil, com atuação em todos os estados do país, em mais de seis países da América do Sul e na África do Sul. Suas operações são divididas entre Serviços Dedicados (75% da receita líquida), Intralog (20% da receita líquida) e JSL Digital (5% da receita líquida), com presença em diversos segmentos da economia, como alimentos e bebidas (25%), papel e celulose (16%), automotivo (14%) e bens de consumo (11%).

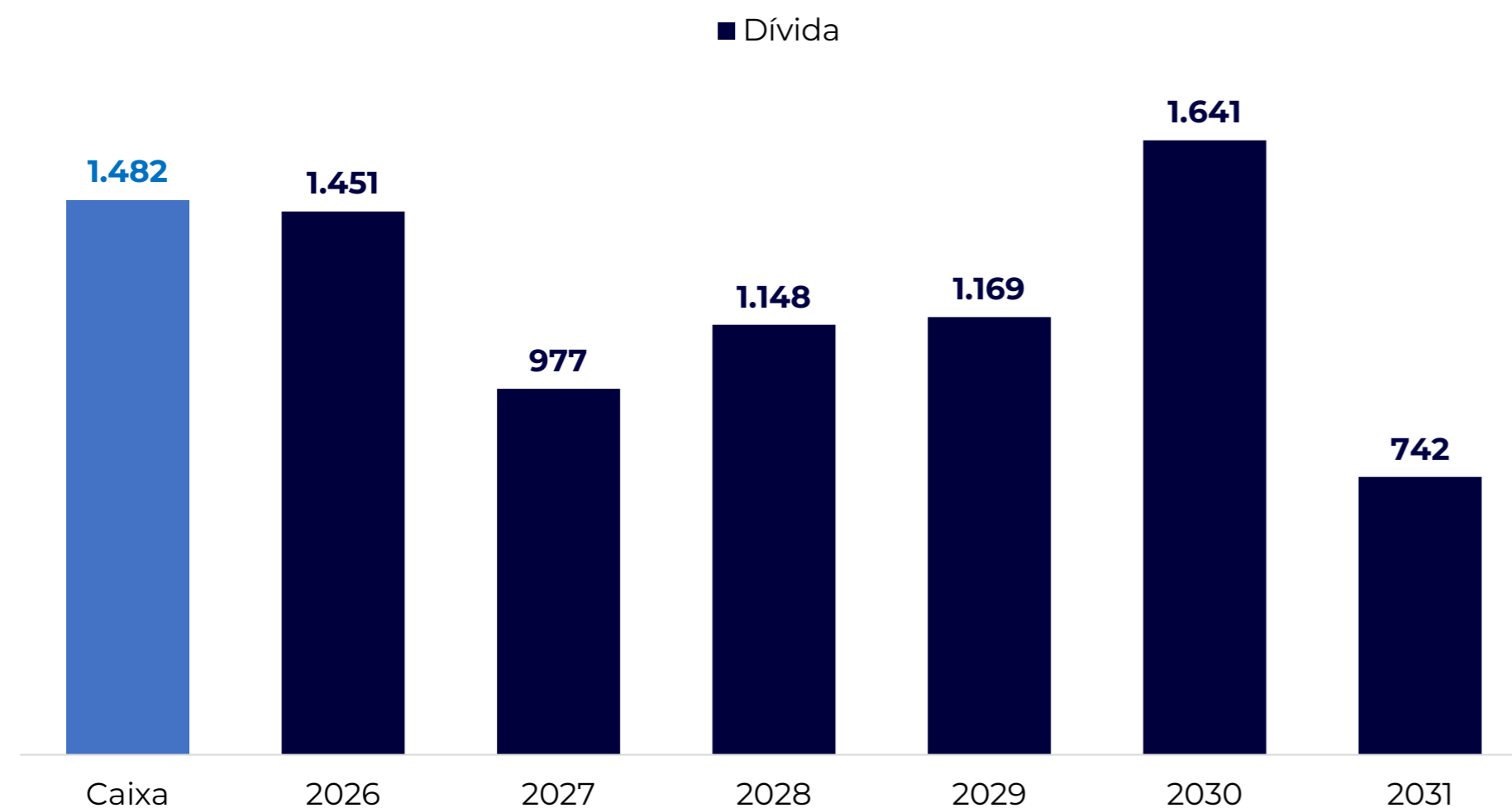
Destaques 2025. Receita líquida avançou +6,5% a/a, com margem EBITDA consolidada de 20,5% (+1,8p.p. a/a). O ROIC médio corrente das operações atingiu 14,8% (vs. 13,5% em 2024) e novos contratos totalizaram R\$4,9 bilhões no ano, com prazo médio de 70 meses. A companhia tem reduzido o volume de investimento líquido (considerando a receita de venda de ativos), que atingiu R\$160 milhões (-80% a/a), com a continuidade da estratégia de novos contratos via locação de ativos.

Nossa Visão. Risco moderado-alto. Entre os principais fatores de pressão para o crédito, destacamos o custo da dívida ainda elevado e a necessidade de rolagem dos vencimentos de 2026, além do alongamento do perfil da dívida nos anos seguintes. Adicionalmente, o elevado vínculo entre a *holding* Simpar e a JSL mantém uma percepção de risco mais alta, diante da estrutura de capital mais alavancada da *holding*. Por outro lado, a companhia apresentou melhora da rentabilidade ao longo de 2025, sustentada pelo repasse de custos com combustíveis, revisões contratuais e menor participação do transporte de grãos. A alavancagem ajustada para *covenants* também segue em trajetória de redução, apoiada pela melhora da geração operacional de caixa e pelo menor capex de implantação de novos contratos, ainda que aumente o desembolso com locação de ativos.

Acionistas. Controlador (75,1%), *free float* (24,9%)

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

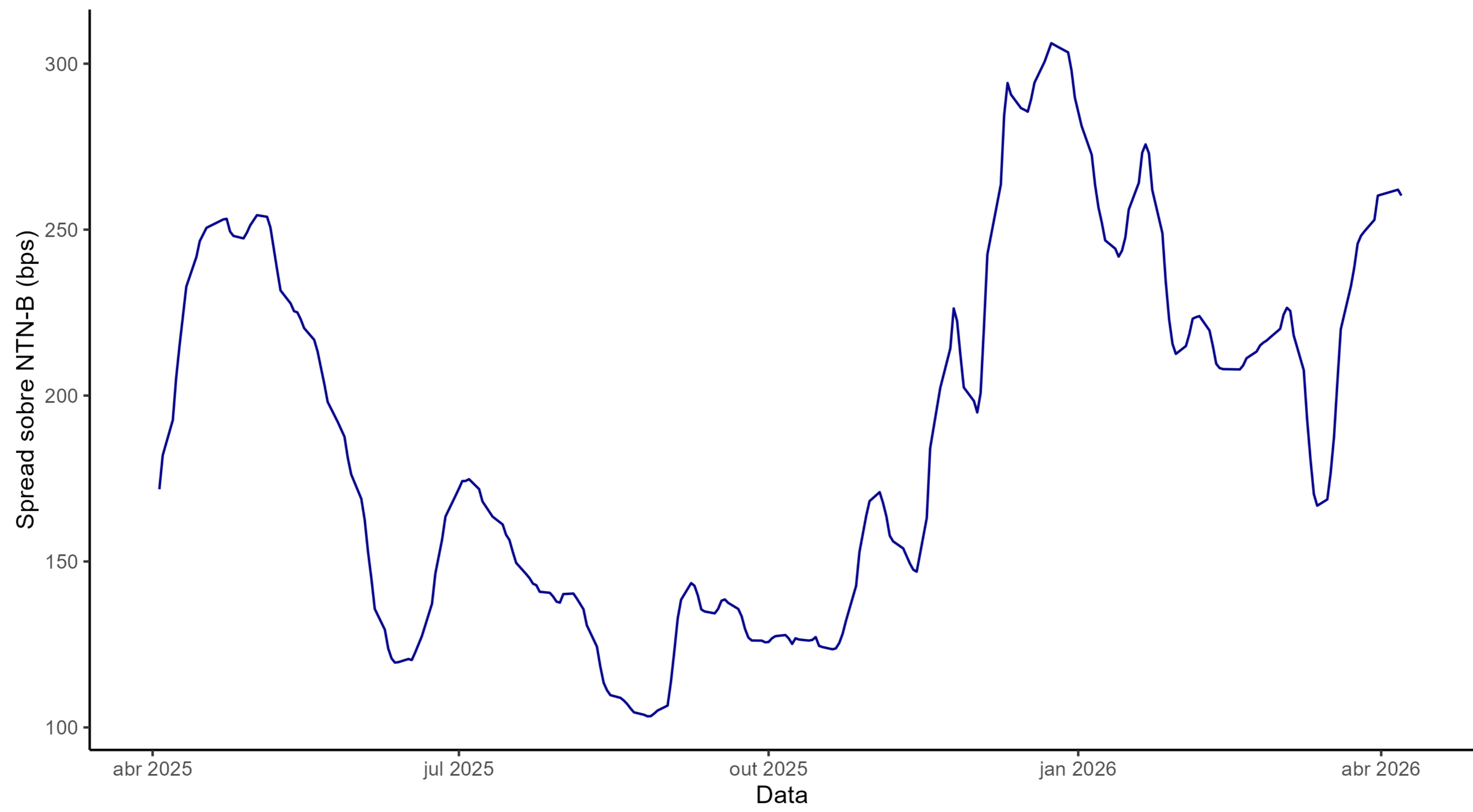
- Deterioração da economia pode vir a impactar volumes e rentabilidade dos novos contratos;
- Alavancagem elevado e fluxo de caixa pressionado com investimentos e despesas financeiras;
- Liquidez pressionada, exigindo rolagem da dívida.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	Tegma 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	6.022	7.575	9.056	9.641	2.225
Margem Bruta	17,3%	18,4%	17,2%	15,8%	19,3%
EBITDA (R\$ Mi)	1.245	1.933	2.096	2.361	362
Margem EBITDA	20,7%	25,5%	23,1%	24,5%	16,3%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	194	352	207	82	243
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	3.418	4.852	5.532	5.640	12
Dívida Bruta/PL	3,0	4,0	4,2	5,4	0,1
Dívida Líquida/EBITDA	2,7	2,4	2,6	2,4	0,0
Ativo CP/ Passivo CP	1,4	1,7	1,5	1,3	2,1
Caixa/Dívida CP	2,6	1,8	1,3	1,1	3,8
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	711	-1.315	-296	1.210	243
FCI	-88	-150	-108	-144	-67
FCF	-293	1.612	217	-1.267	-304
Δ Caixa	330	146	-187	-201	-128



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.

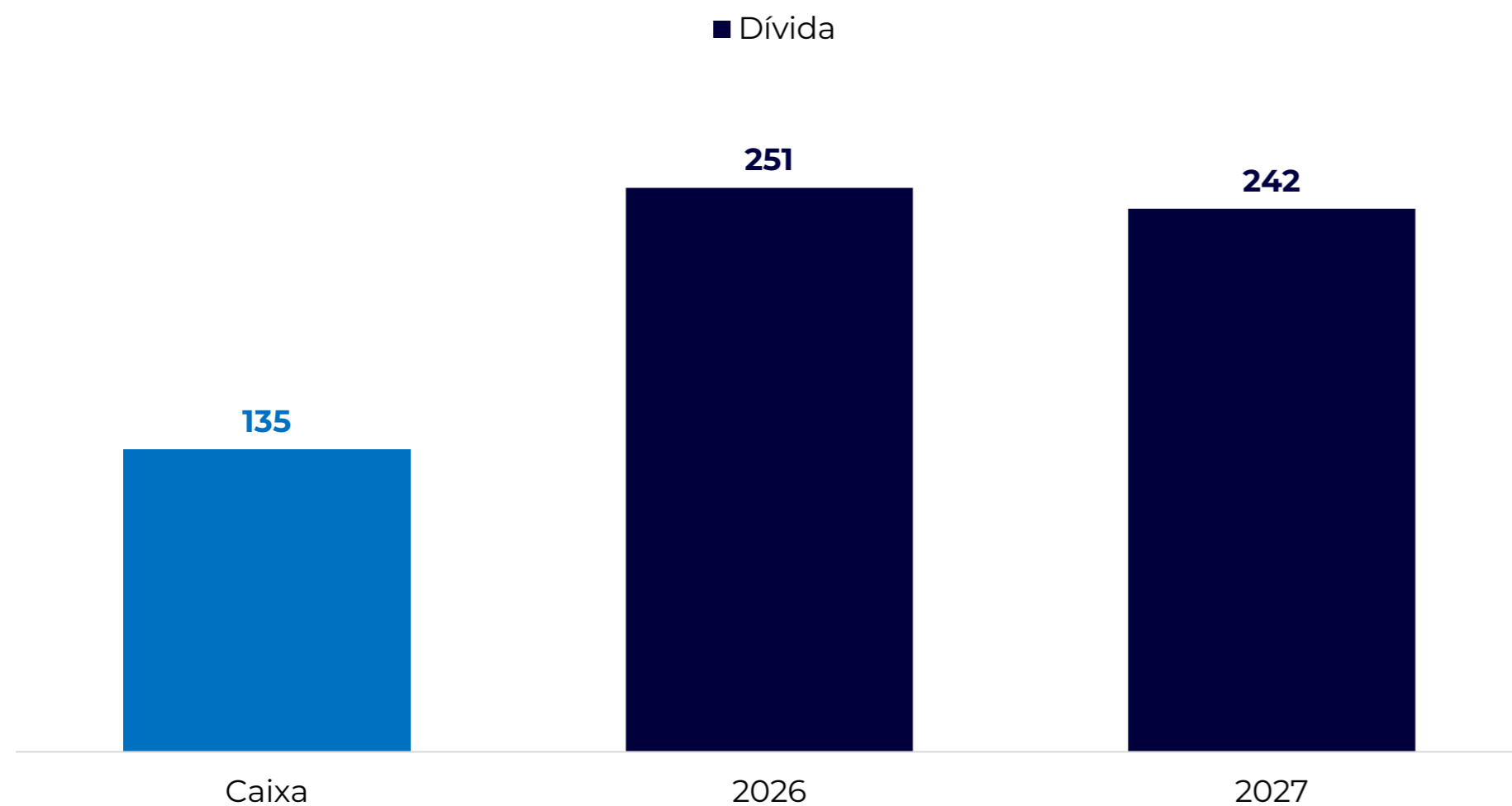
Destaques 2025. 7 lançamentos no ano totalizaram R\$2,0 bilhões em VGV (+178% a/a), sendo R\$1,2 bilhão relativos à participação Kallas (+106% a/a), com vendas líquidas de R\$1,1 bilhão (-44% a/a), VSO consolidada de 24,3% (-29,9 p.p. a/a), estoques de R\$2,5 bilhões (+95% a/a) e distratos de R\$265 milhões (+21% a/a)

Nossa Visão. Risco moderado-alto, perspectiva negativa. A avaliação reflete (i) piora nas métricas operacionais; (ii) manutenção da alavancagem em patamar elevado, impactadas pelo aumento dos lançamentos no fim de 2025; (iii) necessidade de refinanciamento no curto prazo; e (iv) condições de mercado ainda restritivas, com juros elevados e maior competição no segmento de alta renda. Conta ainda a favor da companhia o programa interno de revisão de custos e despesas, assim como a maior participação de projetos enquadrados no programa Minha Casa Minha Vida (MCMV), contribuindo para uma recuperação gradual da rentabilidade e para menor descasamento entre entradas e saídas de caixa. Vale destacar o histórico favorável de suporte do acionista, por exemplo, em 2025, houve um aporte de R\$132 milhões. Para 2026 a entrada de caixa com a venda de imóveis reforça a liquidez e ajuda a manter alavancagem estável. Nossa perspectiva é de piora no balanço a partir de 2027.

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

Rating. S&P: brBB+

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Kallas, Cyrela, 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	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	653	995	1.255	923
Margem Bruta	32,6%	28,2%	22,8%	23,8%
EBITDA (R\$ Mi)	96	147	154	-49
Margem EBITDA	14,7%	14,7%	12,3%	-5,3%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	47	78	59	-155
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	198	391	420	487
Dívida Bruta/PL	43%	53%	68%	73%
Dívida Líquida/PL	25%	42%	47%	84%
Ativo CP/ Passivo CP	3,2	3,0	4,1	2,6
Caixa/Dívida CP	0,8	0,6	1,5	0,5
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	-56	-248	41	-74
FCI	-10	17	-50	-105
FCF	19	189	88	129
Δ Caixa	-47	-41	79	-49

Cyrela 2025	Patrimar 2025
9.423	1.463
34,5%	22,2%
2.349	156
24,9%	10,7%
2.007	33
2.316	1.057
80%	273%
22%	191%
3,8	2,2
5,2	1,0
-358	-212
-394	-35
948	251
195	4



Klabin

Perfil. A Klabin é a maior produtora e exportadora de papel para embalagens do Brasil, além de atuar nos ramos de celulose, papelão ondulado e madeira. Seu modelo de negócios é integrado verticalmente, indo desde o plantio e colheita das árvores, processamento da celulose de fibra curta e longa e manufatura de papéis e caixas de papelão ondulado. A Klabin também se destaca por vender simultaneamente celulose de madeira dura (eucalipto) e celulose de madeira macia (pinus). A estrutura operacional é dividida em 4 segmentos: Florestal, Celulose, Papéis e Conversão. Da sua receita, 52% é composta por papéis. Exportações representam 37% da receita consolidada, tendo China e Itália como principais destinos.

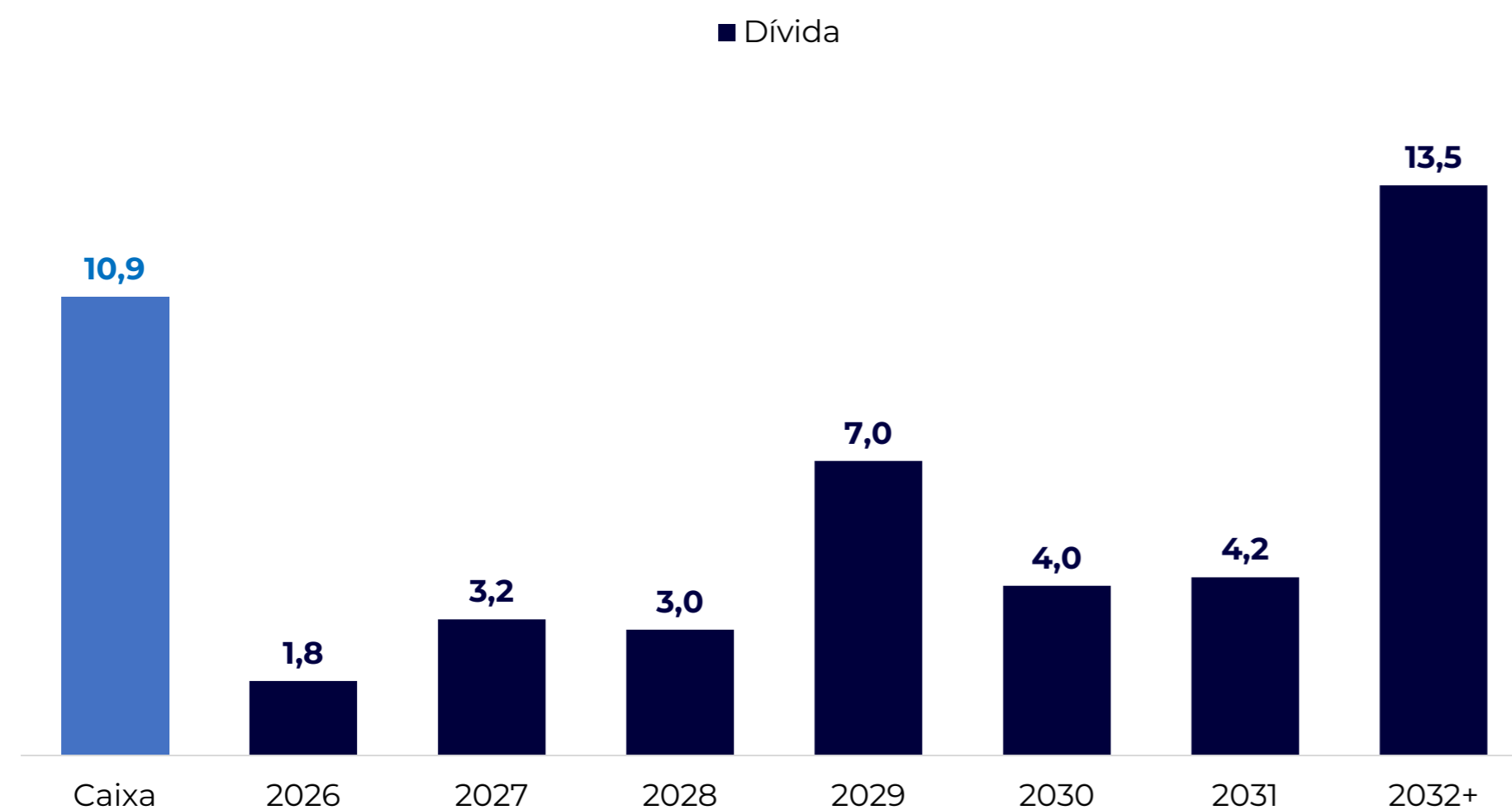
Destaques 2025. Os resultados apresentaram estabilidade frente a 2024, com leve crescimento de volumes em papéis e celulose (~3% a/a), impactados por outro lado por uma queda mais acentuada nos preços de celulose (~10%) e maior custo caixa (+7% a/a). A Klabin após um extenso ciclo de investimentos, que incluiu projetos como o Puma II (~R\$13,0 bilhões, concluído em 2023) e a aquisição de ativos florestais (Caête, US\$1,2 bilhão em 2024), iniciou a retomada da desalavancagem do seu balanço, com a venda de participações em ativos florestais e operações para liberação de capital.

Nossa Visão. Perfil de crédito é favorecido pela liquidez robusta e perfil de amortização alongado (vencimento médio de 7,1 anos). A maturação dos investimentos realizados e o tom mais conservador em relação ao processo de expansão permitem maior controle sobre a alavancagem. Deve-se monitorar a capacidade de repasse de preços e demanda por papel, que podem ser afetados pela ciclicidade da operação.

Acionistas. Controladores (52,2%), *free float* (47,8%)

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

Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)



Fonte: Klabin e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Modelo de negócios verticalmente integrado permite à companhia obter ganhos de eficiência operacional e margens superiores.
- Líder em *market share* no mercado nacional em papel: kraftliner, papel-cartão, sacos industriais;
- Flexibilidade para ajustar mix de vendas e volumes de exportação.

Pontos de Atenção

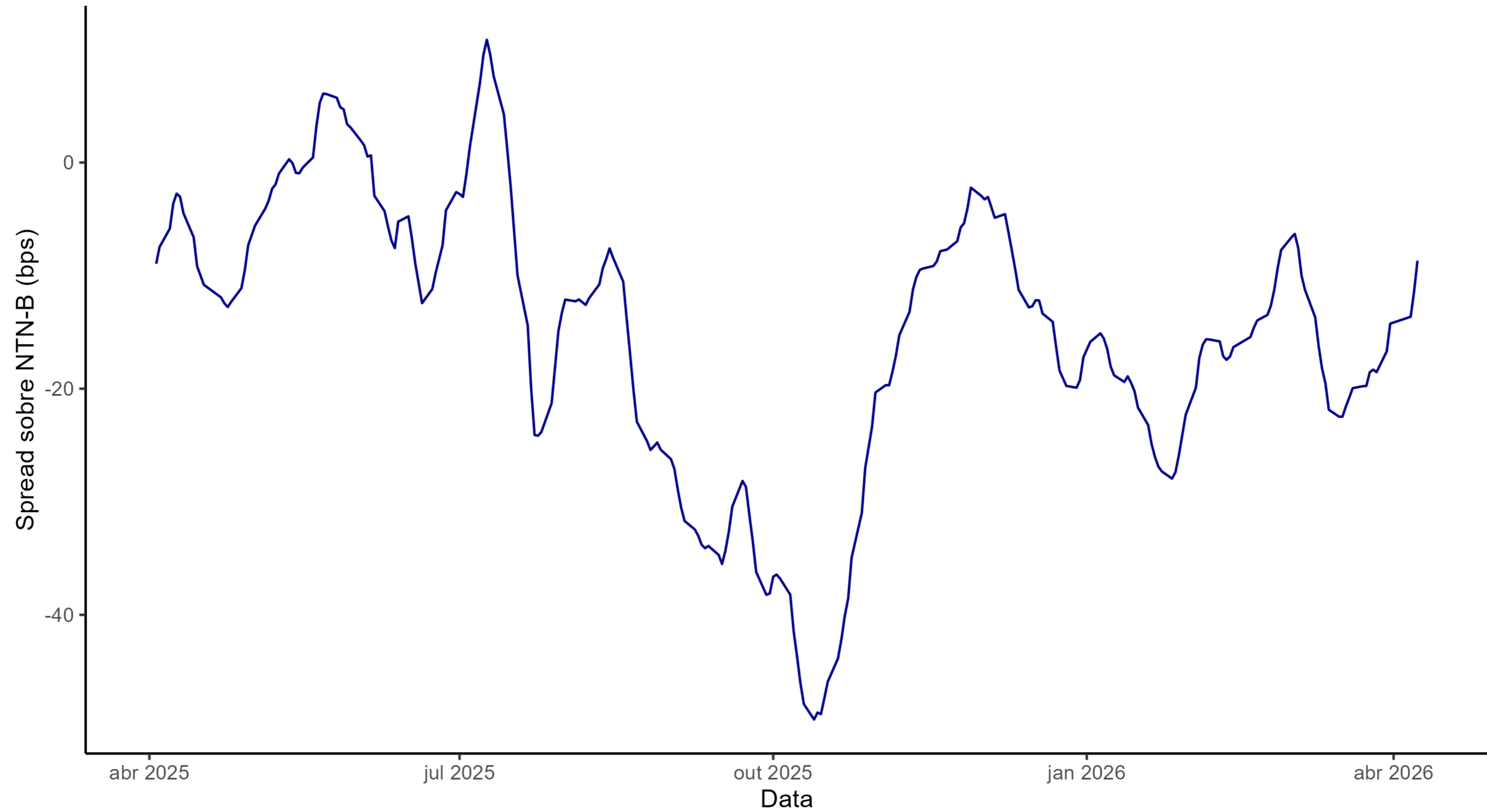
- Volatilidade de preços e demanda, inerentes à indústria florestal e de papel;
- Redução da disponibilidade de terras com novos projetos anunciados por outras empresas do segmento e maior competição na produção de celulose.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	20.033	18.024	19.645	20.698
Margem Bruta	47,5%	38,0%	37,5%	35,4%
EBITDA (R\$ Mi)	7.784	6.259	7.333	7.848
Margem EBITDA	38,9%	34,7%	37,3%	37,9%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	4.689	2.847	2.047	1.678
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	21.038	20.193	33.297	25.902
Dívida Bruta/PL	2,9	2,7	6,1	4,7
Dívida Líquida/EBITDA	2,6	3,2	4,5	3,3
Ativo CP/ Passivo CP	1,9	2,8	1,9	2,1
Caixa/Dívida CP	3,3	6,9	4,4	6,2
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	8.421	7.593	8.114	6.396
FCI	-8.076	-4.643	-9.804	-2.719
FCF	-2.265	1.574	-2.457	-1.015
Δ Caixa	-1.920	4.523	-4.147	2.662



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA022007EP – Evolução do *Spread*



Lawvi

Perfil. Fundada em 2016 como uma *joint venture* entre Cyrela e RH empreendimentos, a Lawvi é uma incorporadora e construtora que atua através de 2 marcas (Lawvi e Novvo) em empreendimentos residenciais e não residenciais na cidade de São Paulo.

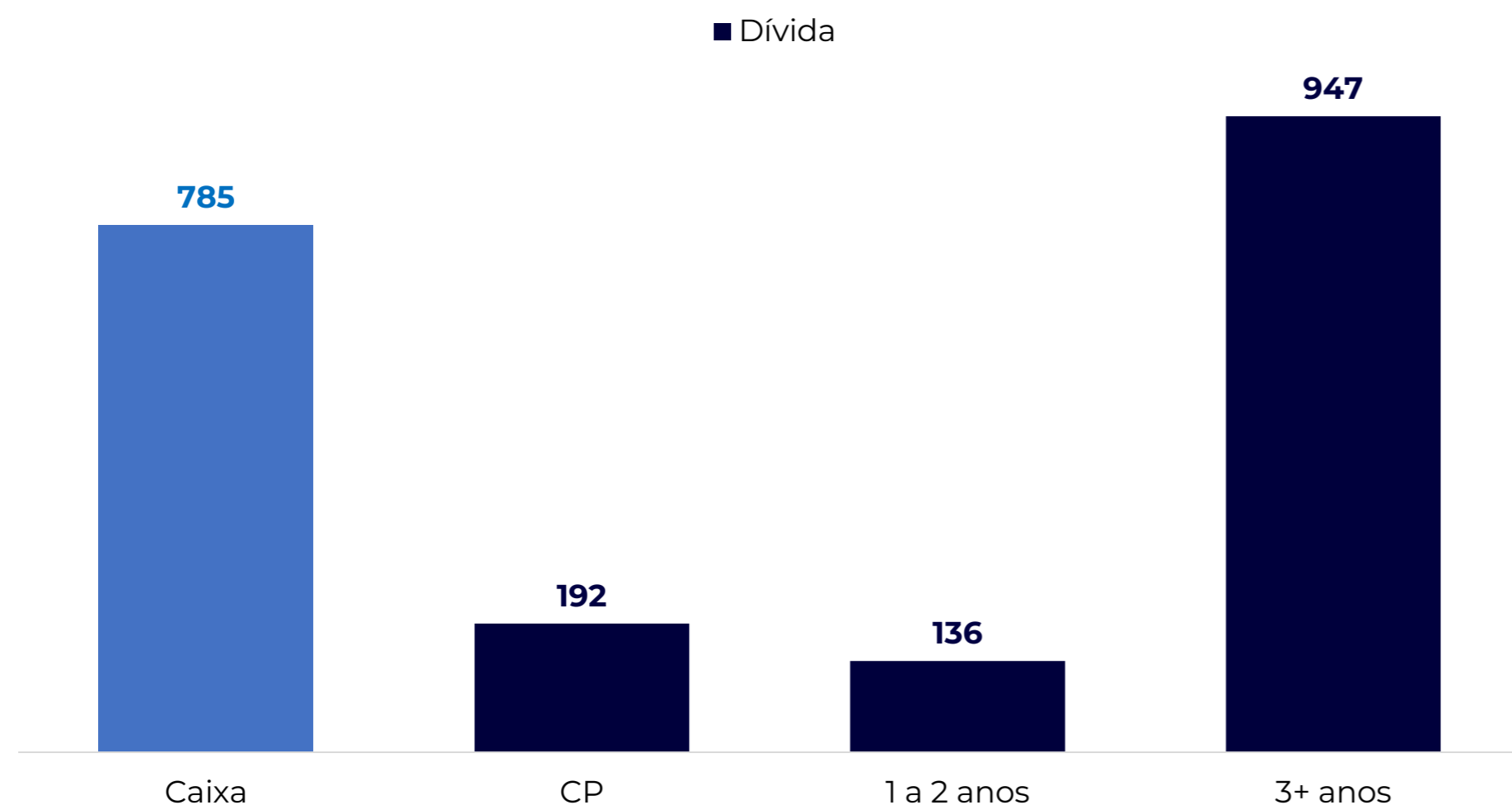
Destaques 2025. Em 2025, a Lawvi entregou receita líquida recorde de R\$1,8 bilhão (+14% a/a), após evolução de obras de projetos com alta venda e maior tração de novas vendas em lançamentos, além do segmento econômico via Novvo. Apesar de lançamentos e vendas no ano menores vs. 2024, o avanço de %PoC e o *mix* sustentaram o crescimento.

Nossa Visão. Companhia imobiliária de perfil média, alta renda e luxo, com forte posição de liquidez e grupo controlador detentor de *expertise* no mercado imobiliário paulistano. A Lawvi acelerou seus lançamentos nos últimos anos, o que tem aumentado sua alavancagem. Apesar do aumento de estoques, sua velocidade de vendas segue em linha com outros *players*.

Acionistas. O grupo controlador é composto pela Cyrela, RH empreendimentos e membros da família Horn (62,0%), seguidos pela Tarpon Capital (15,4%) e *free-float* (22,6%).

Rating. Moody's: AA+.br

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Lawvi, Cyrela, Kallas e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Posição de liquidez confortável;
- Grupo controlador com forte expertise no mercado imobiliário na cidade de São Paulo;
- Diversificação econômica de portfólio.

Pontos de Atenção

- Forte concorrência na cidade de São Paulo;
- Aceleração de lançamentos nos últimos anos, com aumento de estoques;
- Inflação nos custos de materiais e aquisição de terrenos.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	Cyrela 2025	Kallas 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	555	903	1.549	1.761	9.423	923
Margem Bruta	33,6%	33,1%	33,8%	34,9%	34,5%	23,8%
EBITDA (R\$ Mi)	87	230	424	509	2.349	-49
Margem EBITDA	15,7%	25,5%	27,4%	28,9%	24,9%	-5,3%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	115	231	343	414	2.007	-155
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	-494	-163	-129	394	2.316	487
Dívida Bruta/PL	0%	28%	37%	26%	80%	73%
Dívida Líquida/PL	-39%	-12%	7%	22%	22%	84%
Ativo CP/ Passivo CP	4,8	4,9	4,9	4,5	3,8	2,6
Caixa/Dívida CP	1.649,5	15,6	36,4	4,9	5,2	0,5
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	80	-251	7	-217	-358	-74
FCI	-54	192	-263	156	-394	-105
FCF	-128	65	316	206	948	129
Δ Caixa	-102	6	61	145	195	-49



Localiza

Perfil. A Localiza é a maior locadora de carros do Brasil, tendo 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.

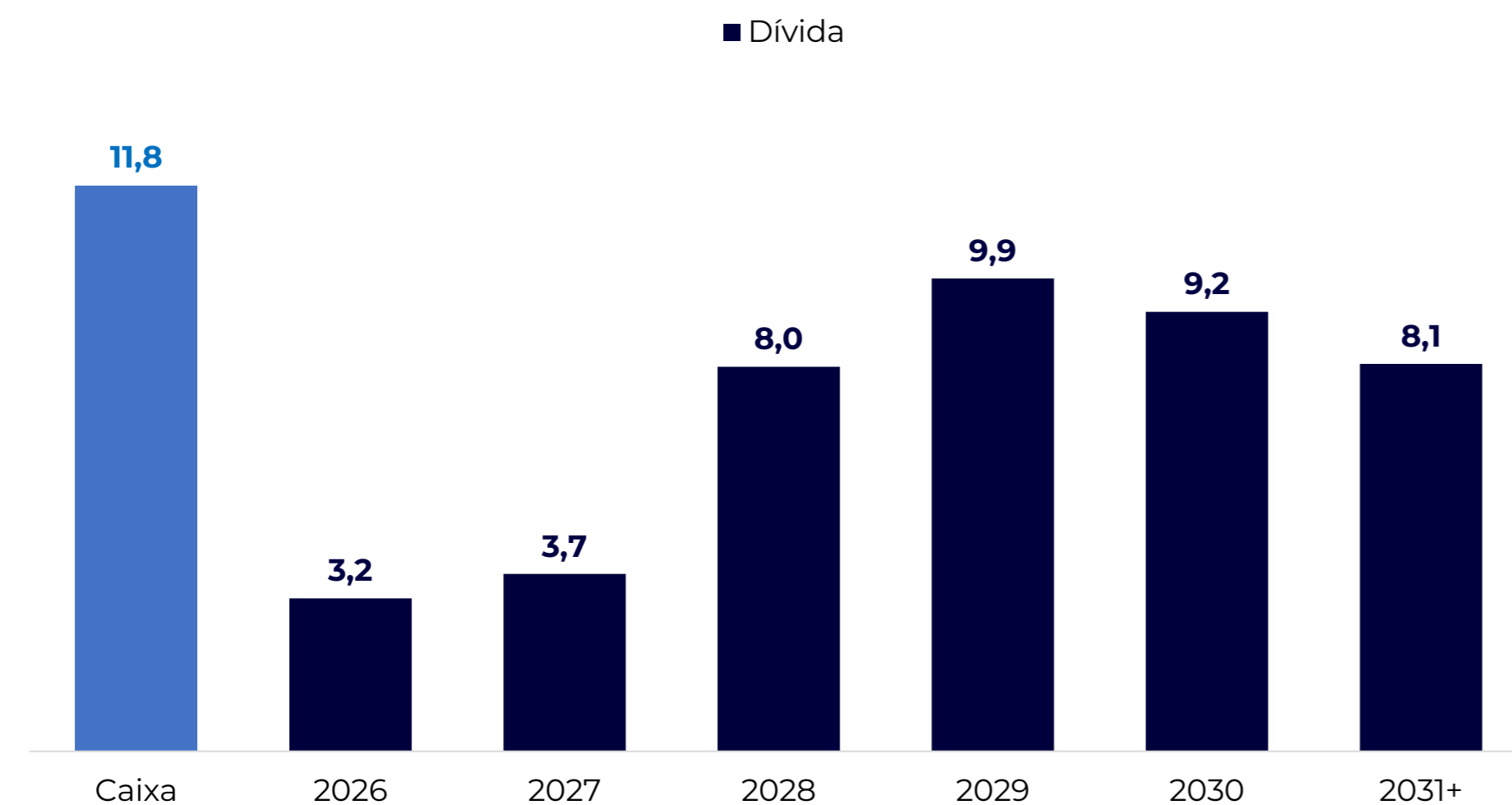
Destaques 2025. Receita líquida consolidada (+12,1% a/a) foi puxada por Seminovos (R\$22,2 bilhões, +15,6% a/a) e pela recomposição de preços no aluguel, com diárias médias maiores (RaC R\$151, +8,4% a/a; GTF R\$103, +9,6% a/a) e utilização elevada (RaC 79,7%, +0,7 p.p.; GF 96,1%, +0,9 p.p.), compensando leve redução de frota e volumes.

Nossa Visão. Apesar do segmento ser intensivo em capital, a Localiza vem sinalizando com maior controle de crescimento, priorizando ganho de margens em detrimento de menores volumes. Dentro do segmento de locação, a companhia apresenta a melhor robustez de balanço, detendo ainda a maior frota do país e estratégia de precificação do mercado.

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.

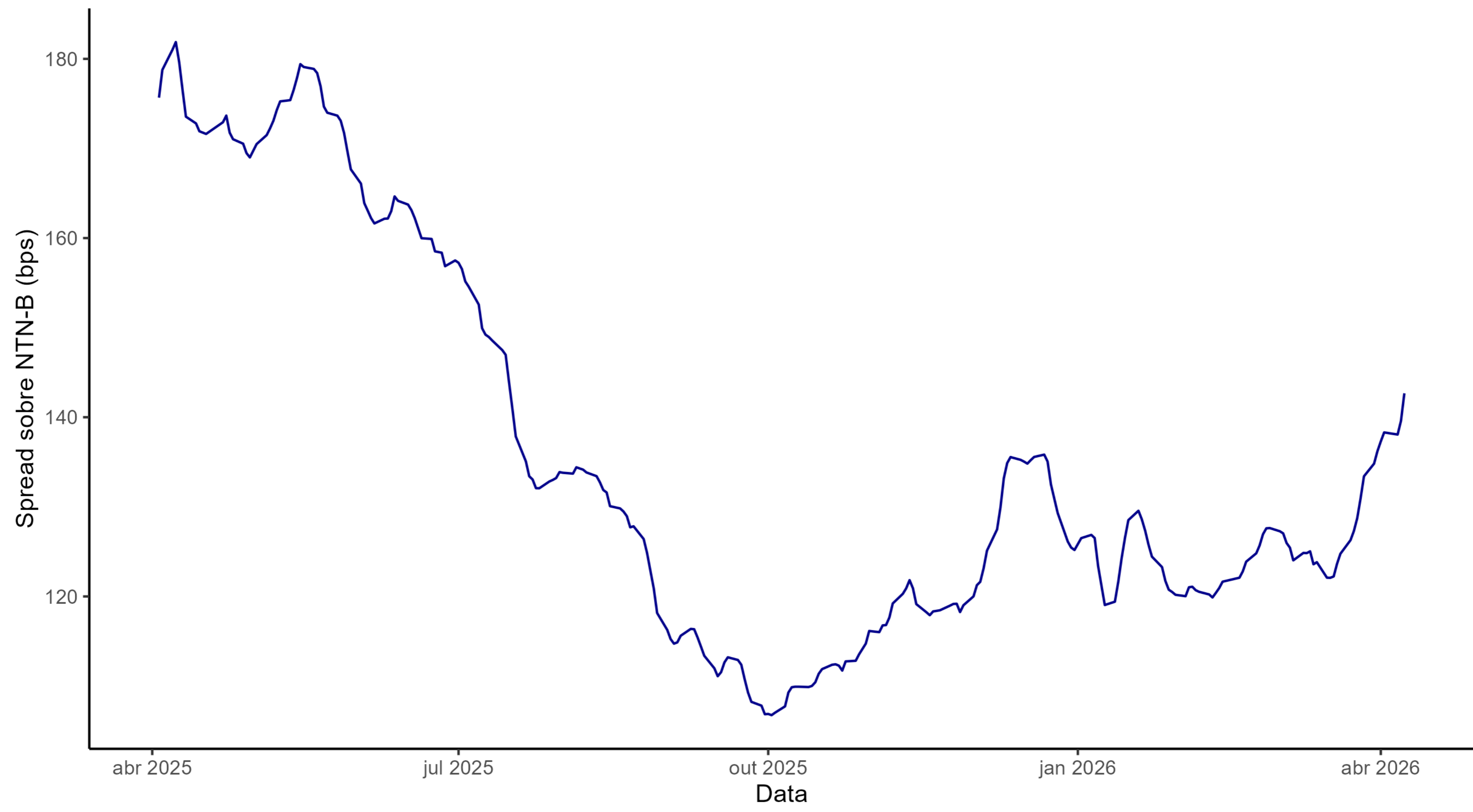
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	26.111	28.903	37.272	41.782
Margem Bruta	25,5%	28,6%	23,5%	18,7%
EBITDA (R\$ Mi)	8.109	10.553	11.915	13.753
Margem EBITDA	31,1%	36,5%	32,0%	32,9%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	1.976	1.803	1.813	1.871
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	27.712	29.265	30.064	31.052
Dívida Bruta/PL	1,6	1,5	1,7	1,7
Dívida Líquida/EBITDA	3,2	2,8	2,5	2,3
Ativo CP/ Passivo CP	1,0	1,0	1,2	1,2
Caixa/Dívida CP	1,7	1,5	3,3	2,6
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	-8.827	-9.919	650	2.146
FCI	4.522	189	-452	-437
FCF	5.451	10.225	1.368	-3.564
Δ Caixa	1.146	495	1.566	-1.854

Movida 2025	Unidas 2025
14.672	7.343
32,5%	45,4%
5.686	2.668
38,8%	67,9%
318	6
15.542	8.644
6,1	5,2
2,6	3,3
0,6	1,5
1,7	1,9
-1.016	103
-263	-180
-484	423
-1.763	346



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



Log CP

Perfil. A Companhia atua no desenvolvimento de ativos logísticos *greenfield* e locação de galpões de alto padrão desde a incorporação até a gestão, com empreendimentos em todas as regiões do país. A companhia deve continuar o processo de reciclagem de ativos maduros, de modo a financiar a construção de 2 milhões de m² de ABL entre 2025 e 2028. Sua principal fonte de receita recorrente é a locação de suas áreas, que possuem um *track record* de preço de locação competitivo e vacância abaixo da média nacional, consequente da demanda crescente pelo *e-commerce*.

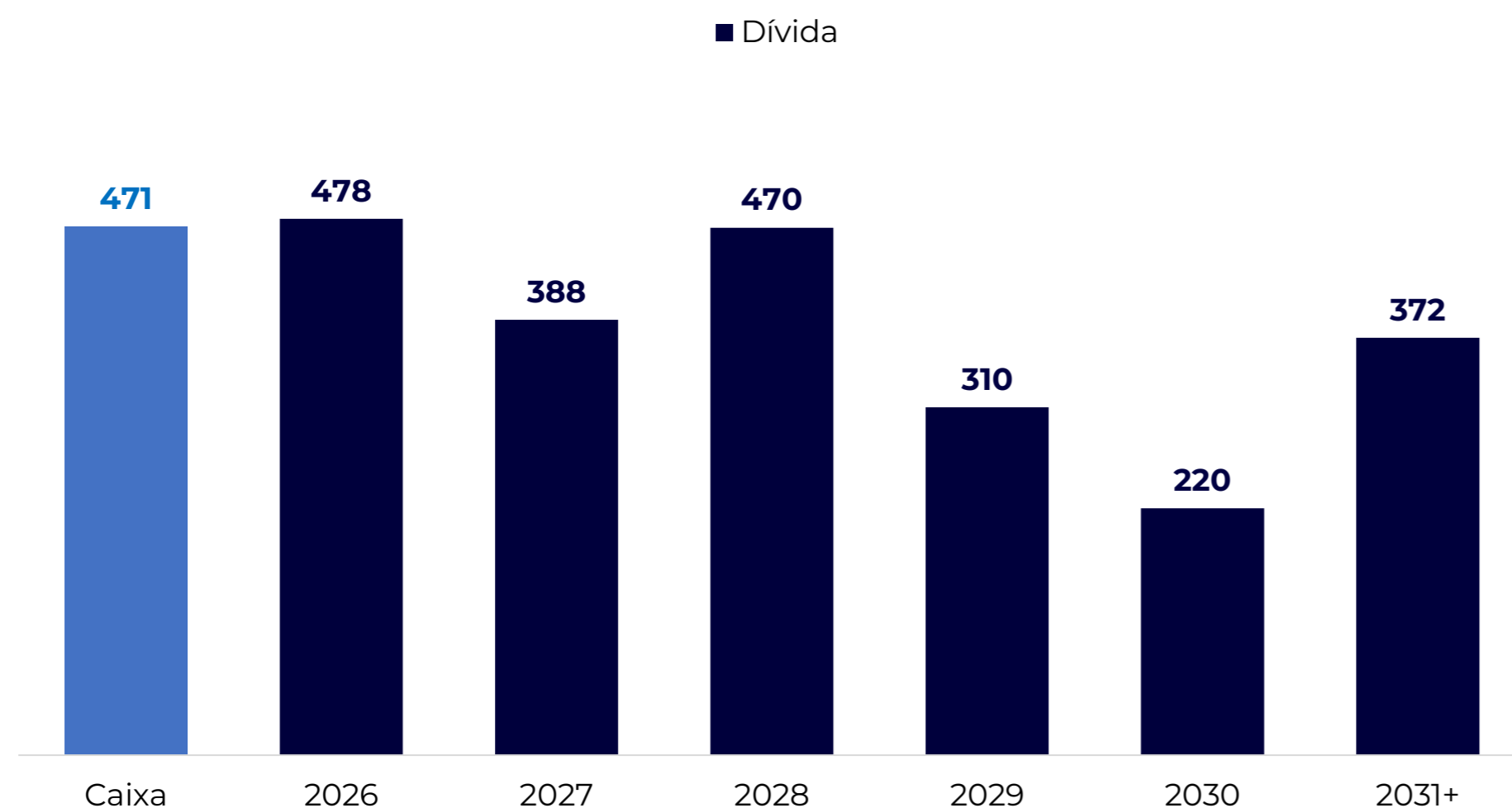
Destaques 2025. A vacância permaneceu estabilizada em 0,81%, com pré-locação média próxima de 90% nas entregas. O *ticket* nominal aumentou para 43,4%, além de *Same Client Rent* de 2,7% no 4T25, acima da inflação. A receita líquida de locação cresceu 13,2% para R\$249 milhões, sustentada por maior ABL e preço (*ticket* médio anual R\$21,88/m², +6,4%), enquanto a plataforma de serviços avançou 46,6% para R\$22 milhões.

Nossa Visão. Operação focada em galpões modulares classe A, próximos a grandes cidades e polos industriais. Possui diversificação geográfica e baixas taxas de vacância, além de ser beneficiada pela reciclagem e venda de ativos maduros. Por outro lado, pode ser afetada pelo aumento do custo de construção, inflação de preços de terrenos e aumento no custo da dívida (efetivo de 16,22% a.a. no 4T25).

Acionistas. Controladores (39,3%), Real Investor (10,6%), *free float* (50,1%)

Rating. S&P: brAA+

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Log CP e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Estratégia de diversificação geográfica dos empreendimentos, com atuação em todas regiões do Brasil;
- Galpões modulares flexíveis de alto padrão;
- Baixas taxas de vacância;
- Atuação em todo o ciclo de desenvolvimento do projeto e administração dos ativos;
- Reciclagem e venda de ativos maduros.

Pontos de Atenção

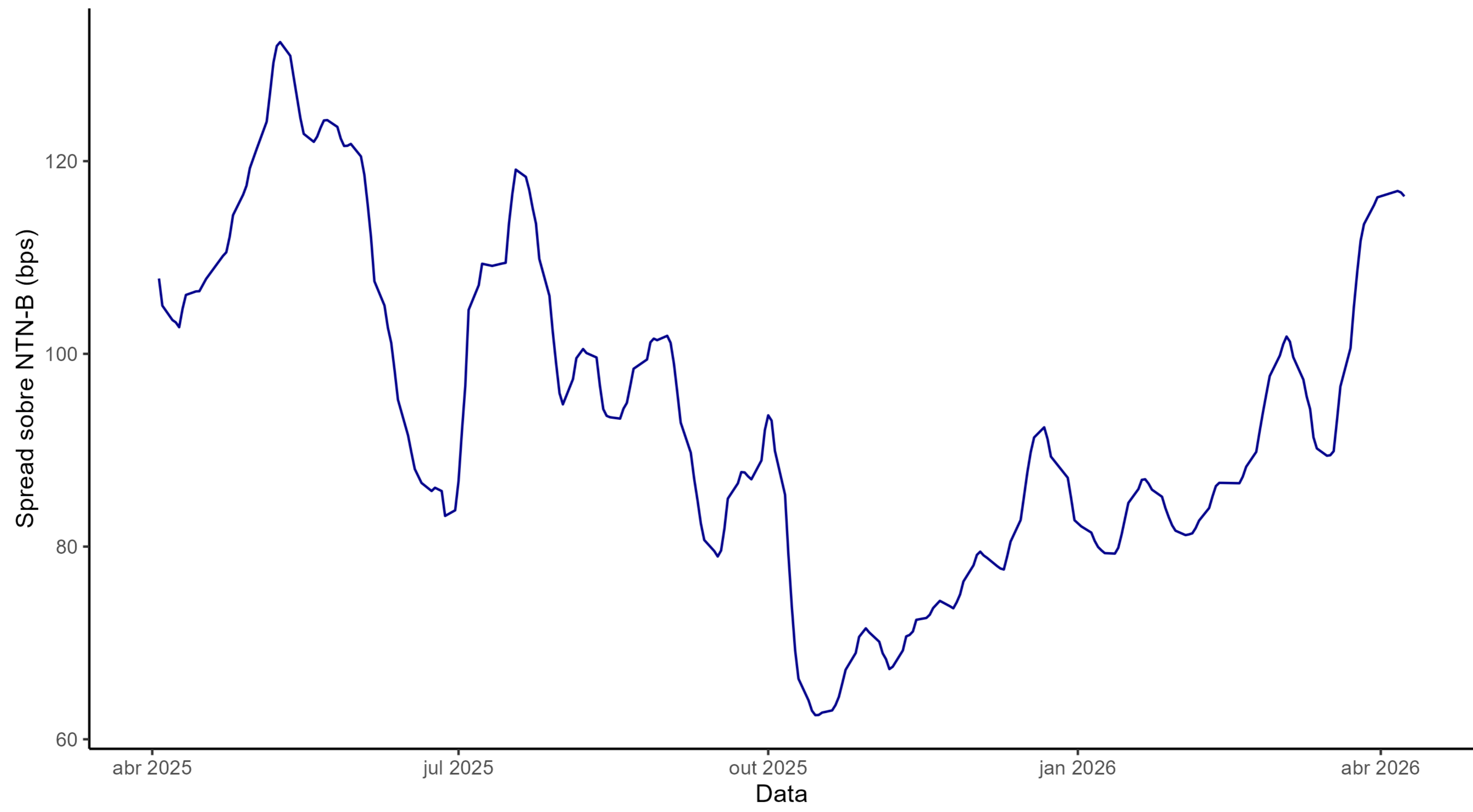
- Impacto do arrefecimento econômico e queda na demanda dos empreendimentos na estratégia de crescimento da companhia;
- Aumento do custo de construção e inflação dos preços de terrenos disponíveis;
- Continuidade do plano de reciclagem de ativos e melhora da estrutura de liquidez.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	217	220	220	249
Margem Bruta	98,6%	98,2%	97,6%	97,2%
EBITDA (R\$ Mi)	500	265	494	602
Margem EBITDA	230,1%	120,4%	224,6%	242,0%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	401	195	344	363
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	1.043	1.144	1.305	1.768
Dívida Bruta/PL	48%	51%	57%	62%
Dívida Líquida/PL	29%	31%	49%	36%
Ativo CP/ Passivo CP	1,4	1,8	1,5	1,0
Caixa/Dívida CP	731,1	753,6	3,1	1,0
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	129	157	68	-15
FCI	-558	155	447	205
FCF	203	-325	-557	-533
Δ Caixa	-226	-12	-42	-343



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima 2110278118 – Evolução do *Spread*



MBRF

Perfil. A MBRF é um dos maiores grupos globais de proteínas, resultado da fusão Marfrig-BRF em set/25. Atua em três segmentos — Beef América do Norte (National Beef), Beef América do Sul e BRF (aves, suínos e processados) —, com presença em mais de 120 países, capacidade de abate de 20 mil cabeças de gado, 40 mil suínos e 6 milhões de aves por dia, e marcas consolidadas, como Sadia, Perdigão, Qualy, National Beef.

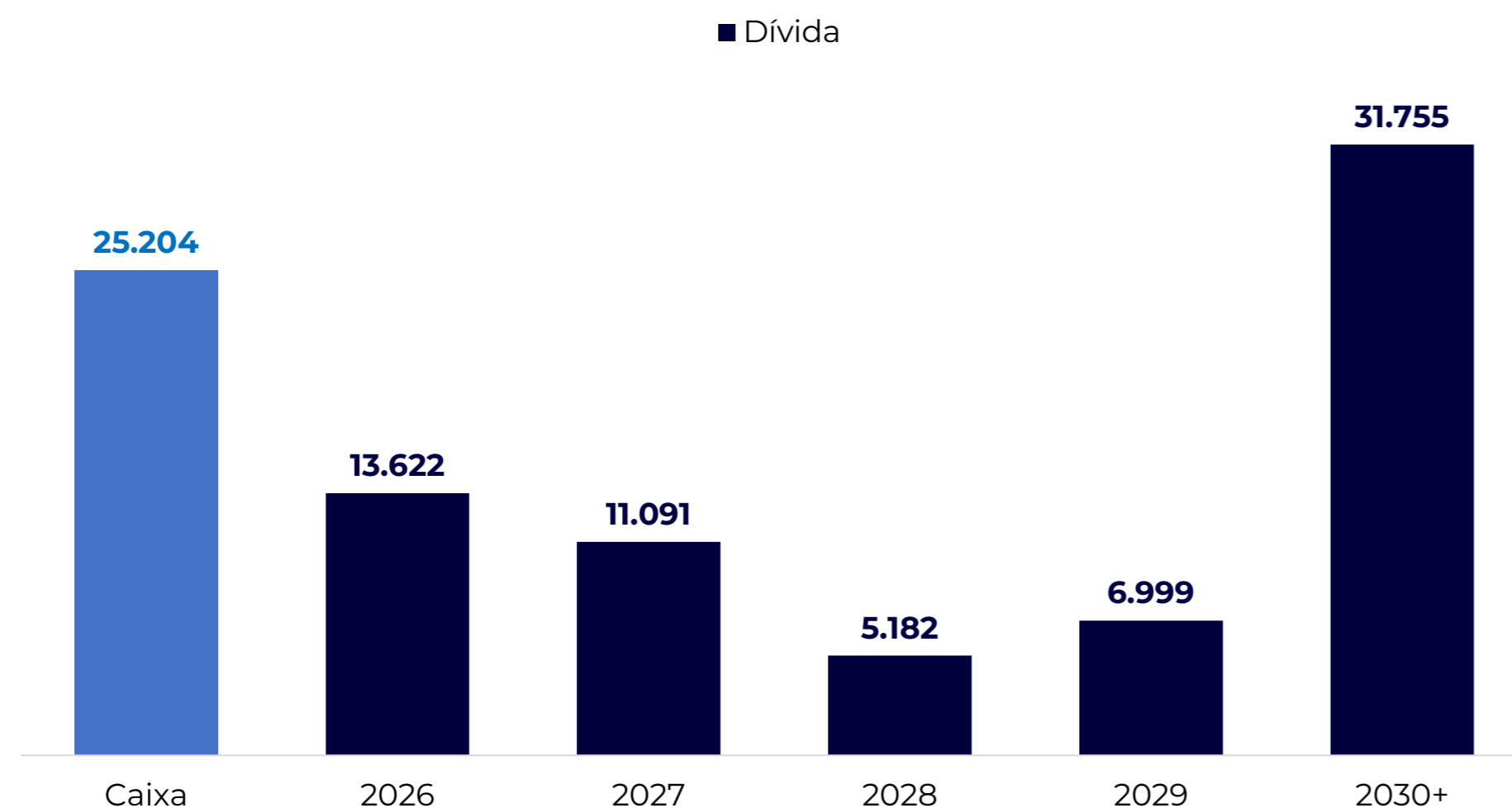
Destaques 2025. Maior receita líquida (+11,9% a/a) a partir de crescimento em todos os segmentos: Beef América do Norte (US\$13,8 bi, +11,8% a/a), Beef América do Sul (R\$22,2 bi, +20,1% a/a) e BRF (R\$64,7 bi, +5,8% a/a). Margem EBITDA (-125 bps a/a), pressionada pelo ciclo pecuário adverso nos EUA (margem EBITDA da National Beef de apenas 1,0%) e lucro líquido impactado por despesas financeiras elevadas e custos de reestruturação da fusão. Apesar do endividamento bruto elevado, o custo médio ponderado de 9,16% a.a. e a cobertura de juros de 2,14x conferem capacidade adequada de serviço da dívida corrente.

Nossa Visão. Risco moderado. A avaliação reflete (i) alavancagem em trajetória ascendente (3,30x vs. 2,47x em 2024), com R\$24,7 bilhões em vencimentos nos próximos 24 meses que exigem refinanciamento contínuo; (ii) compressão de margem EBITDA de 9,3% para 8,0%, sem horizonte claro de reversão do ciclo pecuário nos EUA (menor rebanho em 75 anos); e (iii) FCF recorrente de R\$985 milhões frente ao nível de distribuições (R\$3,8 bilhões), indicando acréscimo líquido de dívida. Por outro lado, há um colchão de liquidez de R\$25,4 bilhões, cobertura adequada do EBITDA sobre despesas financeiras (2,14x) e relativa folga nos covenants (DL/EBITDA contratual de 3,05x vs. limite de 4,75x). Nossa perspectiva é neutra, pois, apesar do potencial de sinergias da fusão, o ciclo negativo do gado nos EUA deve continuar pressionando margem.

Acionistas. Controladores (46,2%), CitiBank (11,3%), JP Morgan (4,5%), *free float* (38,0%)

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

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: MBRF, JBS, Minerva e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Escala global e diversificação de proteínas;
- 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.

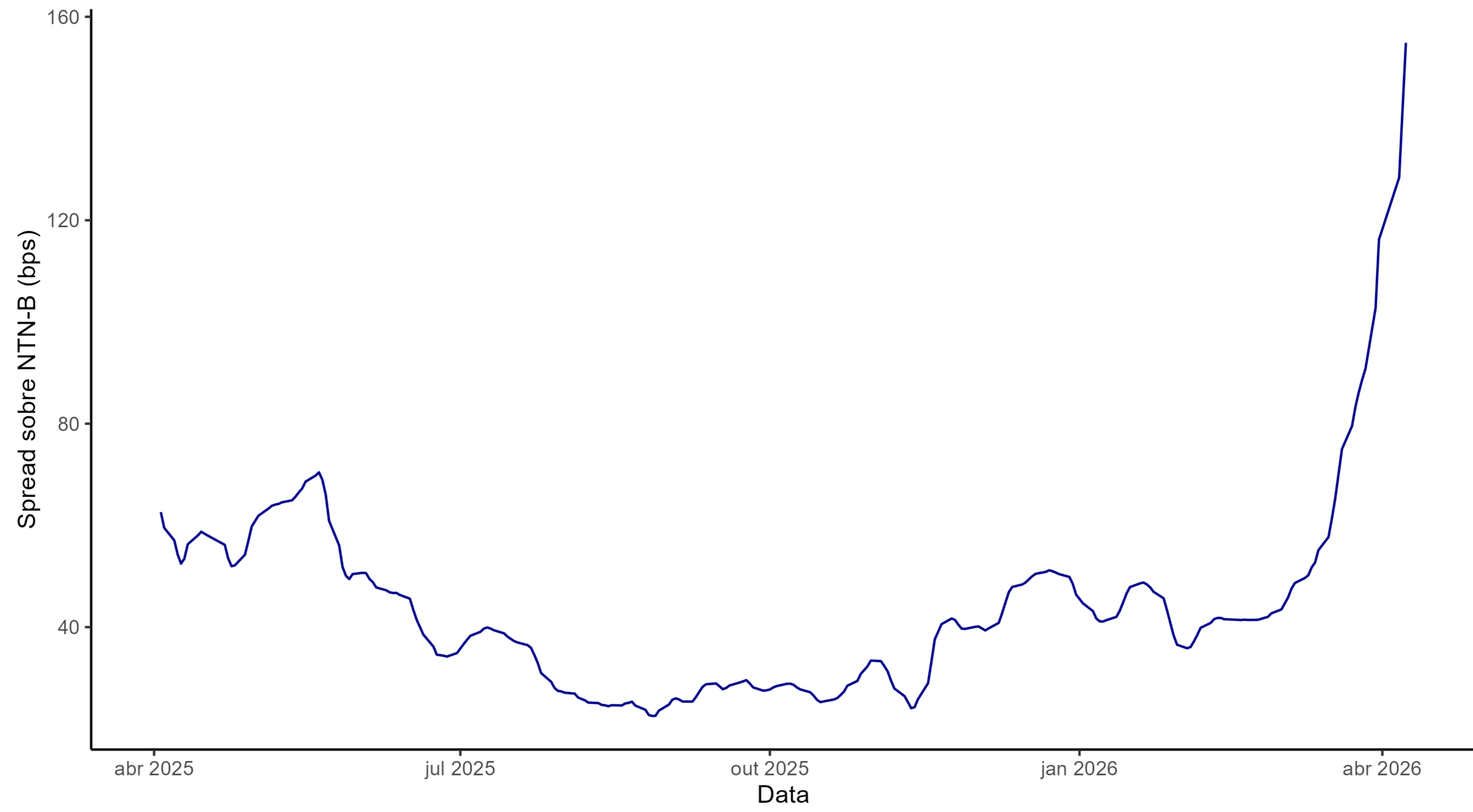
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	130.632	126.475	146.530	163.963
Margem Bruta	13,6%	10,5%	13,5%	12,3%
EBITDA (R\$ Mi)	12.748	8.555	13.584	13.151
Margem EBITDA	9,8%	6,8%	9,3%	8,0%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	4.166	-1.518	2.795	358
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	38.680	34.530	38.842	43.446
Dívida Bruta/PL	2,3	2,3	3,1	4,8
Dívida Líquida/EBITDA	3,0	3,7	2,5	3,3
Ativo CP/ Passivo CP	1,3	1,5	1,3	1,1
Caixa/Dívida CP	1,8	2,5	2,6	1,9
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	9.335	11.056	12.766	13.078
FCI	-708	-6.702	-4.156	-7.188
FCF	1.586	-3.911	-15.491	-2.557
Δ Caixa	10.213	443	-6.880	3.333

JBS 2025	Minerva 2025
480.583	54.830
13,1%	17,3%
38.111	4.825
7,9%	8,8%
12.474	848
89.800	12.755
2,2	14,7
2,4	2,6
1,6	1,3
5,5	2,8
15.764	4.736
-12.761	-1.236
-10.179	-2.574
-7.176	926



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



Melnick

Perfil. A Melnick é uma das maiores incorporadoras do Rio Grande do Sul e opera com foco nos setores de média e alta renda. Dentre seus segmentos operacionais, atua em urbanização através do veículo Urbanizadora, em parceria com a Arcadia. Já sua marca Open é centrada em projetos financiados pelo MCMV desde 2018. Além disso, também possui a MPartners como seu braço de investimentos imobiliários, prospectando projetos em cidades de regiões diversas. Com 30% do *market share* dos lançamentos na cidade de Porto Alegre, a companhia possui poder de barganha diante de prestadores de serviço e seu reconhecimento a posiciona favoravelmente em assinatura de permutas e na captação de recursos junto a *family offices*. O uso de permutas nas aquisições de terreno reduz o capital empregado, apesar de impactar suas margens. As permutas são reconhecidas por valor justo, isto é, com margem zero.

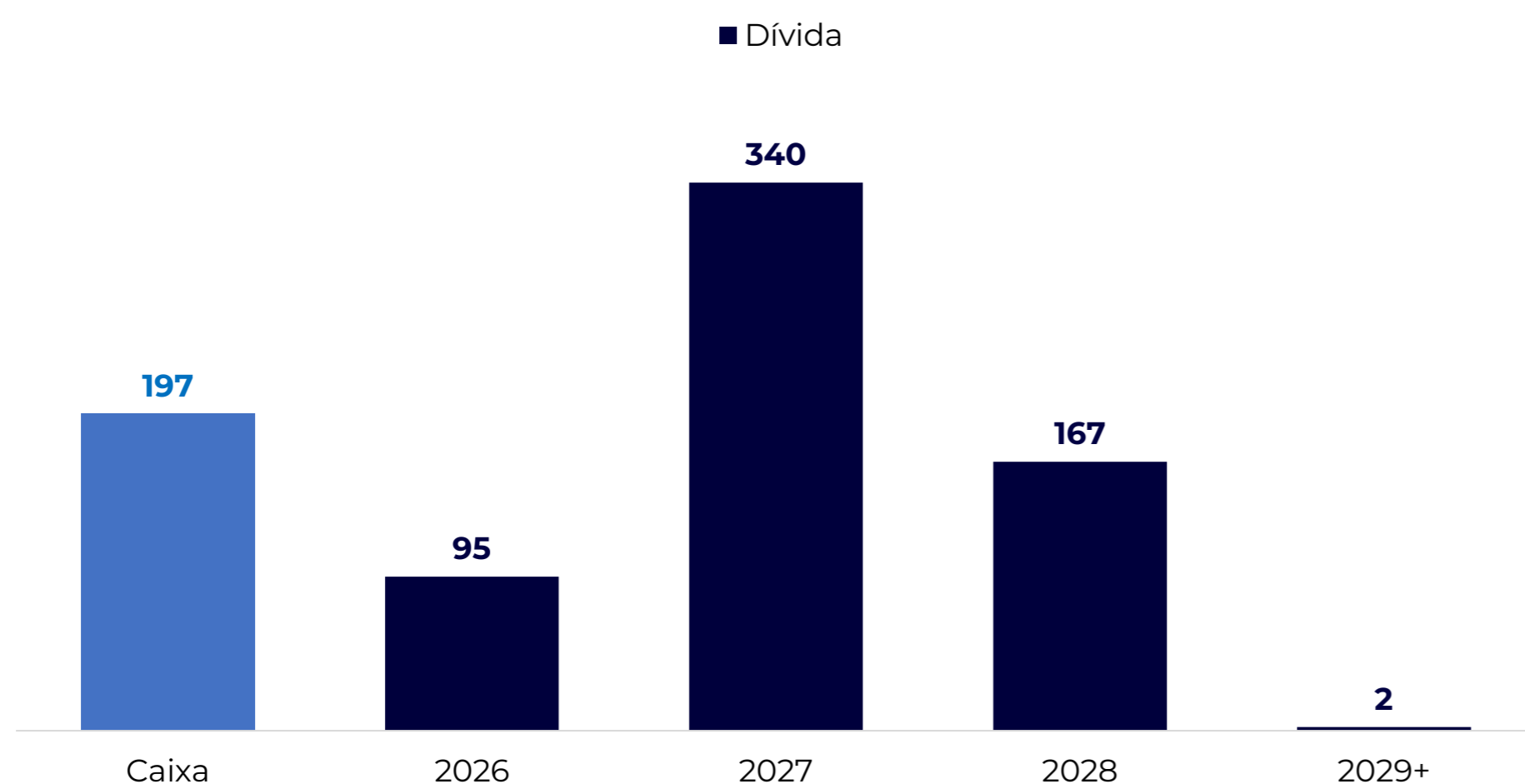
Destaques 2025. Receita líquida (+8,6% vs. 2024) associada a maior volume de entregas (8 empreendimentos, R\$803 milhões) e giro de estoque mais forte (vendas de estoque +57%). Apesar da menor VSO consolidada, de 33,2% (vs. 38,3% em 2024), a margem bruta subiu para 24,4% (vs. 21,7% em 2024), refletindo reprecificação de estoque, mix e diluição de custos de obras/terrenos. O VGV lançado somou R\$1,1 bilhão (R\$930 milhões % Melnick) e as vendas líquidas atingiram R\$927 milhões (% Melnick), com estoques de R\$1,5 bilhão (% Melnick) concentrados em obras de 2027-2028 (54%-83% vendidos). O landbank encerrou o ano com R\$3,1 bilhões (% Melnick).

Nossa Visão. A companhia segue como uma das principais incorporadoras da região Sul, tendo alavancado seu balanço recentemente com o maior volume de dividendos pagos e redução de capital. Um maior volume de entregas em 2026 (+71% vs. 2025) deve contribuir para uma desalavancagem ao longo do ano.

Acionistas. Melpar Invest LTDA (46,8%), Real Investor Gestão de Recursos (18,5%), Tesouraria (1%), Outros (33,7%).

Rating. Moody's: AA.br

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Melnick, Lavvi, Moura Dubeux e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Dentre as maiores incorporadoras do Rio Grande do Sul, com longo histórico de atuação;
- Métricas de crédito conservadoras.

Pontos de Atenção

- Exposição a riscos setoriais, incluindo juros e volatilidade no INCC;
- Atuação geográfica concentrada.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	Lavvi 2025	Moura Dubeux 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	1.030	1.184	1.029	1.117	1.761	2.357
Margem Bruta	22,8%	20,6%	21,7%	24,4%	34,9%	34,9%
EBITDA (R\$ Mi)	64	128	114	154	509	490
Margem EBITDA	6,3%	10,8%	11,1%	13,8%	28,9%	20,8%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	84	104	71	112	414	420
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	-187	-114	-102	424	394	324
Dívida Bruta/PL	13%	22%	26%	50%	26%	58%
Dívida Líquida/PL	-16%	-9%	-8%	40%	22%	21%
Ativo CP/ Passivo CP	3,1	2,9	2,9	2,6	4,5	2,2
Caixa/Dívida CP	7,6	2,7	3,7	1,9	4,9	3,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	-129	-15	119	-138	-217	-79
FCI	-10	-6	-48	-99	156	-41
FCF	90	15	-61	-67	206	267
Δ Caixa	-48	-6	10	-304	145	147



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.

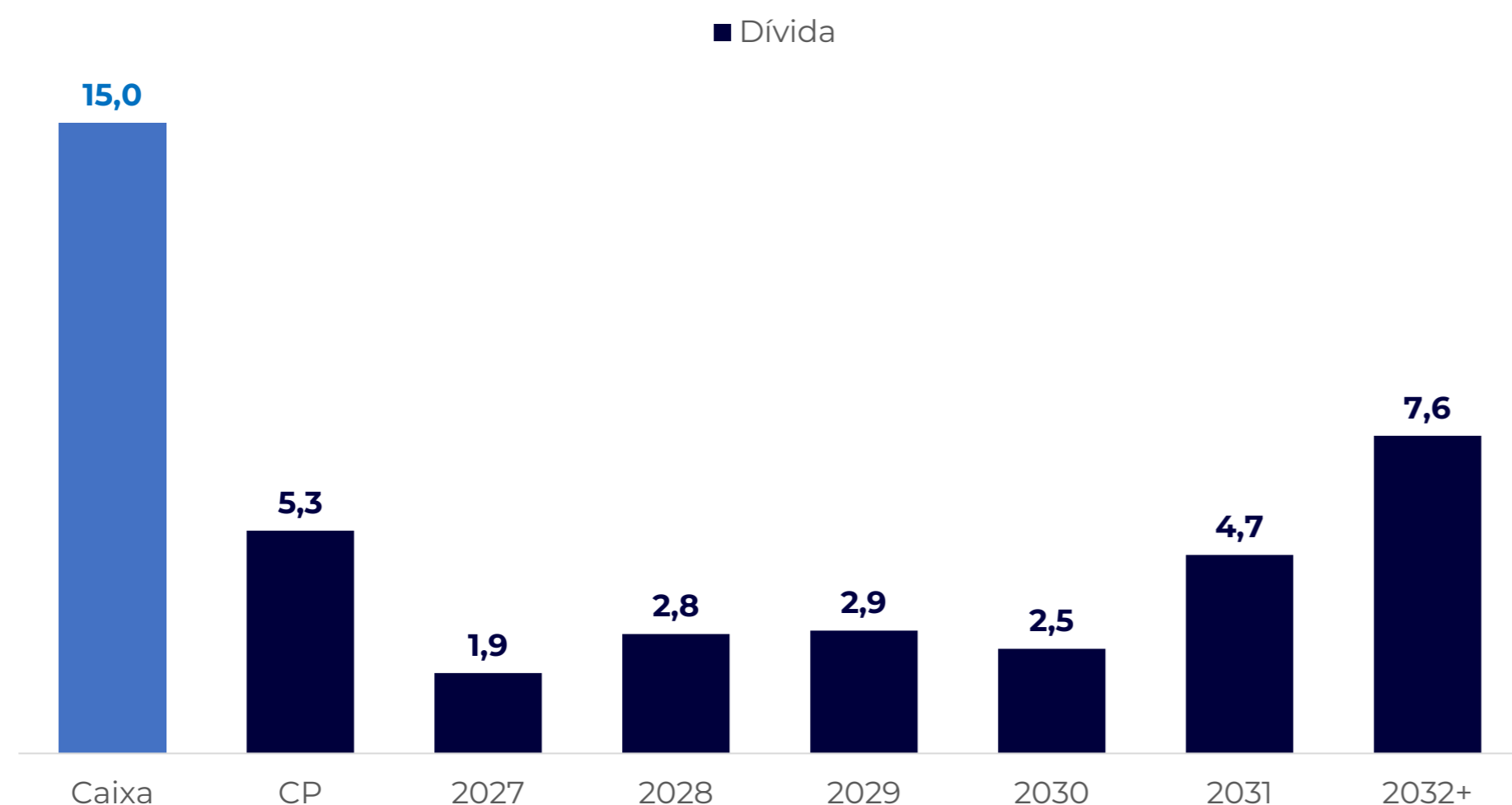
Destaques 2025. Receita líquida consolidada (+60,9% a/a) refletindo aumento dos volumes de abate (+35% a/a) e preços superiores de venda nos principais mercados. Margem EBITDA de 8,8% (vs. 9,2% em 2024), após pressão nos custos de aquisição de bovinos, parcialmente compensados pela maior diluição dos custos operacionais.

Nossa Visão. Risco moderado-baixo. A avaliação reflete (i) alavancagem em trajetória de queda, sustentada pelo crescimento dos volumes abatidos, por investimentos estabilizados em relação a 2025 e pelo início de um ciclo de redução de juros; (ii) posição de liquidez robusta, reforçada pela execução de *liability management*, com pré-pagamento de linhas de maior custo e alongamento do perfil de vencimentos; e (iii) captura adicional de eficiências operacionais dos ativos incorporados, com efeitos positivos sobre a estrutura de custos. Por outro lado, a companhia ainda deve enfrentar um ciclo do gado mais pressionado, além de potenciais pressões adicionais de custo em logística e energia, fatores que podem limitar a expansão de margens e a geração de caixa ao longo do ano. Nossa perspectiva é neutra, pois, embora a melhora operacional e a redução da alavancagem sustentem uma visão mais construtiva, o ambiente mais desafiador para margens no Brasil e possíveis efeitos do conflito geopolítico nos custos de fretes permanecem como pontos de monitoramento.

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, JBS, 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.

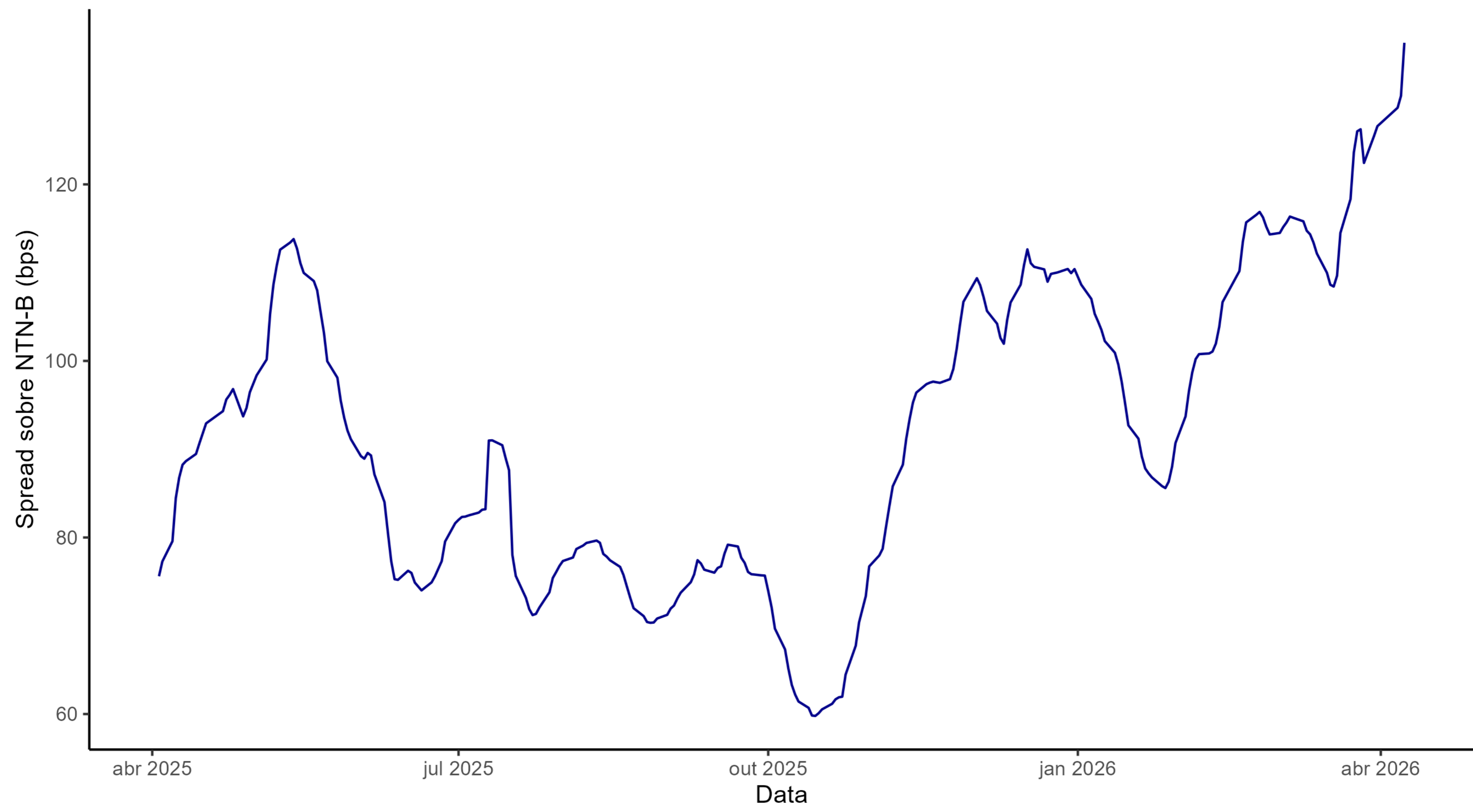
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	30.978	26.892	34.069	54.830
Margem Bruta	18,5%	20,5%	20,6%	17,3%
EBITDA (R\$ Mi)	2.838	2.563	3.130	4.825
Margem EBITDA	9,2%	9,5%	9,2%	8,8%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	655	396	-1.564	848
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	6.695	8.878	15.621	12.755
Dívida Bruta/PL	13,0	32,7	344,9	14,7
Dívida Líquida/EBITDA	2,2	2,8	3,7	2,6
Ativo CP/ Passivo CP	1,6	1,9	1,5	1,3
Caixa/Dívida CP	3,4	3,3	2,8	2,8
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	3.135	2.697	6.556	4.736
FCI	-1.658	-2.484	-6.466	-1.236
FCF	-1.452	5.354	800	-2.574
Δ Caixa	25	5.568	890	926

MBRF 2025	JBS 2025
163.963	480.583
12,3%	13,1%
13.151	38.111
8,0%	7,9%
358	12.474
43.446	89.800
4,8	2,2
3,3	2,4
1,1	1,6
1,9	5,5
13.078	15.764
-7.188	-12.761
-2.557	-10.179
3.333	-7.176



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



Moura Dubeux

Perfil. A Moura Dubeux é uma incorporadora fundada no Recife em 1983, tendo atuação em 7 estados do nordeste (CE, RN, PB, PE, AL, SE e BA), com foco em lançamentos nas respectivas capitais. A companhia atua na construção e incorporação de imóveis nos segmentos de luxo e alto padrão (Moura Dubeux), residenciais de médio padrão (Mood), além de possuir as marcas Única (Minha Casa Minha Vida faixas 3 e 4), Beach Class (Short e Long Stay/ segunda residência) e ITC (comercial).

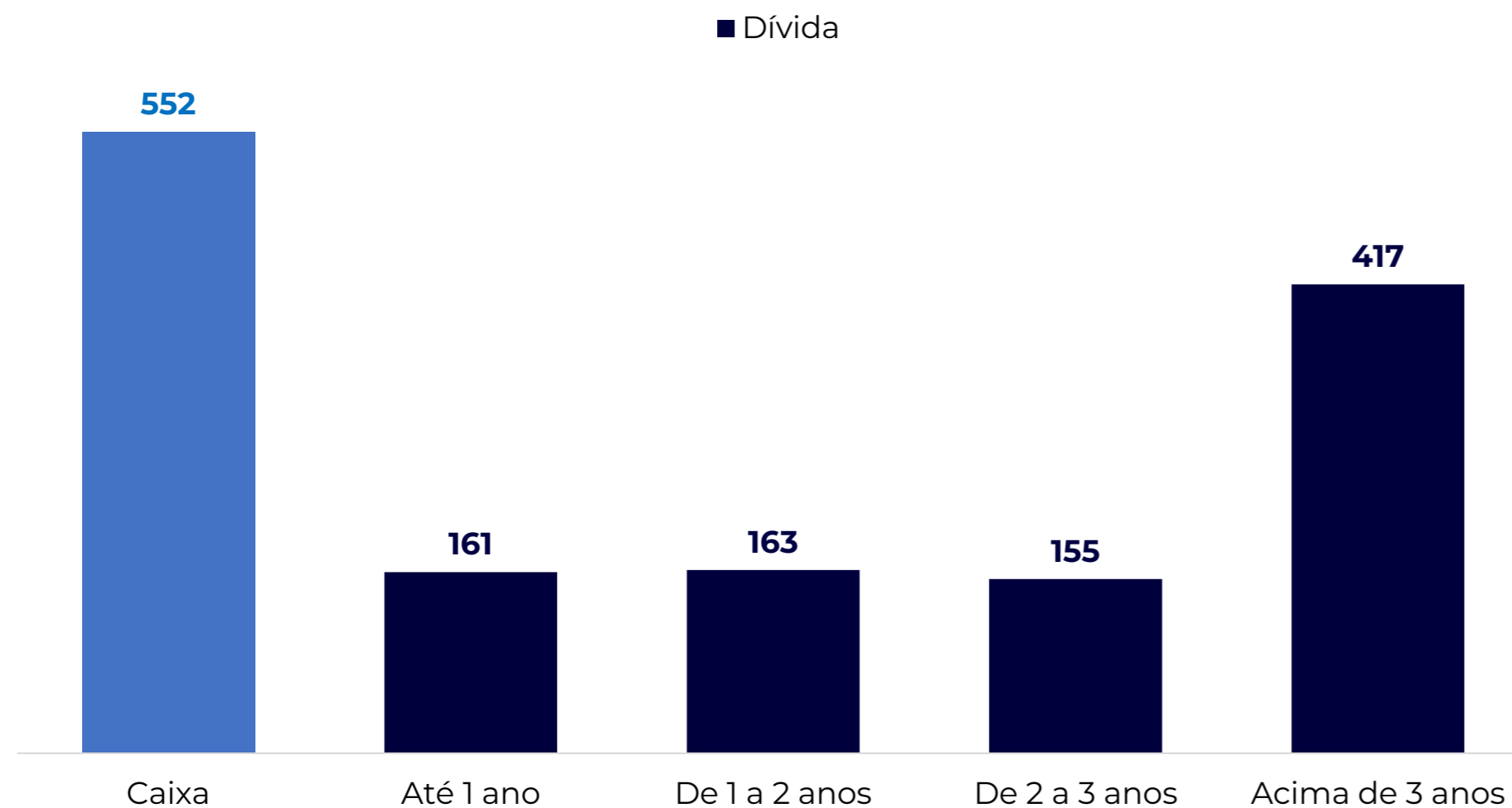
Destaques 2025. Receita líquida (+50,1% a/a) puxada pelo avanço do modelo de Condomínio e maior monetização de fees de comercialização de terreno (R\$971 milhões) e taxas de adesão/administração. Os lançamentos líquidos foram de R\$4,6 bilhões (+80,7% a/a) e vendas/adesões líquidas de R\$3,5 bilhões (+47,0% a/a), apesar de arrefecimento do VSO UDM para 51,7% e VSO trimestral de 16,8% no 4T25. A margem bruta avançou (+1,4 p.p.), sustentada por eficiência e mix, mesmo com menor margem em Condomínio (38,4%, -3,2 p.p. a/a) por maior participação de aquisições de terrenos com parcela em dinheiro no 4T25. O estoque a valor de mercado atingiu R\$3,5 bilhões e o landbank encerrou em R\$10,9 bilhões (~60% em permuta física), favorecendo menor consumo de caixa e sustentando o crescimento. Em jan/26, um follow-on de R\$483 milhões reforçou a flexibilidade financeira da companhia.

Nossa Visão. A companhia tem evoluído em lançamentos e vendas ao mesmo tempo que sustenta margens operacionais. Um ponto de atenção é a pressão sobre o fluxo de caixa causado pelas atividades de incorporação intensificadas, além do aumento do nível de alavancagem da companhia no último ano.

Acionistas. Controladores (33,3%), LarrainVial (5,1%), Diretoria (1,6%), free float (60,0%)

Rating. S&P: brAA

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Moura Dubeux, Lavvi, Melnick e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Modelo operacional sustenta margens mais elevadas e reduz necessidade de caixa;
- Principal player do segmento imobiliário na região de atuação;
- Estrutura de liquidez adequada.

Pontos de Atenção

- Maior sensibilidade a preços nos mercados de atuação;
- Menor disponibilidade de recursos para financiamento dos imóveis e custos mais elevados no média renda;
- Inflação de construção e custos relacionados a mão de obra especializada.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	800	1.151	1.570	2.357
Margem Bruta	33,3%	34,7%	33,5%	34,9%
EBITDA (R\$ Mi)	107	203	288	490
Margem EBITDA	13,4%	17,6%	18,4%	20,8%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	106	156	251	420
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	-129	37	107	324
Dívida Bruta/PL	11%	25%	33%	58%
Dívida Líquida/PL	-11%	3%	7%	21%
Ativo CP/ Passivo CP	2,8	2,4	2,5	2,2
Caixa/Dívida CP	14,3	3,2	2.366,1	3,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	78	-151	7	-79
FCI	-20	-27	-25	-41
FCF	11	227	121	267
Δ Caixa	69	48	102	147

Lavvi 2025	Melnick 2025
1.761	1.117
34,9%	24,4%
509	154
28,9%	13,8%
414	112
Dívida e Liquidez	
394	424
26%	50%
22%	40%
4,5	2,6
4,9	1,9
Fluxo de Caixa	
-217	-138
156	-99
206	-67
145	-304



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.

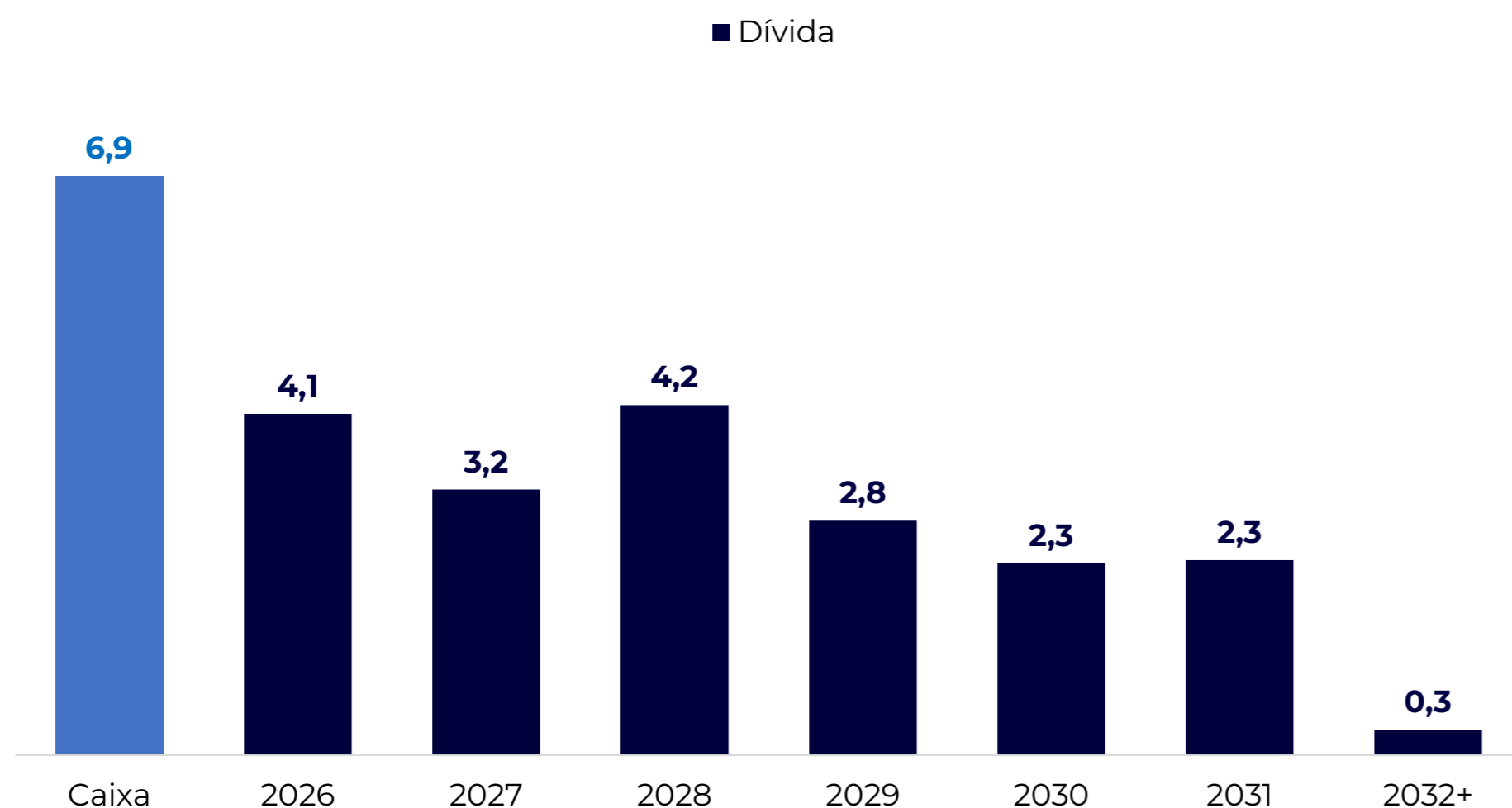
Destaques 2025. ROIC das operações atingiu o maior patamar histórico, ficando em 16,6% (5,8p.p. acima do custo médio da dívida da Movida). Houve avanço de 6,5% e 12,3% nas tarifas médias praticadas no segmento de RAC e frotas, respectivamente, com a taxa de ocupação média dos veículos em RAC totalizando 75,8% (+0,9p.p. a/a).

Nossa Visão. Risco moderado-alto, refletindo a melhora das métricas operacionais ao longo de 2025, com avanço da rentabilidade de RAC e GTF, redução sequencial da alavancagem e menor pressão de vencimentos de curto prazo após a rolagem de dívidas realizada no início de 2026 e o aumento de capital anunciado em mar/26. Por outro lado, a companhia ainda opera com estrutura de capital alavancada, custo da dívida elevado e necessidade recorrente de investimentos para renovação de ativos, fatores que seguem pressionando a dinâmica de caixa. Nossa perspectiva é neutra, pois incorpora a manutenção do repasse de preços, a melhora do ROIC spread e o avanço do processo de desalavancagem, mas também considera que a queima de caixa deve persistir, diante de um custo da dívida ainda elevado e da necessidade de renovação dos ativos.

Acionistas. Simpar (69,7%), free float (30,3%)

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

Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)



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

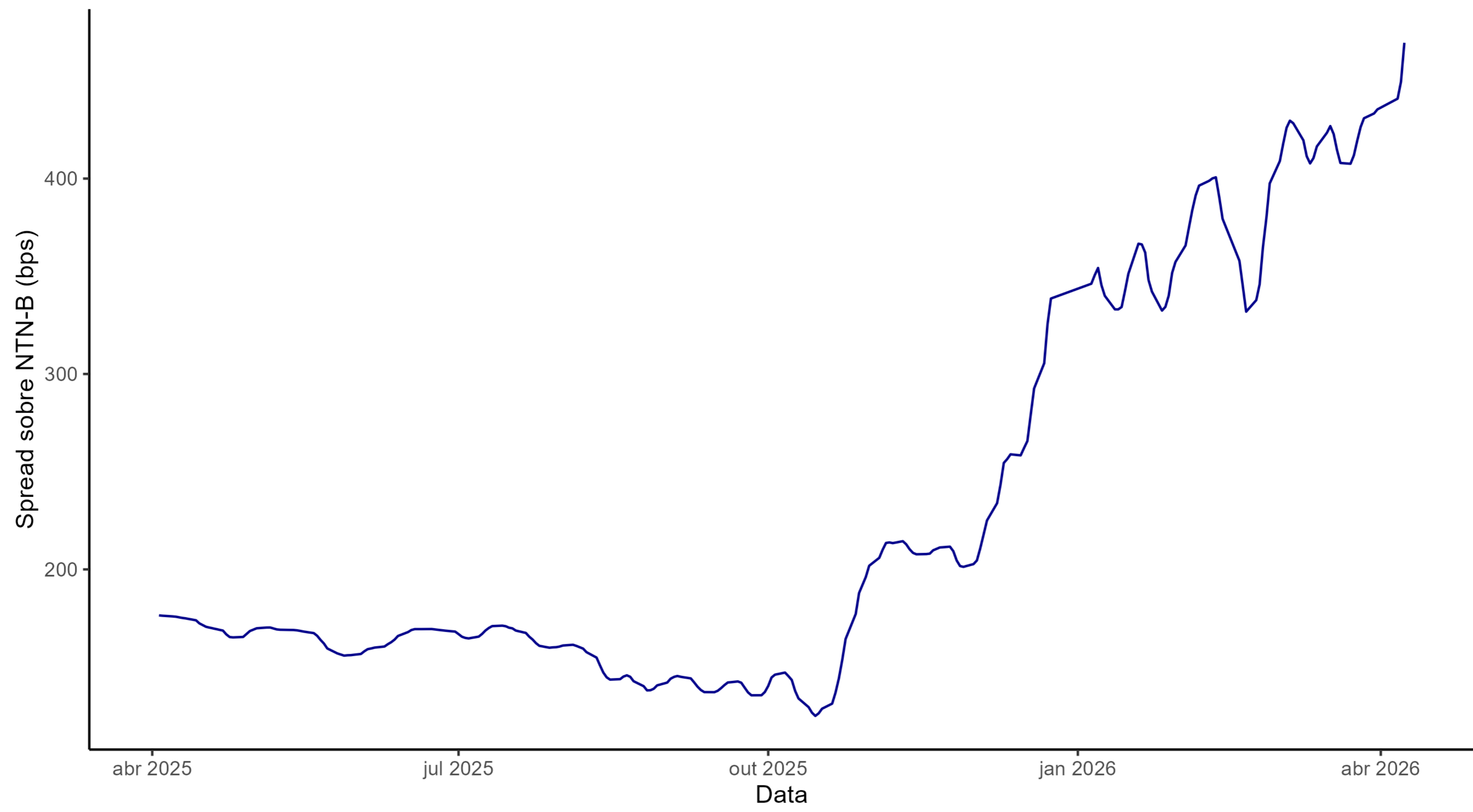
- Manutenção de juros em níveis mais elevados impacta rentabilidade e financiamento da operação;
- Sensibilidade da operação de RAC com relação ao desempenho econômico;
- Indústria de capital intensivo para renovação da frota;
- Estrutura de capital alavancada.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	Localiza 2025	Unidas 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	9.300	10.342	13.481	14.672	41.782	7.343
Margem Bruta	38,1%	26,8%	29,8%	32,5%	18,7%	45,4%
EBITDA (R\$ Mi)	3.349	3.522	4.701	5.686	13.753	2.668
Margem EBITDA	36,0%	34,1%	34,9%	38,8%	32,9%	67,9%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	556	-651	232	318	1.871	6
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	10.794	11.989	14.725	15.542	31.052	8.644
Dívida Bruta/PL	6,4	5,9	7,6	6,1	1,7	5,2
Dívida Líquida/EBITDA	2,8	3,1	3,0	2,6	2,3	3,3
Ativo CP/ Passivo CP	1,6	0,7	0,8	0,6	1,2	1,5
Caixa/Dívida CP	2,8	2,6	2,0	1,7	2,6	1,9
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	-3.147	-183	-1.766	-1.016	2.146	103
FCI	-507	-272	-227	-263	-437	-180
FCF	5.084	-3.373	3.286	-484	-3.564	423
Δ Caixa	1.430	-3.829	1.293	-1.763	-1.854	346



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.

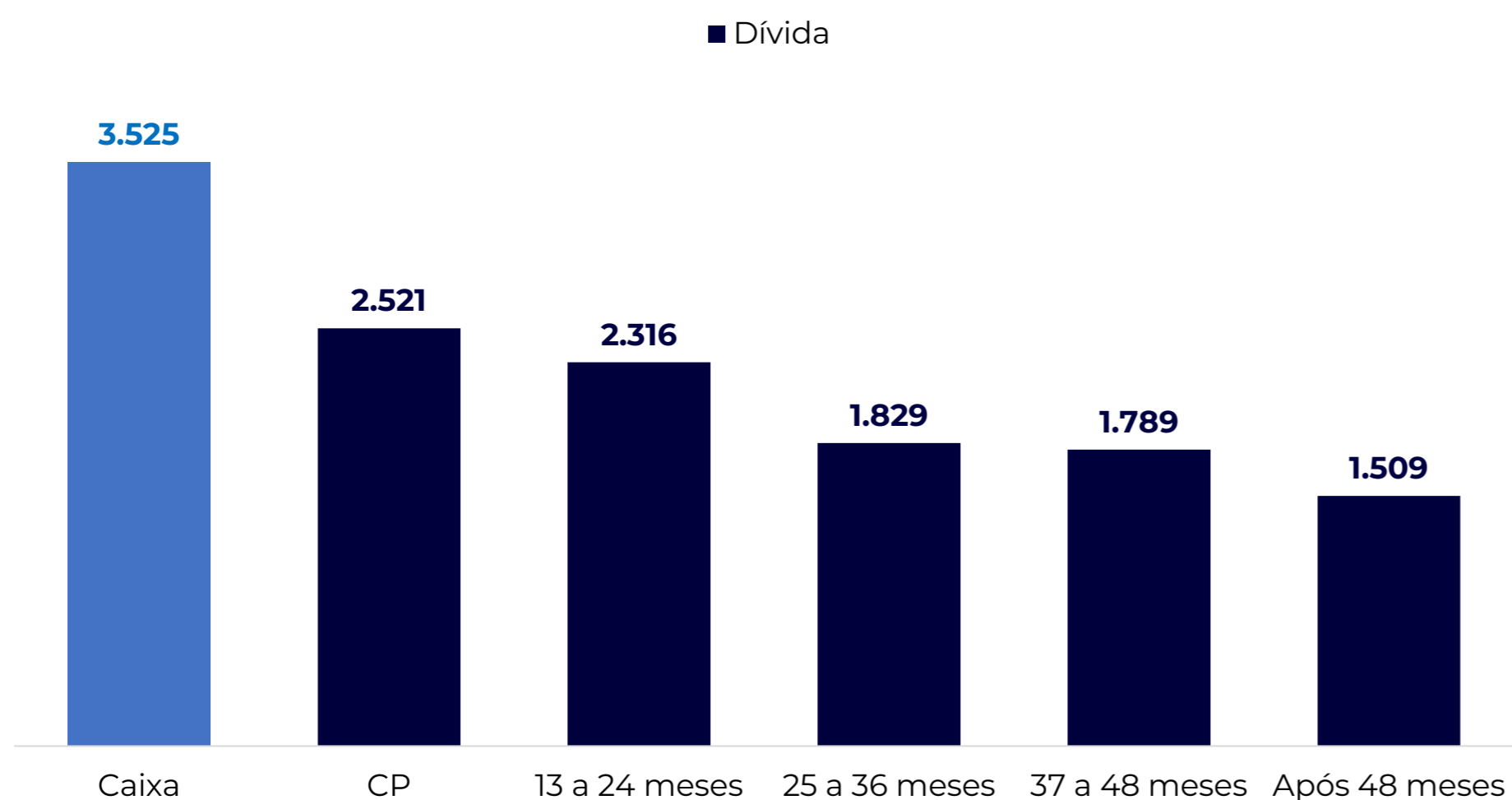
Destaques 2025. Vendas líquidas de R\$ 9,9 bilhões (+2,2% a/a) e lançamentos de R\$11,5 bilhões (+23,2% a/a). A margem bruta de incorporação apresentou melhora consistente, indo para 31% em 2025, favorecida pela demanda e capacidade de reajuste de preços. Os resultados foram pressionados da Resia nos EUA, porém a estratégia de reciclagem de ativos de US\$800 milhões até o fim de 2026 melhora perspectiva de alavancagem.

Nossa Visão. Risco moderado-alto, refletindo alavancagem elevada (Dívida Líquida / PL de 103,6% e de 56% para efeito covenant) e prejuízo líquido sequencial nos últimos 2 anos, reduzindo o PL. Embora a operação *core* de incorporação no Brasil demonstre *turnaround* com margens em expansão e geração de caixa operacional positiva, o consolidado permanece pressionado pela subsidiária americana e pelo custo de carregamento da dívida. O plano de desinvestimento da Resia, se executado, pode reduzir materialmente a alavancagem, mas a execução ainda é incipiente e o cenário macro de juros altos no Brasil limita a velocidade de desalavancagem orgânica, ainda que a expansão do MCMV beneficie a companhia.

Acionistas. Rubens Menim (32,4%), XP Investimentos (6,1%), Real Investor (6,7%), Executivos e Membros do Conselho (1,0%) e free float (53,7%).

Rating. S&P: brA+

Cronograma de Amortização MRV (R\$ milhões)



Fonte: MRV, Cury, Tenda e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Dentre as maiores incorporadoras do Brasil, atuando em diversas regiões;
- Ampliação do MCMV beneficia diretamente a companhia, em termos de margem de venda e quantidade de lançamentos.

Pontos de Atenção

- Risco de aumento dos spreads de crédito, afetando custo da dívida com recebíveis.
- Alavancagem elevada;
- Evolução da venda de ativos da Resia e recomposição de margens na operação Brasil.

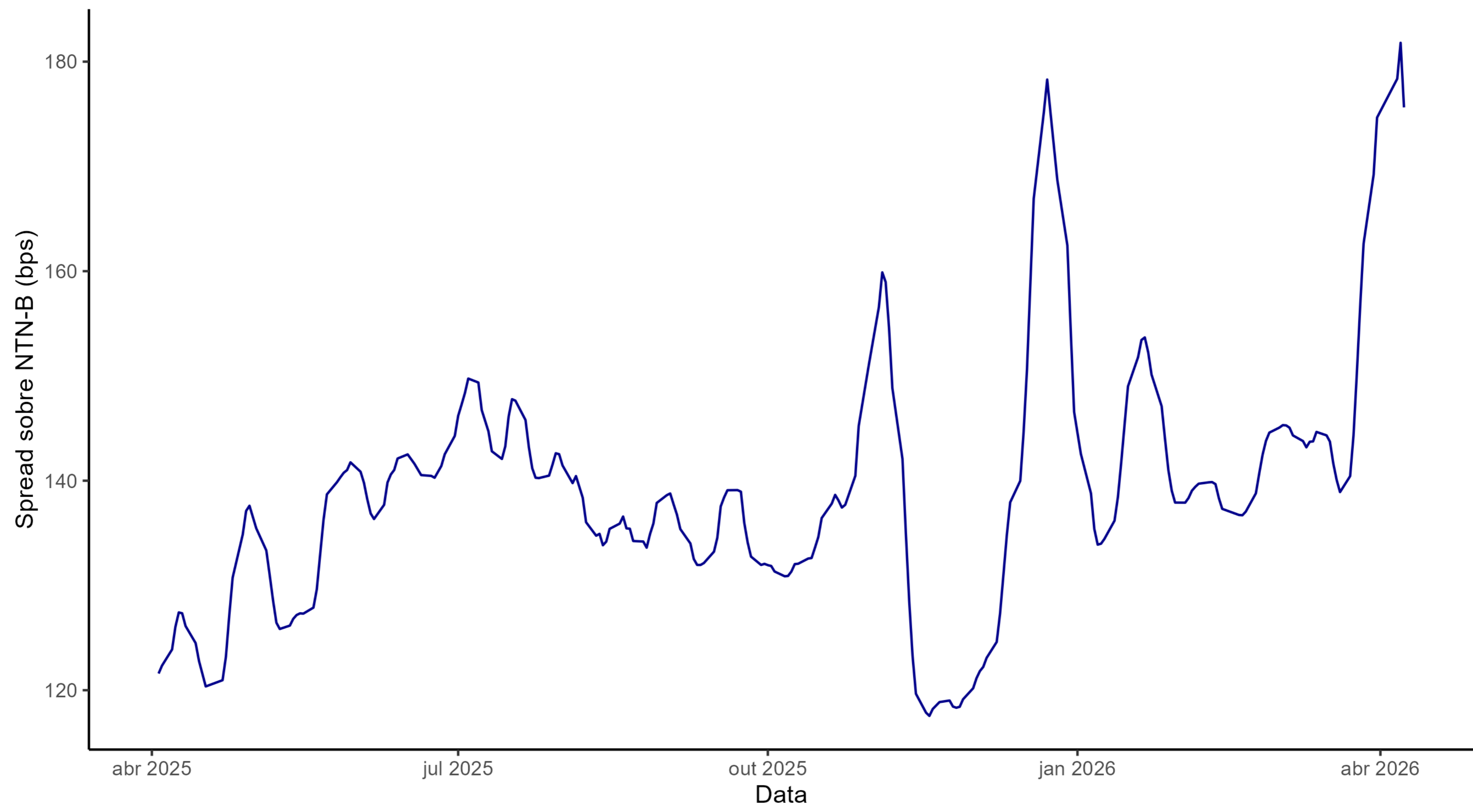
Indicadores Financeiros MRV Consolidado (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	6.645	7.430	9.009	10.906
Margem Bruta	19,8%	22,7%	26,4%	29,3%
EBITDA (R\$ Mi)	822	483	977	1.156
Margem EBITDA	12,4%	6,5%	10,8%	10,6%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	-177	-30	-503	-1.042
Dívida e Liquidez*				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	4.667	5.050	6.252	6.374
Dívida Bruta/PL	113%	104%	131%	160%
Dívida Líquida/PL	71%	67%	84%	104%
Ativo CP/ Passivo CP	2,0	2,1	1,7	2,1
Caixa/Dívida CP	2,5	2,4	1,3	1,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	-301	-824	-401	542
FCI	-1.354	-1.121	-282	128
FCF	1.611	2.224	1.232	-1.458
Δ Caixa	-44	279	549	-788

Cury 2025	Tenda 2025
5.399	3.820
39,8%	33,5%
1.315	818
24,4%	21,4%
976	636
-316	266
89%	109%
-19%	22%
1,8	2,1
6,0	2,9
747	290
-32	214
-341	-143
375	361



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima 22B0006022 – Evolução do *Spread*



Natura

Perfil. A Natura&Co atua no setor de cosméticos com forte presença na América Latina, combinando venda direta, digital e varejo físico. O Grupo está entre os maiores *players* do segmento de beleza do mundo, tendo mais de 1.000 lojas e mais de 3,1 milhões de consultoras e representantes.

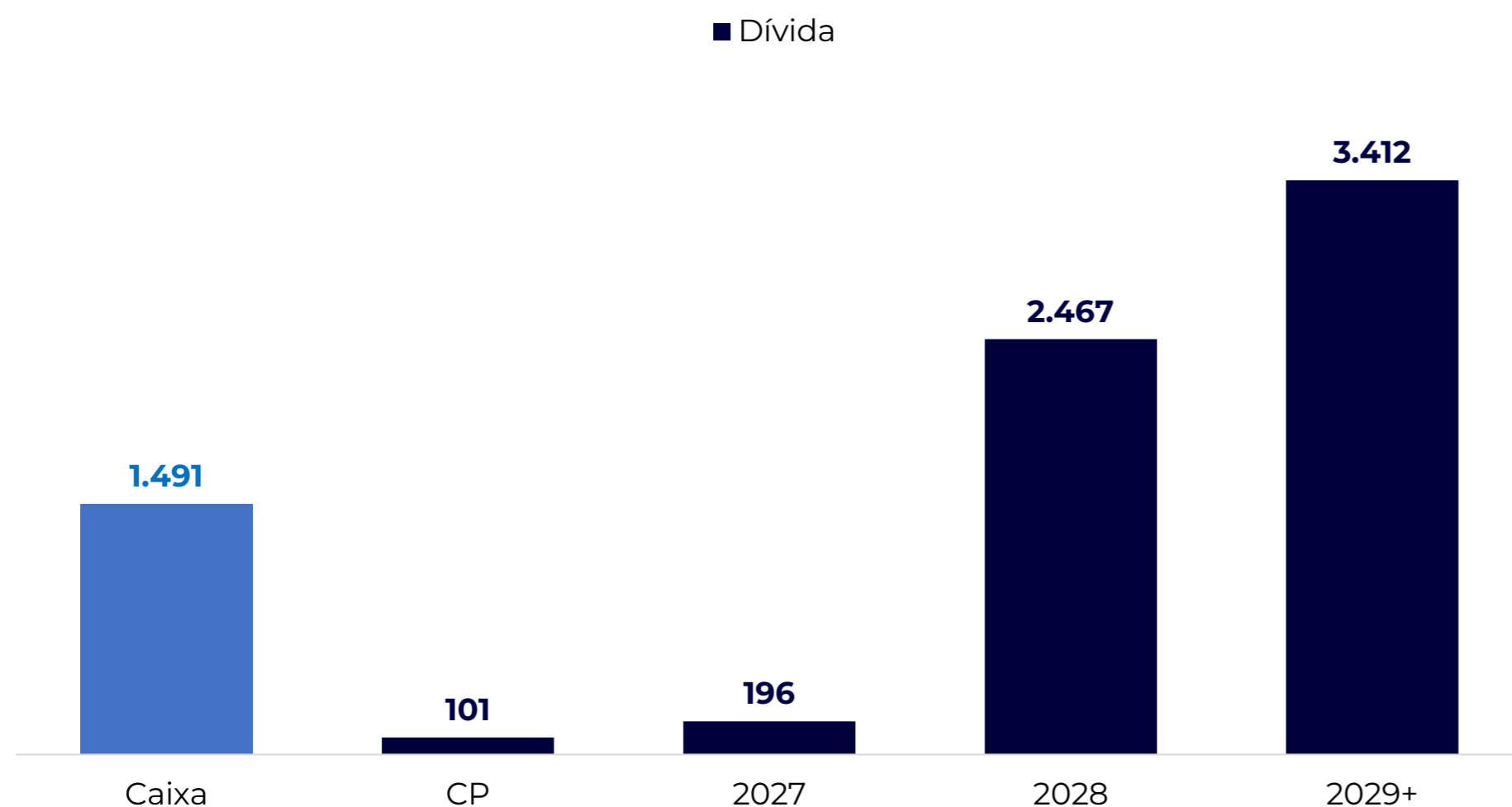
Destaques 2025. Queda da receita líquida consolidada (-5,0% a/a), pressionada por retração no Brasil, efeitos de câmbio/hiperinflação na América Hispânica. A América Hispânica recuou -1,4% (Natura +6,7% compensando Avon -14,7%). No Brasil, a receita ficou estável, com menor produtividade na venda direta (-3,5% no ano; -10,1% no 4T) e pressões em fragrâncias, parcialmente compensadas por crescimento de canais omni/digital (+26,7%) e varejo (+17,2%). A margem bruta consolidada avançou 90 bps para 66,3%, sustentada por menor CMV e ganhos de *mix*, com Latam em 66,3% e Hispânica em 62,2% (+170 bps).

Nossa Visão. A companhia ao longo dos últimos anos vem realizando uma redução da sua operação global, tendo vendido a The Body Shop e a Aesop, de modo a reduzir sua alavancagem e focar na integração dos ativos da Avon na América do Sul. Além disso, iniciou um processo de chapter 11 (RJ) nos EUA, de modo a equalizar os passivos das operações da subsidiária da Avon nos EUA. No geral, os últimos resultados trimestrais vêm sendo impactados pelos processos de integração da Avon e Natura na América do Sul e efeitos relacionados a um arrefecimento da demanda pelos produtos (principalmente em 2024 e no 2T25). Consumo de caixa foi acelerado com as readequações das operações da Avon Internacional, realavancando a companhia. Pontos de atenção relacionados a continuidade do processo de integração na América Latina, que vem impactando margens e arrefecimento de demanda, que pode impactar margens e geração operacional.

Acionistas. Controladores (38,8%), *free float* (61,2%)

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

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Natura e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Maior *player* do setor na América Latina, contando com um portfólio de produtos diversificado;
- Modelo *asset-light*, com forte atuação em venda direta.

Pontos de Atenção

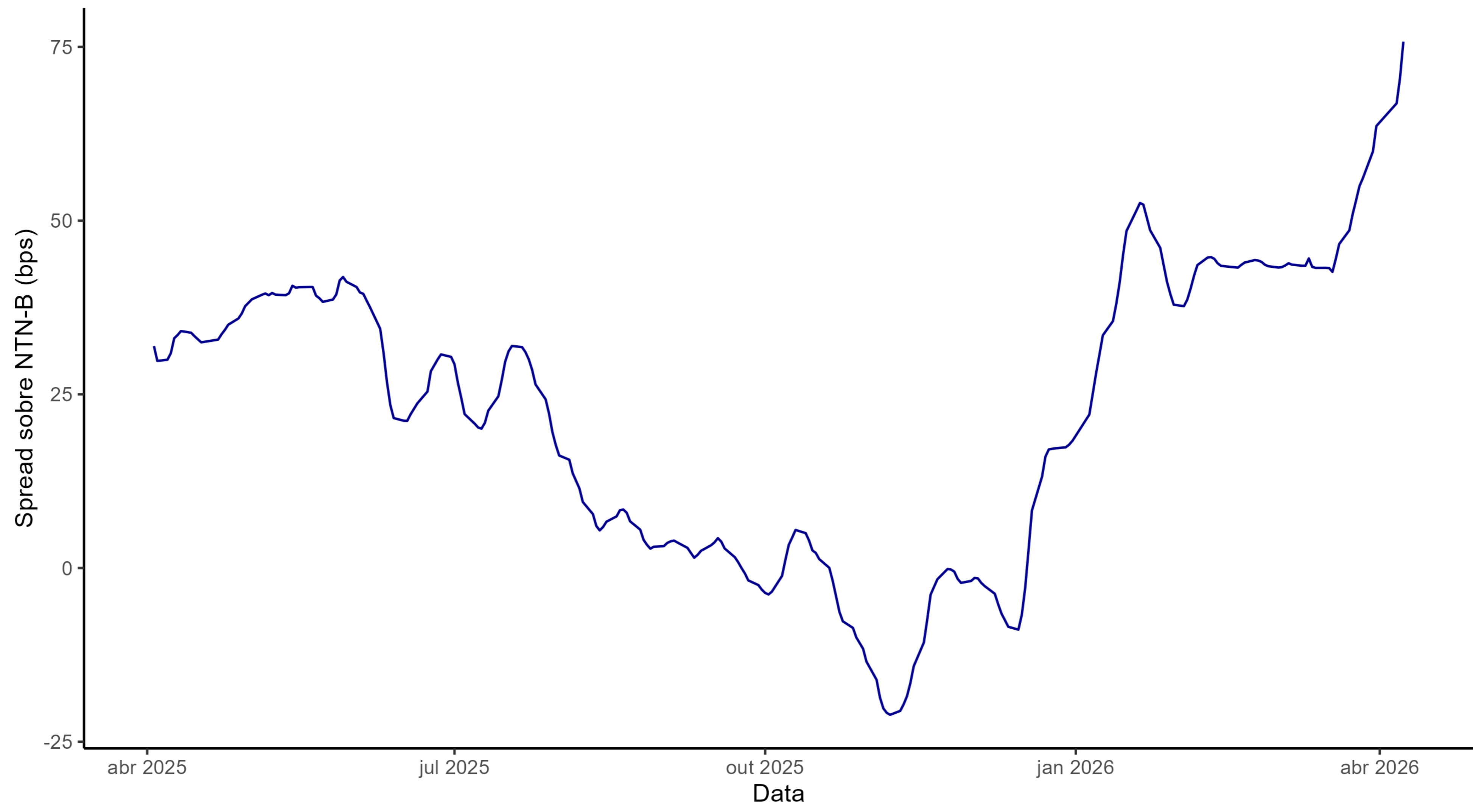
- Extensão da integração da operação da Avon;
- Maior endividamento das famílias e condições macroeconômicas mais restritivas podem impactar volumes.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	36.350	26.737	24.090	21.823
Margem Bruta	63,8%	63,8%	65,2%	66,6%
EBITDA (R\$ Mi)	3.159	2.561	3.098	3.254
Margem EBITDA	8,7%	12,5%	13,2%	14,6%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	-2.860	2.974	-8.930	-1.785
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	7.596	-1.663	2.385	3.504
Dívida Bruta/PL	0,6	0,3	0,4	0,5
Dívida Líquida/EBITDA	1,6	-0,3	1,3	1,6
Ativo CP/ Passivo CP	1,2	1,5	1,6	1,7
Caixa/Dívida CP	28,7	10,1	47,9	14,8
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	672	-3.174	1.909	-115
FCI	-751	-67	-462	-254
FCF	598	-5.982	-1.614	-386
Δ Caixa	519	-9.223	-167	-755



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima 2210970804 – 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.

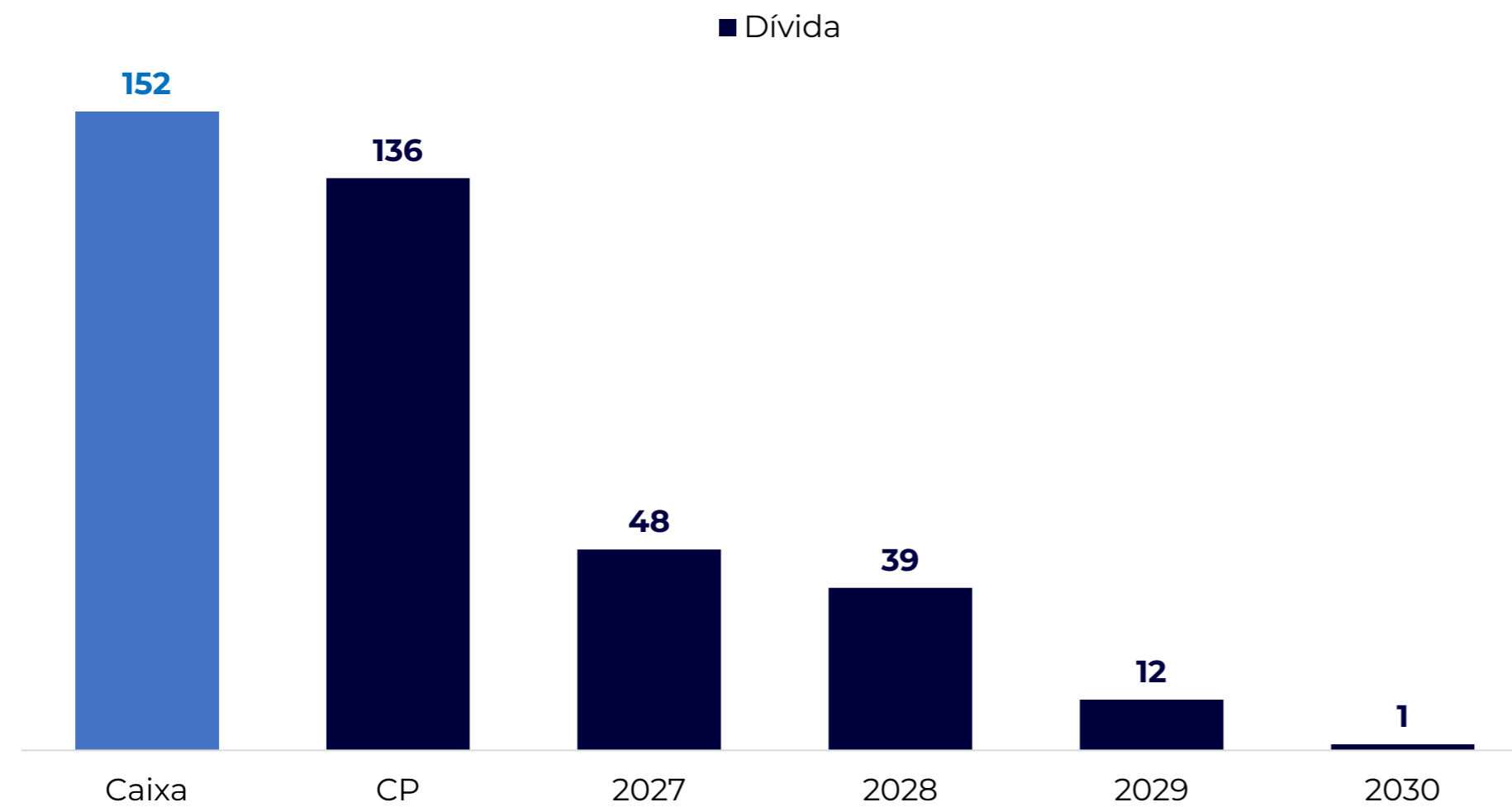
Destaques 2025. Receita bruta (+17,1% a/a), com crescimento através de medicamentos especiais (+68,5% a/a) e canal digital (+180% a/a). Maior margem EBITDA (+94 bps a/a), após diluição de custos fixos e melhora de mix de vendas (genéricos, GLP-1, marcas próprias +76,8%). Saldo líquido de apenas +4 lojas (9 abertas, 5 fechadas) vs. +91 em 2024, priorizando rentabilização. A estratégia de rentabilização e maturação das lojas devem continuar gerando melhora gradual do EBITDA, o que, associado à redução do *capex*, contribui para geração de caixa. No entanto, o nível das despesas financeiras e a necessidade de refinanciamento podem atrasar a desalavancagem.

Nossa Visão. Risco moderado-alto. A avaliação reflete (i) melhora operacional consistente; (ii) alavancagem em trajetória descendente, dentro dos limites de *covenants*, embora com folga limitada de apenas 0,49x; e (iii) setor defensivo com demanda inelástica por medicamentos, ainda que haja forte competição. Por outro lado, há (i) resultado financeiro (despesas de R\$280 milhões) que consome o EBITDA gerado (R\$252 milhões), resultando em prejuízo recorrente; (ii) margem de alavancagem limitada, especialmente no indicador de liquidez corrente (1,15x vs. mínimo de 1,10x); (iii) volume material de créditos com partes relacionadas (R\$187 milhões, 62% do PL).

Acionistas. Família Maeoka, fundadora da Nissei.

Rating. Fitch: A-(bra).

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Nissei, Panvel, RD Saúde e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Característica operacional das lojas, que inclui vantagens como: mix de produtos e serviços oferecidos;
- Marca forte no Paraná, seu principal mercado.

Pontos de Atenção

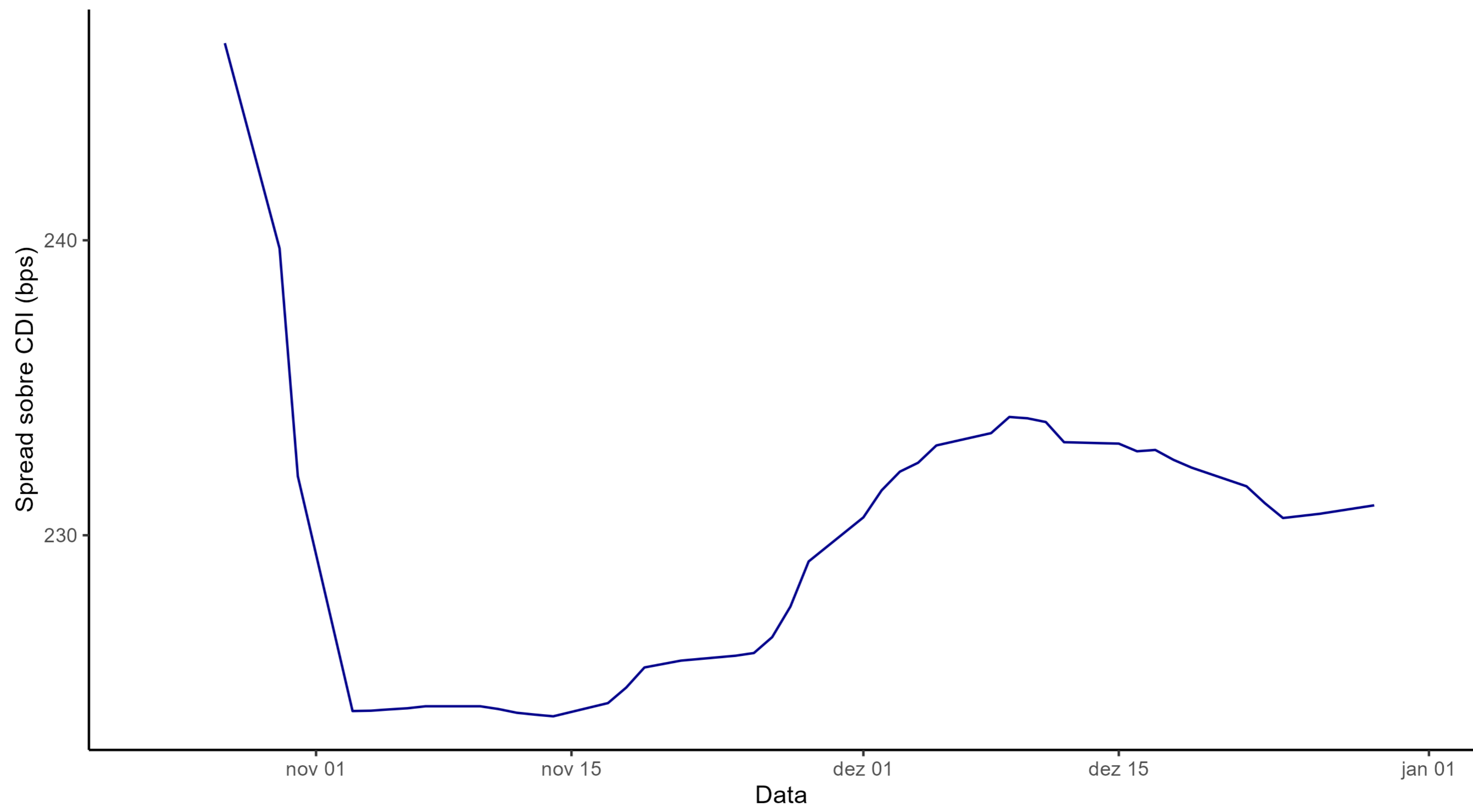
- Alavancagem pressionada, refletindo o processo de expansão das suas lojas para o estado de SP e Centro-Oeste;
- Desafio de expandir em regiões com forte competitividade, como SP.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	Panvel 2025	RD Saúde 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	2.207	2.550	3.012	3.484	5.512	44.250
Margem Bruta	34,0%	33,5%	31,7%	32,5%	32,4%	29,3%
EBITDA (R\$ Mi)	171	177	185	252	319	3.375
Margem EBITDA	7,7%	6,9%	6,1%	7,2%	5,4%	7,6%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	12	9	-39	-47	125	1.362
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	441	443	458	569	287	3.358
Dívida Bruta/PL	17,2	3,6	1,8	2,4	0,6	0,5
Dívida Líquida/EBITDA	2,6	2,5	2,5	2,3	0,9	1,2
Ativo CP/ Passivo CP	1,3	1,4	1,2	1,1	1,7	1,6
Caixa/Dívida CP	0,7	1,7	0,9	0,6	2,2	1,0
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	52	-28	80	50	473	1.509
FCI	-49	-74	-210	-96	-160	-1.402
FCF	32	310	-68	22	-126	-122
Δ Caixa	35	208	-198	-24	187	-15



Curva de Spread – Marcação de preço Anbima 23F0012602 – Evolução do Spread



Nortis

Perfil. A Nortis foi fundada em 2016, focada em empreendimentos imobiliários na cidade de São Paulo, através de marcas especializadas nos segmentos de luxo (Nortis) e dentro do programa Minha Casa Minha Vida (Vibra). A companhia conta com uma estrutura verticalizada de atuação, desde a compra do terreno, vendas e desenvolvimentos dos projetos. Desde sua fundação, já foram lançados 49 empreendimentos, que totalizam mais de R\$5,1 bilhões em VGV de lançamentos e mais de 11,6 mil unidades.

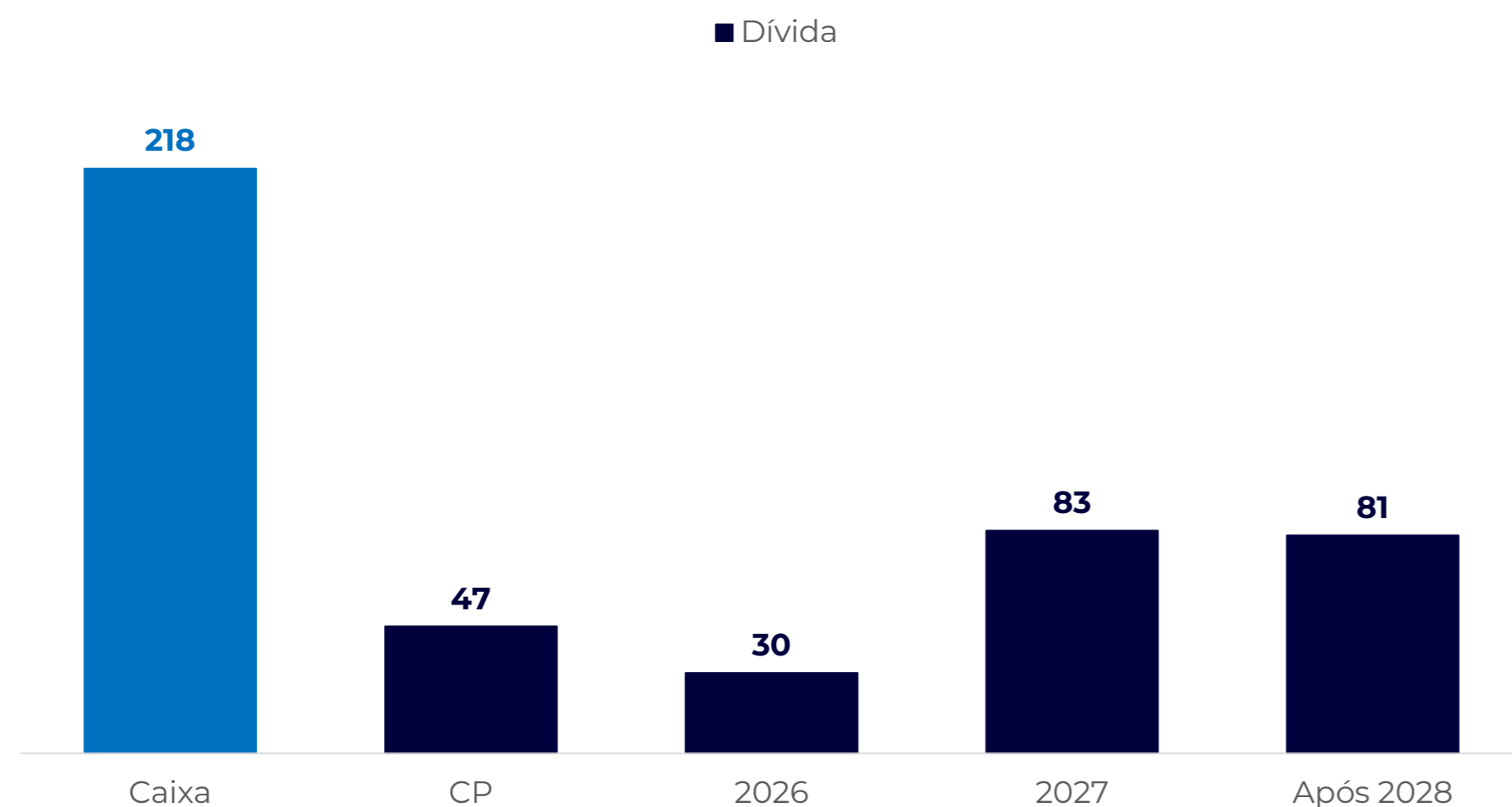
Destaques 2024. Em 2024, a companhia reduziu o volume de lançamentos para R\$0,7 bilhão, com todos os empreendimentos voltados para o segmento Vibra. O ano ainda foi marcado por um forte fluxo de entrega, com 15 empreendimentos. O maior volume de lançamentos voltados ao programa MCMV deve beneficiar a dinâmica de caixa da companhia, com menor pressão sobre o fluxo de recebimentos da obra. Vale ainda destacar o maior volume de estoque concluído (R\$98 milhões, 43% dos estoques) beneficia entrada de caixa direta.

Nossa Visão. A companhia possui velocidade de vendas em linha com outras operadoras de SP, cidade que é seu foco de atuação. Demonstrou capacidade de sustentar rentabilidade mesmo com maior pressão de INCC em 2021 e 2022, além de possuir liquidez adequada e perfil da dívida alongado. Como ponto de atenção, a companhia possui pouca publicidade de informação. Ao final de 2024, sua alavancagem (dívida líquida / PL) para fins de covenant era de -23,6%, abaixo dos covenants de 75%.

Acionistas. O Grupo Nortis é controlado pela família Terepins, tendo como CEO Carlos Terepins. O grupo ainda controla a NV Imob que atua na intermediação imobiliária dos projetos realizados pela Nortis e Vibra.

Rating. —

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Nortis, Lavvi e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Acionista controlador, Carlos Terepins, com forte expertise no segmento imobiliário;
- Velocidade de vendas elevada, em linha com outras operadoras da cidade de São Paulo;
- Margens e métricas de rentabilidade mantidas, mesmo em períodos com maior pressão;
- Métricas de liquidez adequadas e cronograma de amortização alongado.

Pontos de Atenção

- Manutenção da taxa de juros em patamares elevados ao longo de 2025, pode vir a impactar demanda do segmento imobiliário;
- Alta competição no mercado de luxo e aumento dos estoques na cidade de São Paulo;
- Pressão de custos relacionados a aquisição de terrenos e desenvolvimento das obras.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2021	2022	2023	2024	Lavvi 2024
Receita líquida	316	553	738	869	1.549
Lucro bruto	121	165	214	298	657
Margem bruta	38,2%	29,8%	29,0%	34,3%	42,4%
Lucro líquido	32	52	73	112	531
Margem líquida	10%	9,4%	10,0%	12,9%	34,3%
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	-7	38	146	19	-129
Dívida Bruta/PL	119%	87%	167%	79%	37%
Dívida Líquida/PL	-5%	21%	70%	6%	7%
Ativo CP/ Passivo CP	2,2	2,5	2,3	2,8	4,9
Caixa/Dívida CP	2,7	13,2	3,5	4,6	36,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	3	-26	-54	129	7
FCI	14	-1	-35	-8	-263
FCF	54	-7	162	-122	316
Δ Caixa	71	-35	73	-2	61



Patrimar

Perfil. A Patrimar foi fundada em 1963, atuando no setor imobiliário com foco em mercados regionais nos estados de MG, RJ e SP. A construtora atualmente opera nos segmentos de média e alta renda com a marca Patrimar e no segmento econômico e Minha Casa Minha Vida (MCMV) com a marca Novolar.

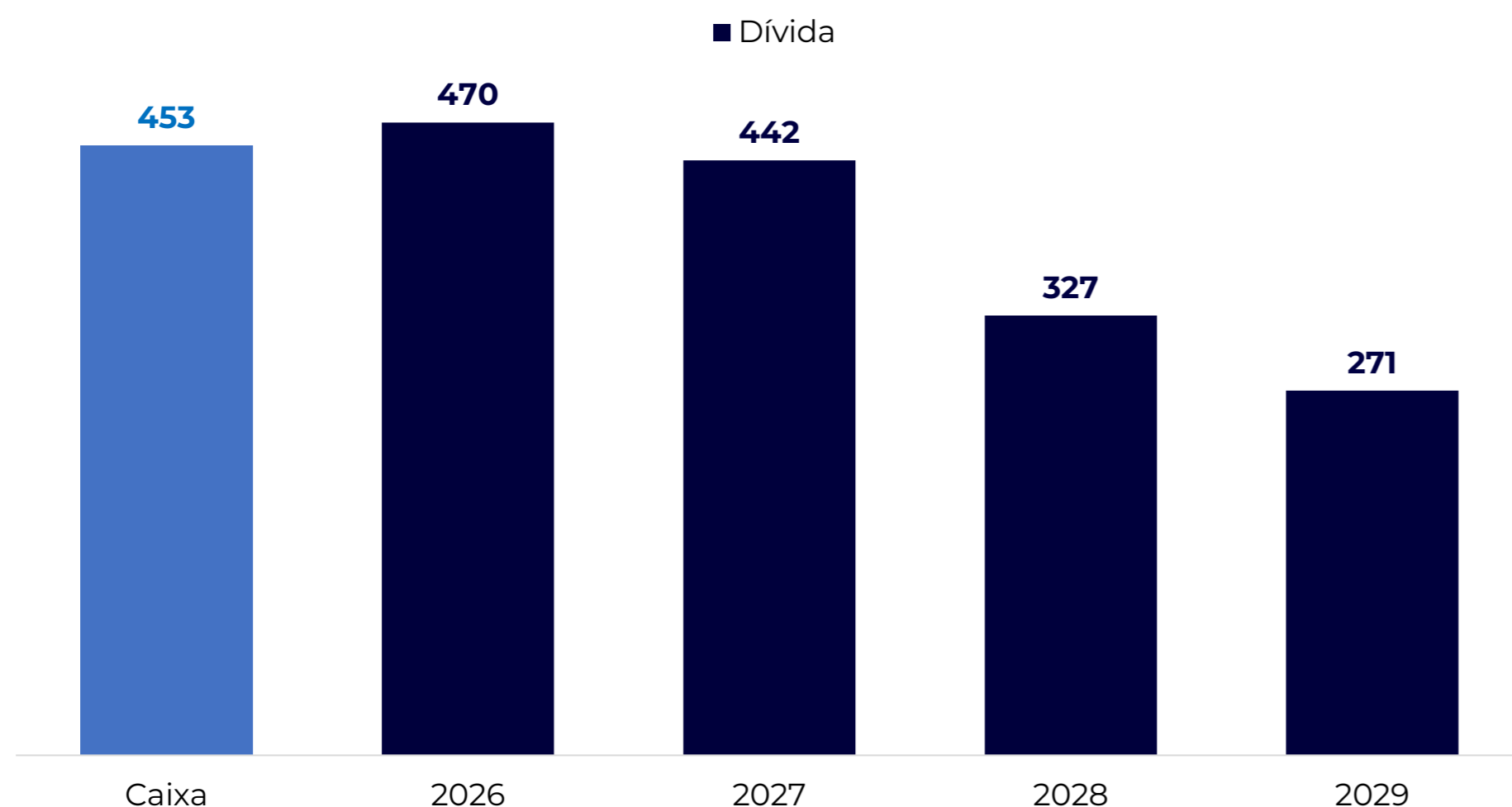
Destaques 2025. Receita líquida estável vs. 2024, mas aumento de margem bruta (+1,9 p.p. a/a). Os lançamentos totalizaram R\$2,5 bilhões (+25% a/a), com vendas líquidas de R\$1,1 bilhão (-24% a/a), e velocidade de vendas em queda, encerrando em 28% (2p.p. vs. 2024). Índice Dívida líquida ajustada/PL em 43%, dentro do *covenant* de <50%, mensurado anualmente. Porém, considerando a dívida ampla, a alavancagem vai para 191%. Para 2026 e 2027, haverá entrega de 21 obras (VGV de R\$3,5 bilhões) e uma carteira a receber de unidades já vendidas de R\$1,5 bilhão. Já foram entregues os empreendimentos no RJ com geração de caixa esperada de R\$351 milhões. Operação de alienação de parte da Alicerce PM (subsidiária) e com aporte de capital no negócio, totalizando uma operação de R\$90 milhões, sendo que R\$45 milhões foram reconhecidas no ano fiscal de 2025.

Nossa Visão. A Patrimar apresenta perfil de crédito com risco elevado, refletindo a combinação de alavancagem pressionada e fluxo de caixa operacional significativamente negativo em um cenário macroeconômico adverso com juro básico em alta histórica. Embora haja um pipeline robusto de receitas a apropriar (~R\$2,0 bilhões) e ampliação no segmento baixa renda com a Novolar (menor ciclo de caixa), há uma dependência da conclusão de grandes obras para reverter a geração de caixa em um momento em que a estrutura de capital está alavancada. Vemos uma perspectiva neutra, condicionada à materialização da geração de caixa esperada com as entregas de 2026-2027 e aos riscos de deterioração das condições de venda e de entrega dos empreendimentos, em um ambiente de crédito mais apertado.

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, Cyrela e Safra

Pontos Fortes de Crédito

- Estratégia de fortalecer o *mix* de lançamentos no baixa renda, capturando oportunidades com a expansão do MCMV;
- Histórico de atuação consolidado em MG e boa recepção dos produtos no RJ;
- *Pipeline* robusto de receitas a apropriar;
- *Landbank* formado para os próximos ciclos de lançamentos.

Pontos de Atenção

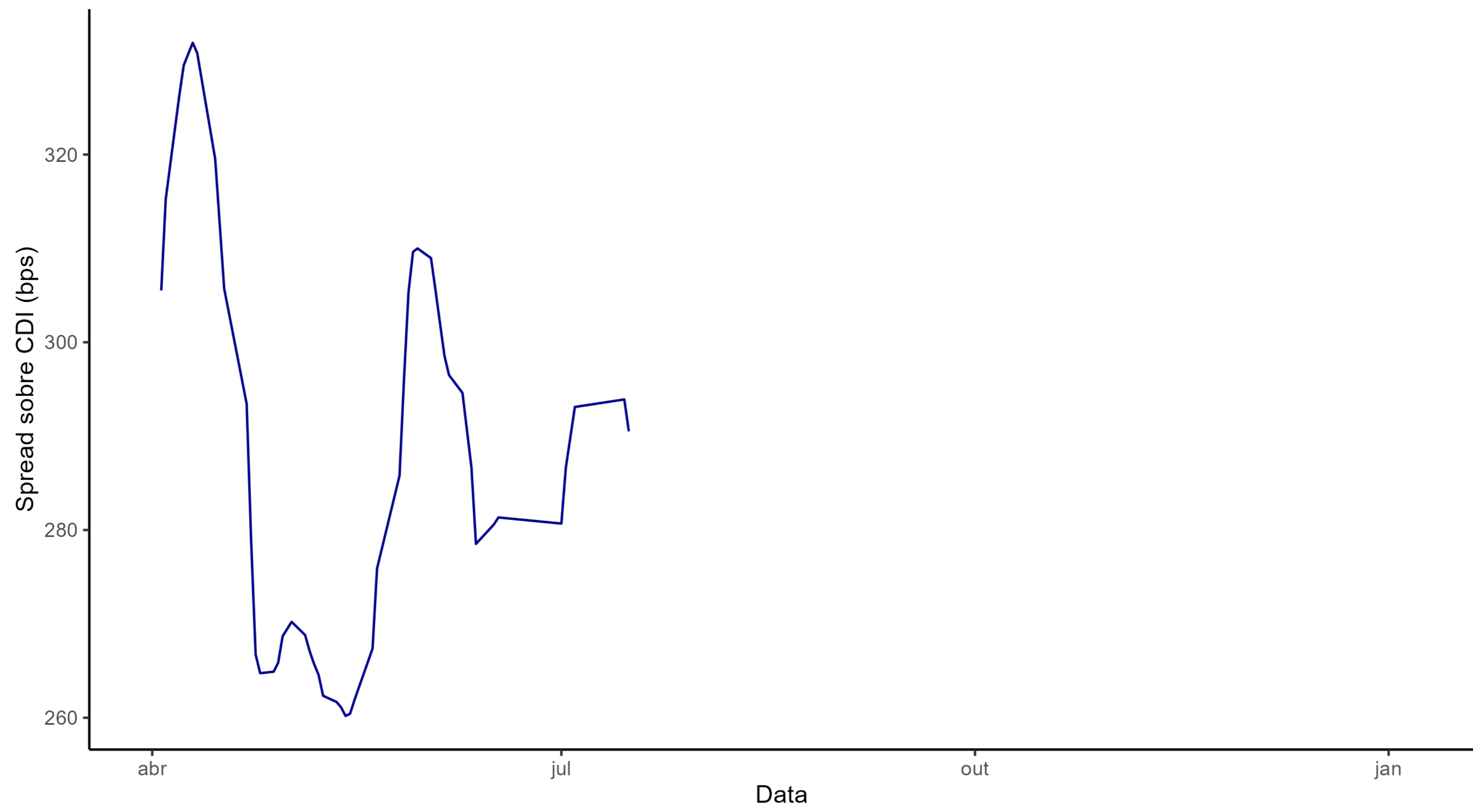
- Alavancagem elevada, com o aumento do número de lançamentos nos últimos anos;
- Margem pressionada com alta de custos do setor nos últimos anos, o que é mitigado pela melhora da margem dos novos lançamentos;
- Expansão e execução de obras em novas regiões.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	Cyrela 2025	Kallas 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	829	1.355	1.465	1.463	9.423	923
Margem Bruta	25,3%	21,6%	20,3%	22,2%	34,5%	23,8%
EBITDA (R\$ Mi)	104	141	132	156	2.349	-49
Margem EBITDA	12,5%	10,4%	9,0%	10,7%	24,9%	-5,3%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	73	80	35	33	2.007	-155
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	17	206	790	1.057	2.316	487
Dívida Bruta/PL	84%	140%	217%	273%	80%	73%
Dívida Líquida/PL	3%	36%	140%	191%	22%	84%
Ativo CP/ Passivo CP	2,7	2,3	2,2	2,2	3,8	2,6
Caixa/Dívida CP	4,7	3,6	1,7	1,0	5,2	0,5
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	-12	-74	-486	-212	-358	-74
FCI	-6	-60	-90	-35	-394	-105
FCF	146	284	403	251	948	129
Δ Caixa	127	150	-173	4	195	-49



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima 23J1333602 – Evolução do *Spread*



PetroRecôncavo

Perfil. A Petrorecôncavo foi fundada em 1997, atuando exclusivamente na exploração e produção de petróleo e gás natural a partir de campos maduros em bacias terrestres (*onshore*). Atualmente a companhia opera em 2 bacias petrolíferas, Potiguar (RN) e Recôncavo (BA) que totalizam 57 concessões. O modelo de negócios é baseado na compra de ativos maduros, isto é, ativos que já ultrapassaram seu pico de produção de petróleo e gás, mas que ainda possuem potencial de exploração. A companhia ainda atua no fornecimento e gestão de equipamentos para campos de terceiros.

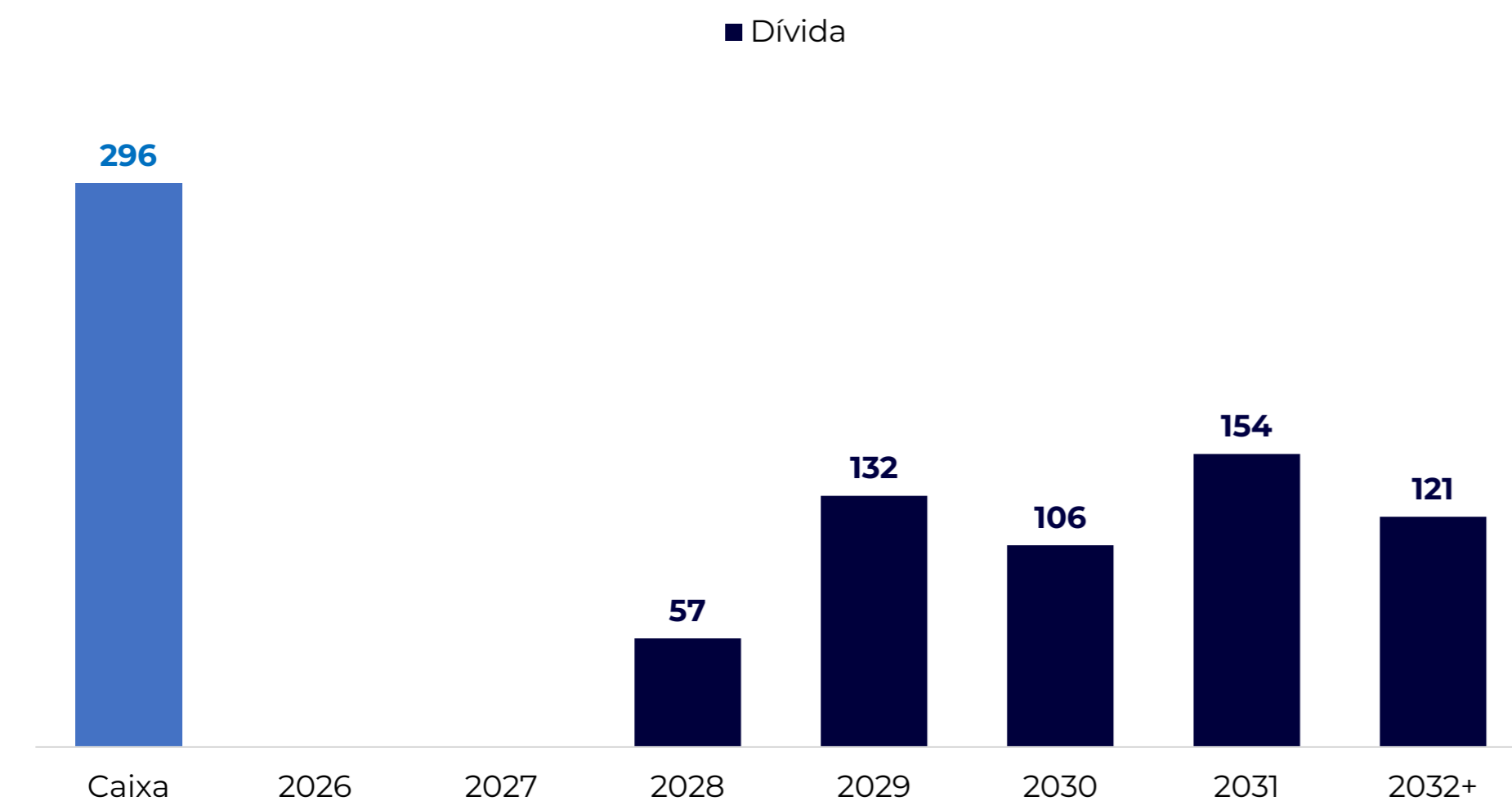
Destaques 2025. Resiliência operacional com produção média de 26,5 mil boe/dia (58% óleo/42% gás), sustentada por maior atividade na Bahia (campo de Tiê) e parcialmente afetada por menor execução de *workovers* e paradas no Potiguar no 2º semestre. Em ambiente de Brent mais fraco (US\$ 69,1/bbl, -14% a/a) e maiores descontos no óleo, a receita líquida reduziu (-3% a/a), atenuada por produção de óleo +2%, dólar médio +4% e melhor resultado de derivativos (R\$ 1 milhão vs. -R\$ 127 milhões em 2024). Em gás, a receita cresceu 5% a/a (valorização do gás seco e GLP por gestão de portfólio e novos contratos) e volume entregue. A margem bruta foi pressionada principalmente pelo Brent menor e, em menor grau, por *lifting cost* de US\$ 14,4/boe (+6% a/a). Ainda assim, ganhos de eficiência em *midstream* (aquisição de 50% da UPGN Guamaré e otimizações logísticas, incluindo UTG São Roque e contrato no Porto do Pecém) reduziram custos de escoamento e penalidades.

Nossa Visão. A

Acionistas. Opportunity (27,6%), PetroSantander (19,6%), Petrobras (10,1%), Cobas (10,1%), *free float* (32,6%)

Rating. Moody's: AA.br

Cronograma de Amortização (US\$ milhões)



Fonte: PetroRecôncavo, Brava, Prio e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Dentre as principais operadoras de campos *onshore* do Brasil;
- Track record positivo na recuperação de campos *maduros*;
- Robusto volume de reservas provadas.

Pontos de Atenção

- Aquisições demandam alto volume de capex para desenvolvimento dos novos ativos, podendo pressionar métricas de crédito;
- Dependência de estruturas de terceiros para escoamento da produção;
- Riscos regulatórios relacionados a alterações na ANP e Governo Federal.

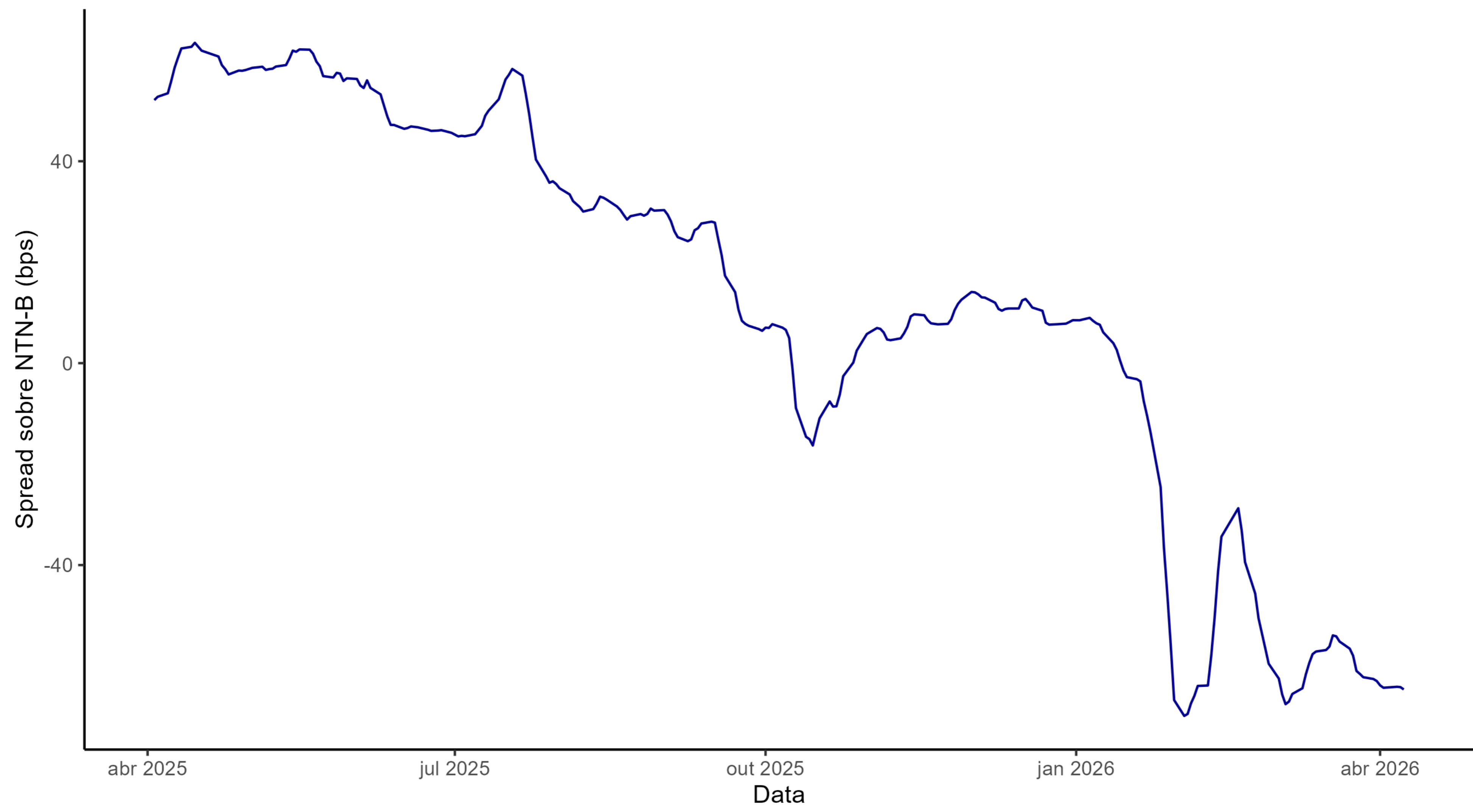
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	2.976	2.814	3.265	3.158
Margem Bruta	48,4%	31,9%	36,5%	32,3%
EBITDA (R\$ Mi)	1.609	1.278	1.643	1.443
Margem EBITDA	54,1%	45,4%	50,3%	45,7%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	1.153	709	437	638
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	-956	396	735	1.480
Dívida Bruta/PL	0,2	0,2	0,4	0,7
Dívida Líquida/EBITDA	0,0	0,7	0,8	1,1
Ativo CP/ Passivo CP	1,5	1,1	2,1	3,5
Caixa/Dívida CP	115,0	3,6	50,6	25,0
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	1.506	1.392	2.219	1.504
FCI	-1.228	-1.839	-1.185	-1.639
FCF	436	-695	-518	712
Δ Caixa	715	-1.142	516	577

Brava 2025	Prio 2025
11.623	13.830
26,7%	28,2%
4.652	7.664
40,0%	55,4%
1.411	2.251
7.602	23.713
0,3	1,1
2,1	2,3
1,4	1,8
4,7	2,3
4.872	8.172
-3.368	-17.195
-1.722	8.428
-218	-595



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima RECV11 – Evolução do *Spread*



Plano&Plano

Perfil. Fundada em 1997, a Plano&Plano inicialmente atuava na incorporação de empreendimentos de média e alta renda. Em 2006, a companhia formou uma *joint venture* com a Cyrela, passando a focar em projetos do segmento Minha Casa Minha Vida (MCMV) e econômicos na região metropolitana de São Paulo.

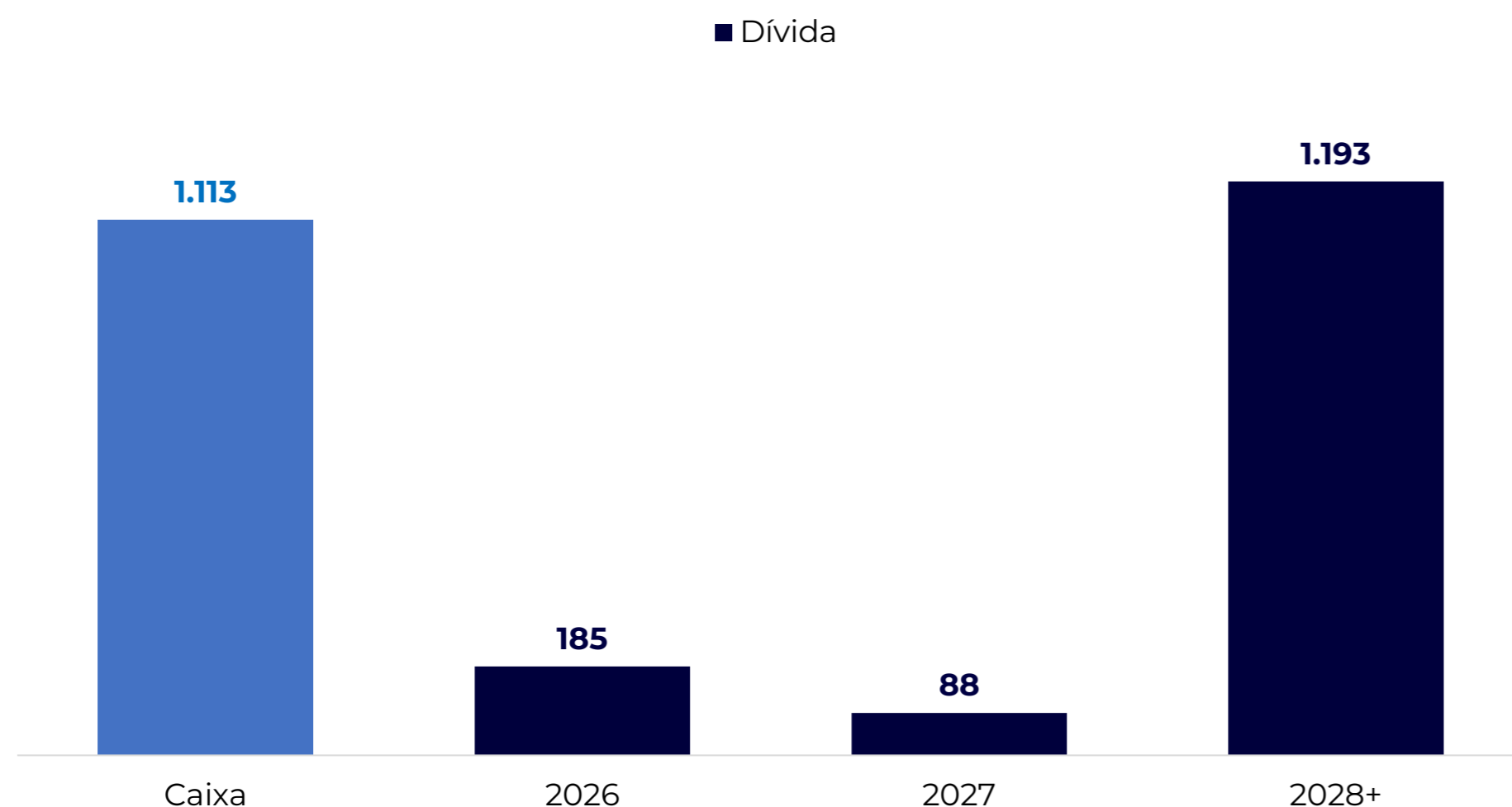
Destaques 2025. Expansão da receita líquida (+26,7% vs. 2024) associada a forte volume de lançamentos (R\$5,3 bilhões, +38,0% a/a) e vendas de lançamentos/estoques em linha com o PoC. As vendas líquidas atingiram R\$4,3 bilhões (+27,8%; 41,9% no mercado privado), com VSO UDM de 52,3%, elevando sua participação para 68,9% da receita (+2,0 pp) e comprimindo a margem bruta (-2,0 p.p. a/a), ainda que a inflação interna tenha ficado abaixo do INCC. O landbank atingiu R\$34,6 bilhões (+25,4% a/a), sustentando o *pipeline* de lançamentos para os próximos anos.

Nossa Visão. Companhia vem apresentando resultados positivos, com manutenção de margem bruta acima de 30% e forte geração de caixa, mesmo com expansão do volume de lançamentos. Em termos de dívida estão rodando com uma alavancagem (dívida líquida/PL) em 0,4%, com boa parte concentrada em linhas de financiamento a construção e com vencimento alongado. Pontos de monitoramento relacionados a entrada no segmento de média renda, que pode impactar conversão de lançamentos em caixa até estabilização dos lançamentos, além de menor diversificação geográfica com aumento da competição na cidade de São Paulo.

Acionistas. Cyrela (33,6%), fundadores Rodrigo Luna (22,3%) e Rodrigo Von (14,9%), *free float* (29,2%)

Rating. S&P: brAA+

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Plano&Plano, Cury, MRV e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Posição competitiva dentre as operadoras do MCMV;
- *Landbank* formado para manutenção dos lançamentos para os próximos 6 anos.

Pontos de Atenção

- Entrada em novos segmentos econômicos;
- Concentração geográfica e aumento da competição;
- Alta exposição ao programa MCMV, ficando exposta à mudanças de políticas habitacionais pelo Governo Federal.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	Cury 2025	MRV 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	1.492	2.072	2.589	3.282	5.399	10.906
Margem Bruta	28,8%	33,9%	33,1%	31,1%	39,8%	29,3%
EBITDA (R\$ Mi)	224	371	494	572	1.315	1.156
Margem EBITDA	15,0%	17,9%	19,1%	17,4%	24,4%	10,6%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	134	269	344	362	976	-1.042
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	193	-38	-186	-5	-316	6.374
Dívida Bruta/PL	130%	60%	64%	96%	89%	160%
Dívida Líquida/PL	47%	-6%	-20%	0%	-19%	104%
Ativo CP/ Passivo CP	3,4	2,6	3,7	2,4	1,8	2,1
Caixa/Dívida CP	2,9	3,2	-	10,8	6,0	1,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	-56	-71	290	-76	747	542
FCI	-75	-231	11	19	-32	128
FCF	187	255	113	424	-341	-1.458
Δ Caixa	56	-47	414	367	375	-788



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.

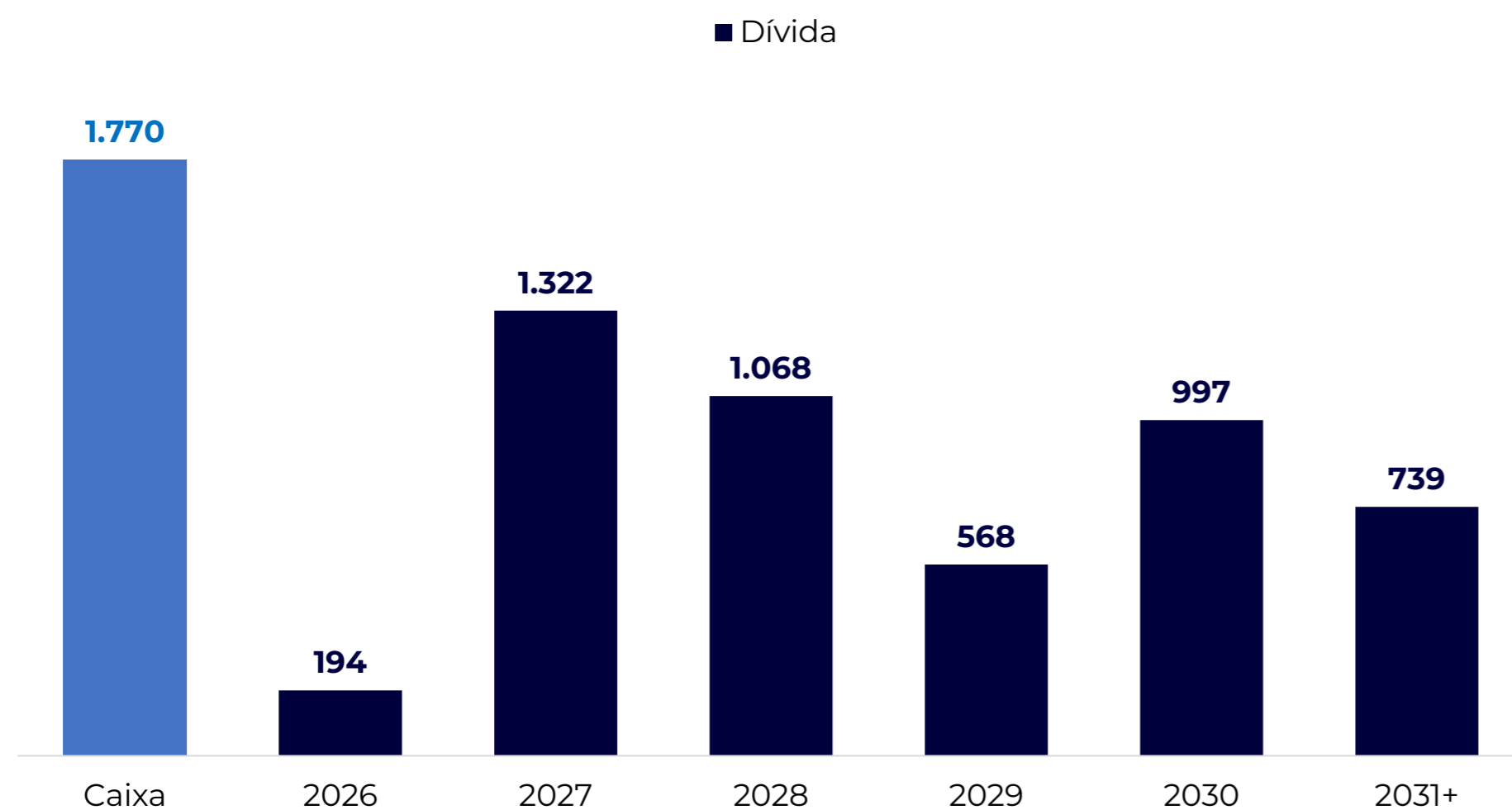
Destaques 2025. Produção média recorde de 106,4 kbpd e vendas de 37,8 milhões de barris, possibilitadas pela consolidação de Peregrino e maior eficiência em Albacora Leste, enquanto Frade foi afetado por parada para integração de Wahoo e falha de compressão resolvida em junho, tendo Polvo/TBMT normalizado após *workovers*. Apesar do Brent -15%, a receita total atingiu US\$ 2,5 bilhões (+3% a/a), refletindo +27% em vendas.

Nossa Visão. A PRIO é hoje a maior produtora independente de petróleo do Brasil, com atuação concentrada em campos offshore maduros na Bacia de Campos. A companhia tem se destacado pela estratégia de aquisição e redesenvolvimento de ativos, com ganhos operacionais relevantes e crescimento contínuo da produção. No 4T25, a companhia conclui a aquisição de parte do Peregrino, além de ter retomada sua produção no ativo, que foi impactada no trimestre anterior por paradas operacionais e licenças pendentes. A dívida líquida está em torno de R\$14 bilhões, com alavancagem em 2,3x, elevada após a aquisição do campo de Peregrino, com parte dos pagamentos já realizados. Apesar da queda do petróleo, os custos de extração da PRIO estão dentre os menores do mercado, o que garante sustentação da operação, apesar de postergar uma desalavancagem acelerada.

Acionistas. Tesouraria (7,2%) e free float (92,8%).

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

Cronograma de Amortização (US\$ milhões)



Fonte: PRIO, Brava, PetroRecôncavo 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	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	6.363	12.586	12.938	13.830
<i>Margem Bruta</i>	66,9%	66,3%	61,4%	28,2%
EBITDA (R\$ Mi)	4.770	9.049	9.544	7.664
<i>Margem EBITDA</i>	75,0%	72,8%	74,6%	55,4%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	3.427	5.180	10.302	2.251
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	-1.981	5.058	14.409	23.713
Dívida Bruta/PL	0,8	0,5	0,7	1,1
Dívida Líquida/EBITDA	-0,4	0,7	1,2	2,3
Ativo CP/ Passivo CP	7,6	1,5	2,2	1,8
Caixa/Dívida CP	22,2	1,9	16,0	2,3
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	4.928	7.740	9.669	8.172
FCI	-177	-13.245	-14.814	-17.195
FCF	3.891	-1.773	6.803	8.428
Δ Caixa	8.642	-7.278	1.658	-595

Brava 2025	PetroRecôncavo 2025
11.623	3.158
26,7%	32,3%
4.652	1.443
40,0%	45,7%
1.411	638
7.602	1.480
0,3	0,7
2,1	1,1
1,4	3,5
4,7	25,0
4.872	1.504
-3.368	-1.639
-1.722	712
-218	577



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.

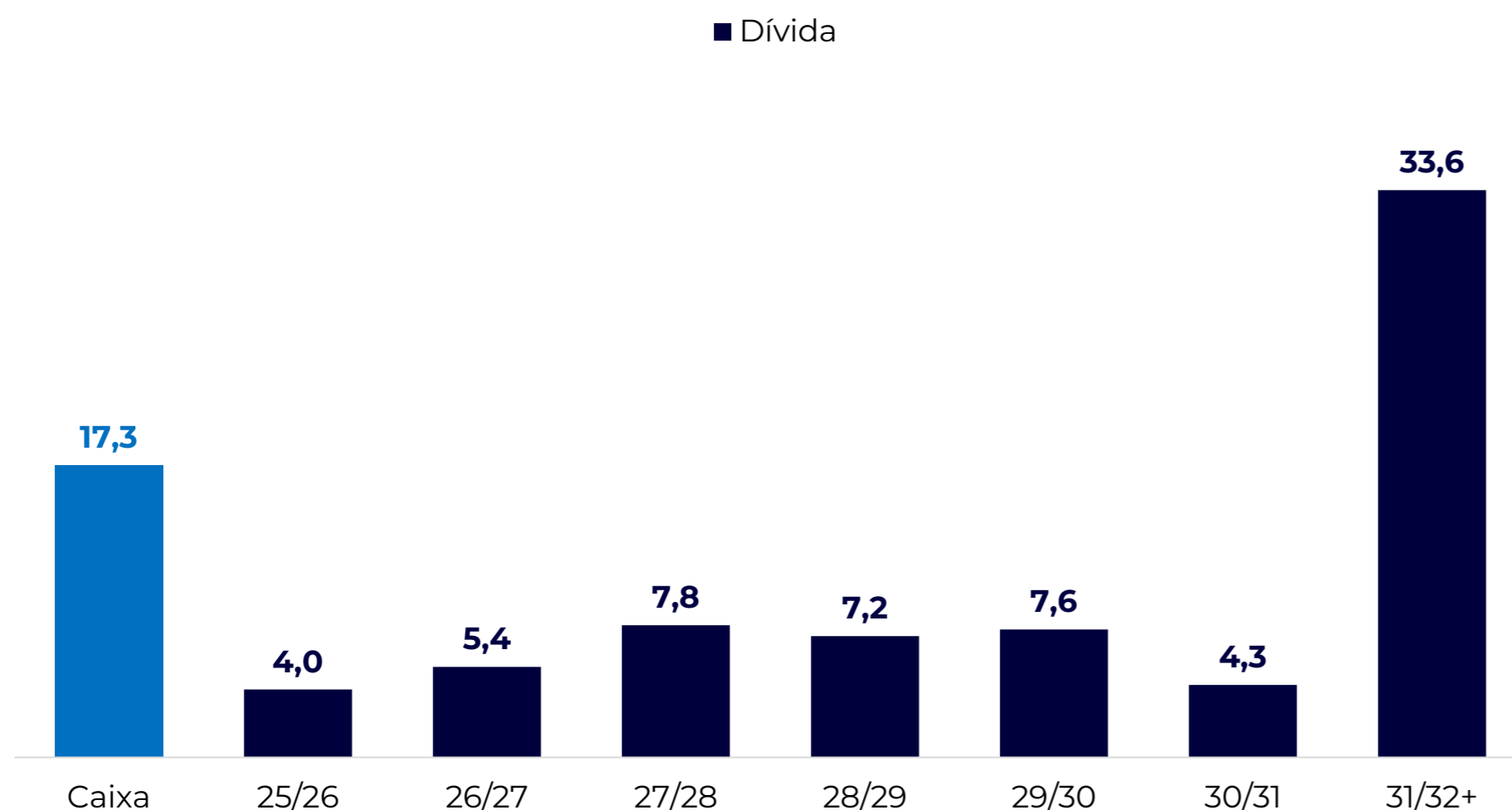
Destaques do 3T da safra 25/26. O resultado líquido com prejuízo de R\$15,6 bilhões, decorrente de um resultado financeiro líquido negativo de R\$2,3 bilhões e itens não recorrentes, referentes à provisão adicional por redução ao valor recuperável de ativos (*impairment*) de R\$11,1 bilhões. O resultado líquido seria R\$4,5 bilhões negativos sem esse efeito. Apesar do resultado consistente no segmento de distribuição de combustíveis no Brasil, açúcar e etanol seguem afetados por menor desempenho de volumes e margens. A companhia vinha tomando medidas de desinvestimentos em usinas ao longo dos últimos trimestres, mas a estrutura de capital altamente combinada com geração de caixa insuficiente motivou novas medidas de reestruturação, com venda de ativos (ex. operação Argentina), aporte de capital de R\$3,0 bilhões e conversão das dívidas em participação acionária.

Recuperação Extrajudicial. Não há uma proposta definitiva para o PRE, com as negociações junto aos credores seguindo.

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

Rating. Fitch: C(bra) / Moody's: CC(bra) / S&P: SD

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

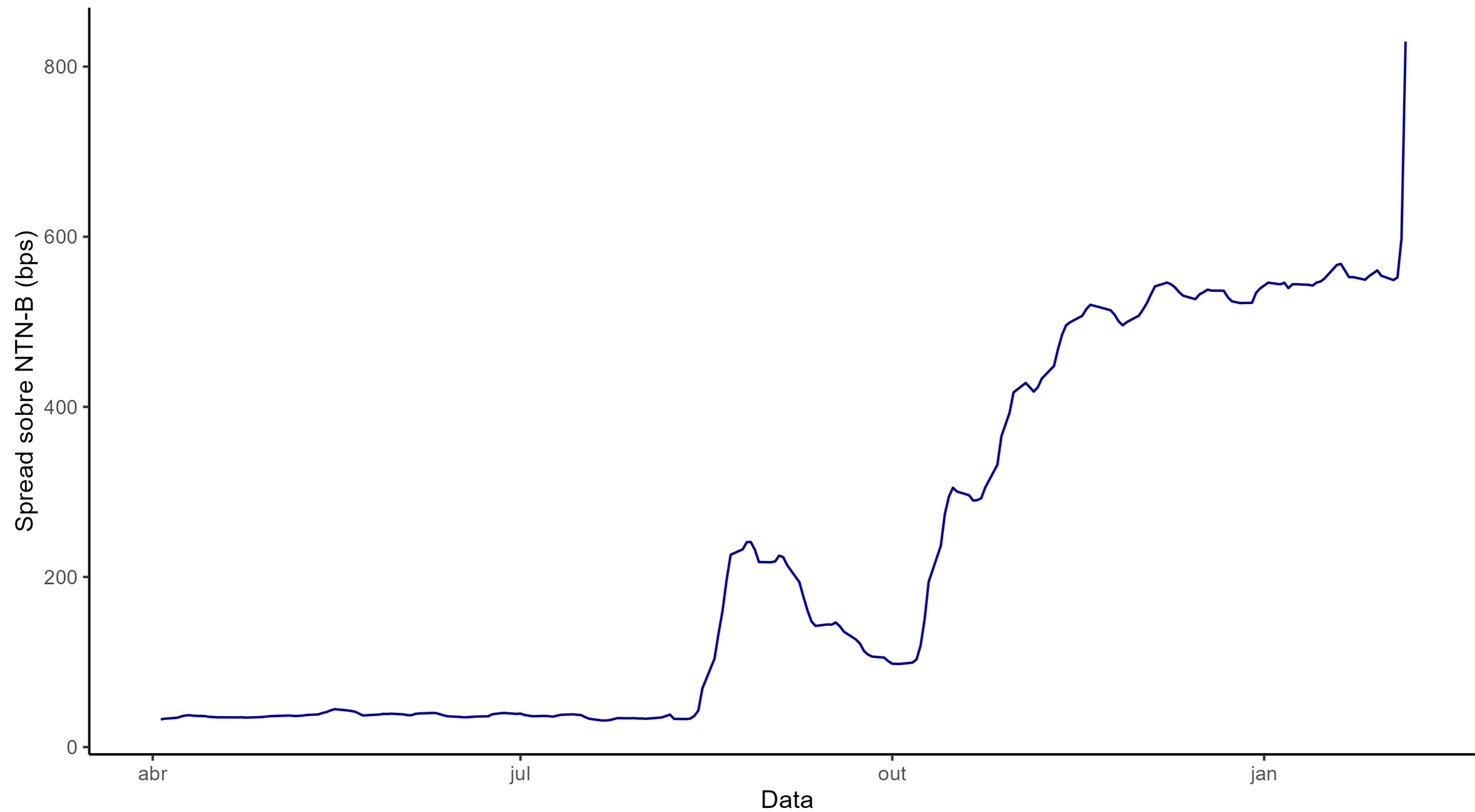
- Resultado operacional exposto à volatilidade do preço de *commodity* e à demanda interna por combustível, bem como a políticas de governo que afetam preço do combustível;
- Capex, capital de giro e serviço da dívida pressionam fluxo de caixa livre;
- Aumento relevante da alavancagem no último trimestre.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022/23	2023/24	2024/25	3T25/26 UDM	Cerradinho 3T25/26 UDM	FS 3T25/26
Receita Líquida (R\$ Mi)	245.832	220.454	255.269	215.705	4.237	12.897
Margem Bruta	6,2%	7,1%	4,6%	4,3%	31,3%	30,2%
EBITDA (R\$ Mi)	15.286	14.608	10.820	8.905	1.453	3.445
Margem EBITDA	6,2%	6,6%	4,2%	4,1%	34,3%	26,7%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	2.441	521	-4.257	-27.458	326	1.526
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	20.361	19.154	34.264	55.322	2.524	9.513
Dívida Bruta/PL	1,3	1,6	3,2	-	2,3	47,0
Dívida Líquida/EBITDA	1,3	1,3	3,2	5,3	1,7	2,8
Ativo CP/ Passivo CP	1,3	1,4	1,7	1,8	2,1	2,2
Caixa/Dívida CP	1,8	2,6	4,8	2,1	2,2	1,8
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	13.056	21.421	6.216	10.535	920	1.318
FCI	-11.419	-12.871	-11.440	-3.714	-273	-169
FCF	-1.333	-2.476	11.791	5.084	-47	1.462
Δ Caixa	304	6.074	6.567	11.905	600	2.612



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



Rede D'Or

Perfil. A Rede D'Or é maior operadora de hospitais privados do Brasil, com 76 hospitais próprios e 3 sob gestão distribuídos em 13 estados e Distrito Federal, totalizando cerca de 13,5 mil leitos. Além das unidades hospitalares, a companhia ainda detém clínicas oncológicas e também atua em análises clínicas e de imagem, as quais estão majoritariamente integradas aos hospitais da Rede D'Or.

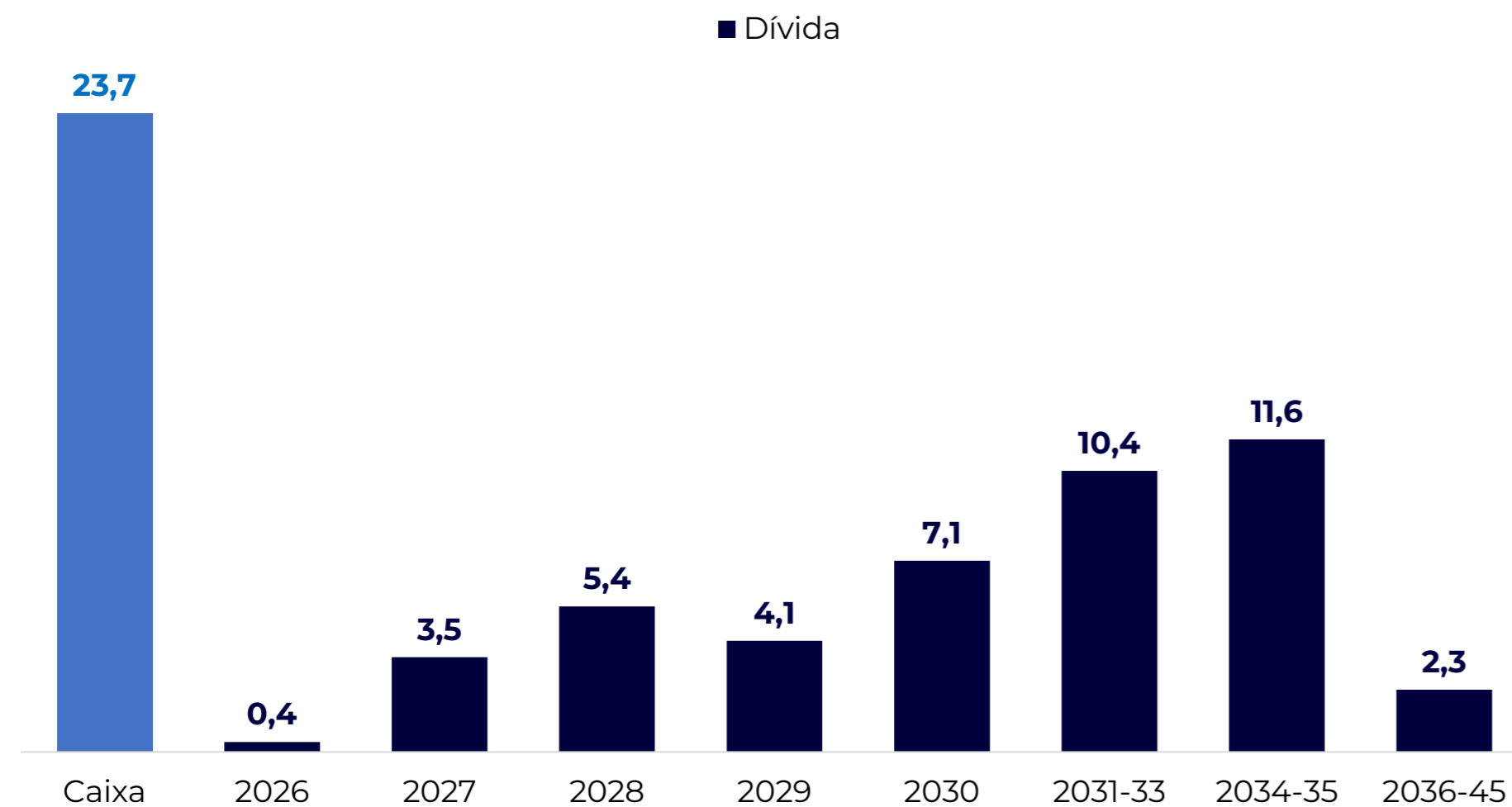
Destaques 2025. Pacientes-dia chegaram a 3,0 milhões (+5,0% a/a), cirurgias a 570 mil (+14,3% a/a) e o ticket médio avançou 8,0% a/a. A oncologia acelerou +22,4% a/a, combinando maior *ticket* (+11,2% a/a) e volume (+10,1% a/a). Nos hospitais, oncologia e outros, a receita líquida consolidada cresceu (+11,8% a/a), com a contribuição de SulAmérica de R\$33,2 bilhões (+10,5% a/a). A sinistralidade média ficou em cerca de 79,5% (melhora de ~3 p.p. a/a).

Nossa Visão. Principal companhia do segmento hospitalar, vem avançando na implantação de novos leitos via expansão da sua base atual de hospitais, que vem apresentando margens consistentemente acima de 20%, que garantem uma robusta geração de caixa para a companhia. Operação da Sulamérica já integrada, com sinistralidade mostrando evolução t/t. Principal ponto de atenção relacionado a arrefecimento da economia e possibilidade da redução da base de beneficiários de planos de saúde. Além disso, inflação médica e repasse de preços acaba sendo ponto relevante para a tese.

Acionistas. Família Moll (47,6%), Família Larragoiti (1,4%), Tesouraria (3,6%), *free float* (47,4%)

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

Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)



Fonte: Rede D'Or, Hapvida, Mater Dei e Saфра.

Pontos Fortes de Crédito

- Sólido *track-record* de operação e incorporação de novos ativos;
- Parcerias junto a seguradoras amplia escala operacional e monetiza parte do portfólio de ativos repassados;
- Resiliência do setor.

Pontos de Atenção

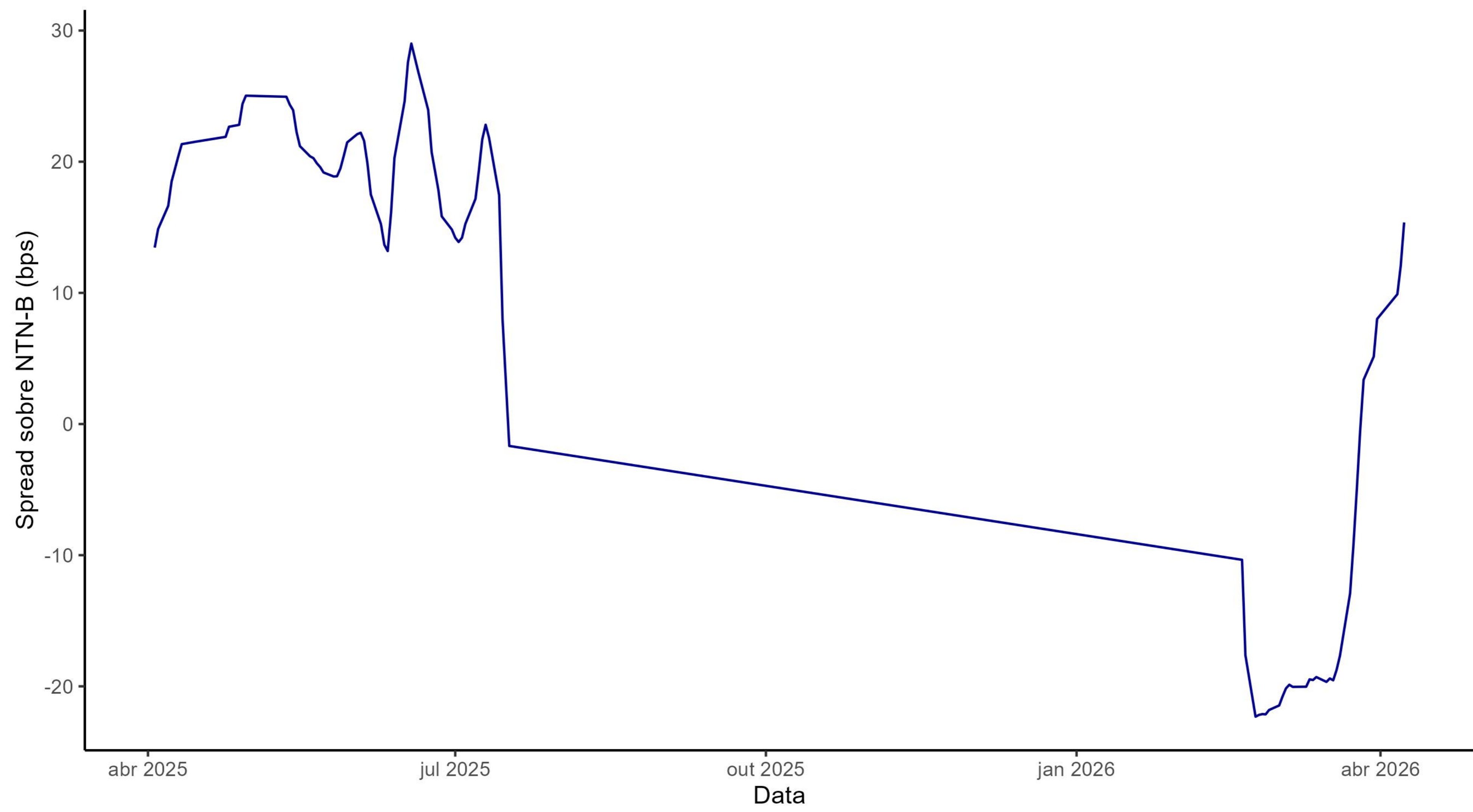
- Maior parte dos hospitais da Rede D'Or estão localizados em grandes cidades com alto nível de competição por profissionais qualificados e pacientes;
- Pressão das fontes pagadoras e repasse dos recursos;
- Evolução da inflação médica e repasse de preços.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	Hapvida 2025	Mater Dei 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	22.987	46.946	51.325	56.479	30.863	2.175
Margem Bruta	22,6%	16,3%	18,7%	21,9%	22,0%	29,9%
EBITDA (R\$ Mi)	5.907	8.060	9.895	12.764	2.971	465
Margem EBITDA	25,7%	17,3%	19,6%	22,9%	9,6%	21,4%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	1.262	2.114	3.934	4.844	-238	112
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	14.672	16.855	17.807	21.722	5.183	800
Dívida Bruta/PL	1,5	1,5	1,5	2,3	0,3	1,0
Dívida Líquida/EBITDA	2,8	2,3	1,9	1,8	1,3	1,7
Ativo CP/ Passivo CP	2,5	3,0	2,9	2,8	1,8	3,0
Caixa/Dívida CP	6,5	10,9	9,9	23,7	6,0	5,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	1.318	396	6.420	538	2.089	224
FCI	-2.828	-2.750	-2.935	-2.914	-1.057	-96
FCF	2.636	11	-261	-692	-3.240	-262
Δ Caixa	1.126	-2.343	3.224	-3.068	-2.208	-133



Curva de Spread – Marcação de preço Anbima 22D1289007 – Evolução do Spread



Rumo

Perfil. Rumo atua no ramo de logística de transporte ferroviário, movimentação portuária e armazenamento. Presente em 9 estados, opera a maior rede de linha férrea do Brasil e transporta 26% das exportações de grãos do país. As operações se dividem em 3 segmentos: (i) Norte, que inclui concessões ferroviárias da Malha Norte, Malha Central, Malha Paulista e Malha Oeste; (ii) Sul, que abrange a malha Sul, (iii) Contêineres, operações da Brado Logística. O volume transportado em 2025 foi gerado pelo agronegócio (82%), indústria (13%) e contêineres (5%).

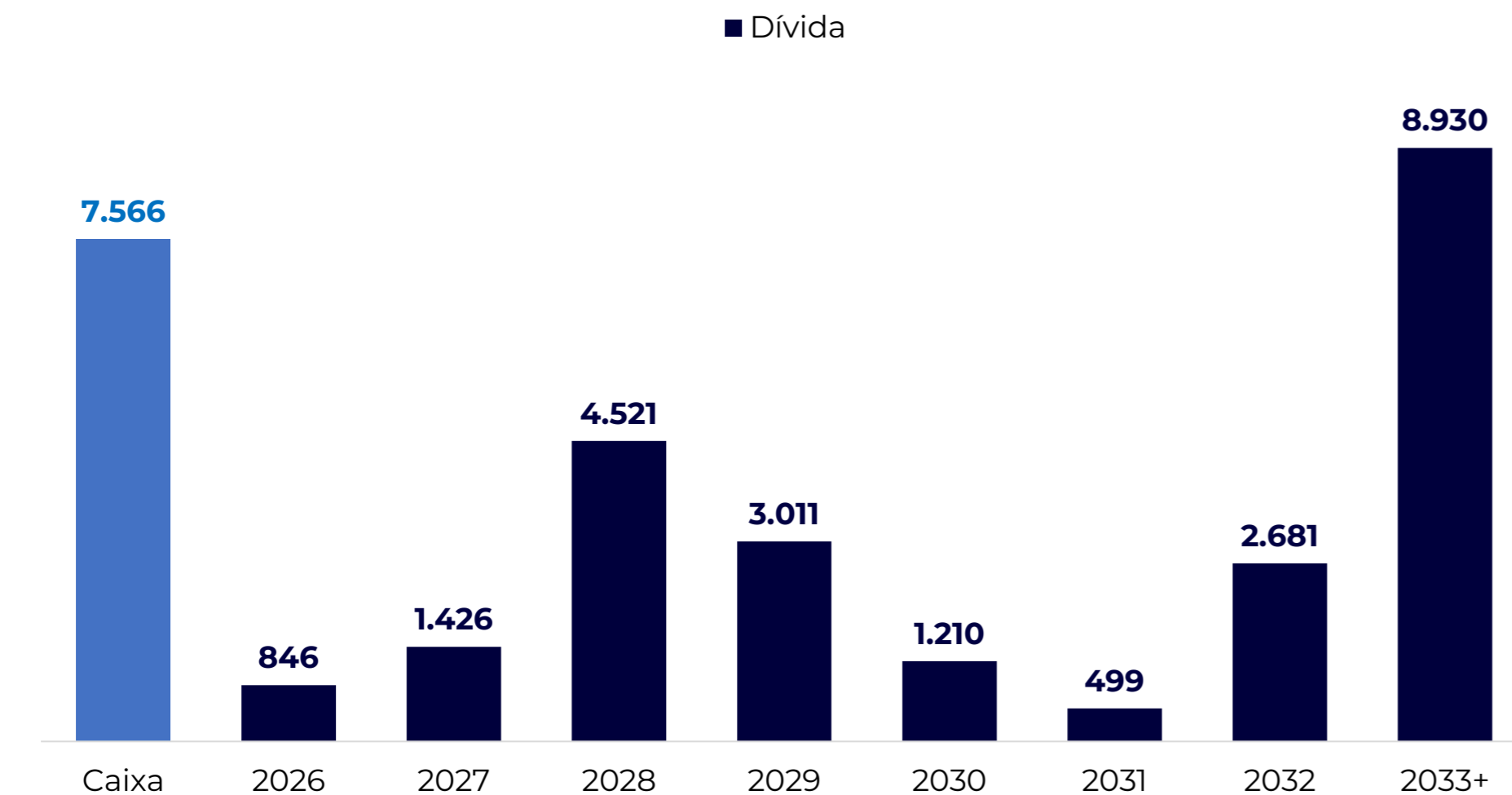
Destaques 2025. Volume transportado atingiu 84,2 bilhões de TKU (+5% a/a). A operação Norte, o volume (+7,2% a/a) foi elevado pela soja e por produtos industriais, compensando a queda de milho transportado. A receita na operação Norte ficou estável a/a, devido à queda na tarifa média (-5,8% a/a). A receita líquida de 2025 aumentou +1,8% a/a, com margem bruta recuando levemente pela maior remuneração de material rodante de terceiros, o que foi parcialmente mitigado pelo ganho de eficiência energética refletido no menor custo com combustíveis. Os investimentos somaram R\$6,1 bilhões em 2025 (+10,7% a/a), sendo que 32% foi recorrente, 35% se destinou à expansão e 33% foi alocado para a expansão no Mato Grosso, que vem sendo executada desde 2023.

Nossa Visão. Companhia deve revisar cronograma de investimentos da expansão até Lucas do Rio Verde, postergando a execução da 2ª fase. Isso deve aliviar a estrutura atual de balanço com alavancagem em torno de 1,9x. Desdobramentos da Cosan (acionista de referência) acabaram contaminando a marcação do papel. Em termos de dívida, a companhia possui apenas uma linha junto ao BNDES (cerca de R\$ 1,4 bilhão), que poderia vincular algum evento da Cosan à Rumo. Vemos a companhia com capacidade de renegociar esses termos ou até de pré-pagar essa linha e fazer uma nova emissão, dado que possui caixa e equivalentes de R\$ 7,4 bi.

Acionistas. Cosan (20%), Julia Arduini (3,8%), free-float (76,2%)

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

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Rumo, VLI e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Presença estratégica nos principais corredores do país de exportação de grãos;
- Acesso ao mercado de dívida local e offshore;
- Concessão alongada na Malha Norte (2079), Malha Paulista (2058) e Malha Central (2049).

Pontos de Atenção

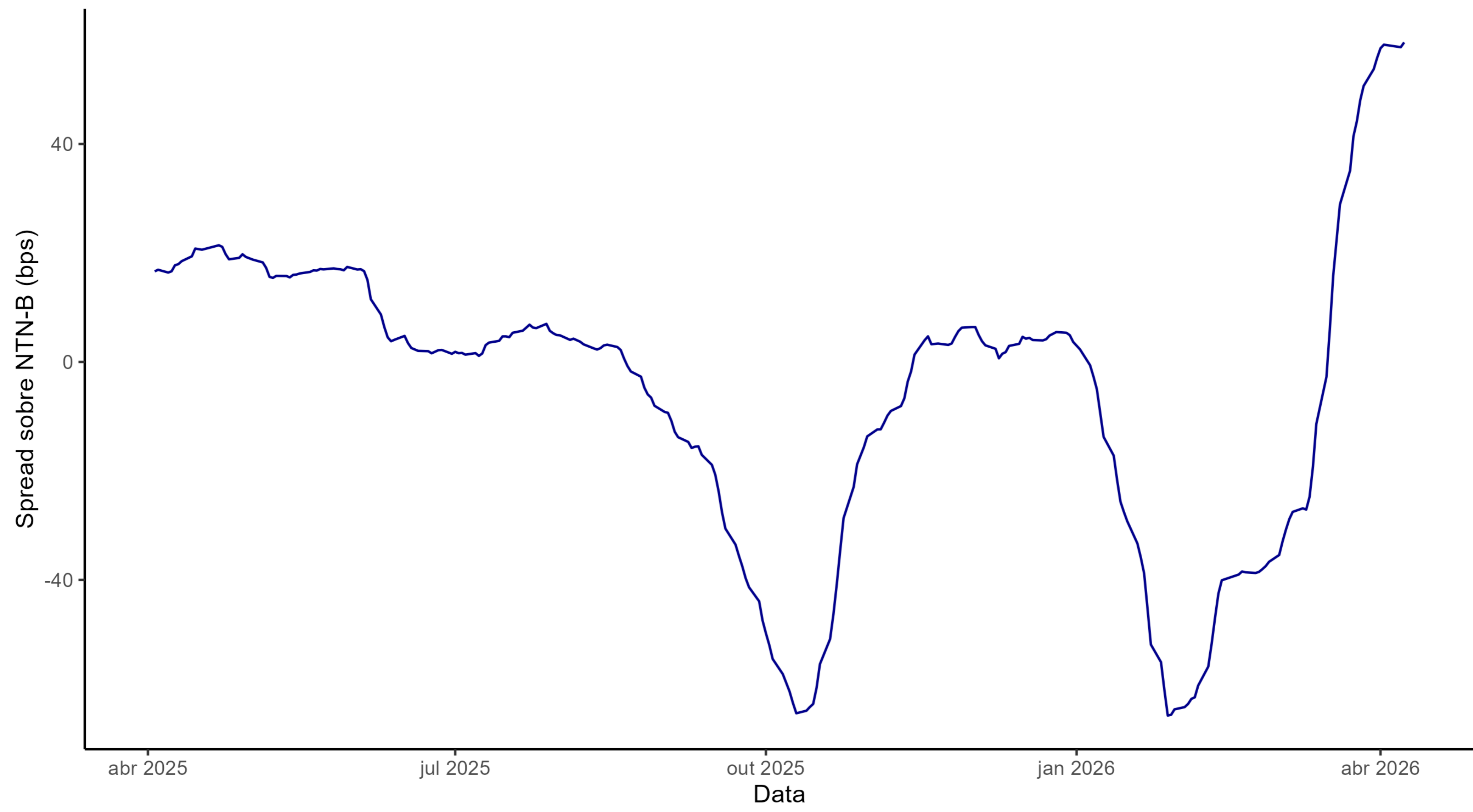
- Competição com as concessões rodoviárias;
- Volatilidade no preço do combustível pode afetar as margens operacionais;
- Transporte concentrado em grãos;
- Volume de capex elevado, com o projeto de extensão da malha até Lucas do Rio Verde.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	VLI 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	9.842	10.938	13.936	13.848	9.953
Margem Bruta	32,0%	37,5%	45,9%	45,4%	33,5%
EBITDA (R\$ Mi)	5.003	5.650	7.770	8.021	5.261
Margem EBITDA	50,8%	51,7%	55,8%	57,9%	52,9%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	514	722	2.088	2.093	1.399
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	9.106	10.207	11.032	15.522	7.442
Dívida Bruta/PL	1,1	1,2	1,3	1,6	1,3
Dívida Líquida/EBITDA	2,0	1,8	1,4	1,9	1,4
Ativo CP/ Passivo CP	1,7	1,9	1,9	1,6	1,3
Caixa/Dívida CP	6,1	6,4	6,7	8,8	5,7
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	4.956	5.714	7.843	2.093	4.627
FCI	-1.530	-3.594	-5.483	-6.098	-3.405
FCF	-6.050	-1.717	-2.717	-2.032	-1.959
Δ Caixa	-2.624	403	-356	-6.037	-737



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima GASC25 – Evolução do *Spread*



Sabesp

Perfil. A Sabesp é uma operadora de serviços de saneamento básico no Estado de SP. Atua na cidade de São Paulo e em outros 374 municípios do estado, atendendo a cerca de 70% da população urbana. Tem índices de cobertura de 98% no fornecimento de água e 92% na coleta de esgoto. Quase 71% da receita da Sabesp é gerada pela região metropolitana de São Paulo. A companhia foi privatizada em 2024, tendo estabelecido um robusto plano de investimentos de mais de R\$70 bilhões entre 2026 e 2029.

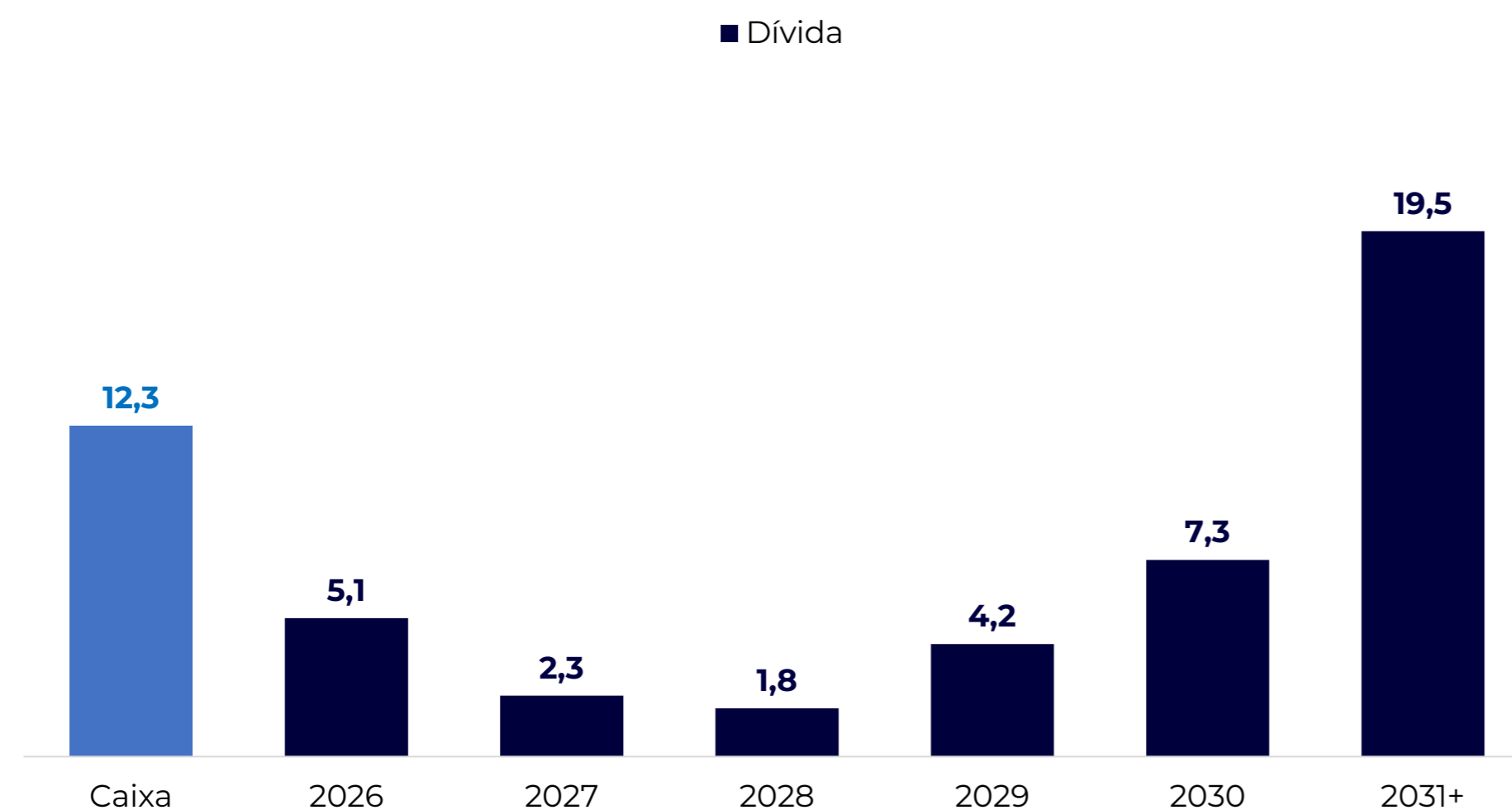
Destaques 2025. O preço líquido cresceu +3,3% a/a (com reajuste tarifário e remoção de descontos de demanda firme) e volume o volume +1,9% a/a, parcialmente compensados por pior mix (expansão de tarifas subsidiadas) e maior impacto do FAUSP. O capex acelerou a R\$15,2 bilhões (+120% a/a), refletido em saídas de R\$4,1 bilhões no 4T25 e expansão de ativos não circulantes.

Nossa Visão. Principal operadora do segmento de saneamento,, vem executando vem acelerando os investimentos para a universalização dos serviços de água e esgoto até 2029. O plano de investimentos deve elevar alavancagem consolidada da operação.

Acionistas. Governo de SP (18,0%), Equatorial (15,0%), *free float* (67,0%)

Rating. Fitch: AAA(bra)

Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)



Fonte: Sabesp, Iguá, Sanepar e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Amplo acesso ao mercado de dívida local e externo;
- Resiliência das operações e forte geração de caixa operacional;
- Indicadores de cobertura de água e esgoto elevados.

Pontos de Atenção

- Implantação relevante de investimentos até 2029;
- Eventos de hidrologia podem limitar volumes comercializados e impactar margens.

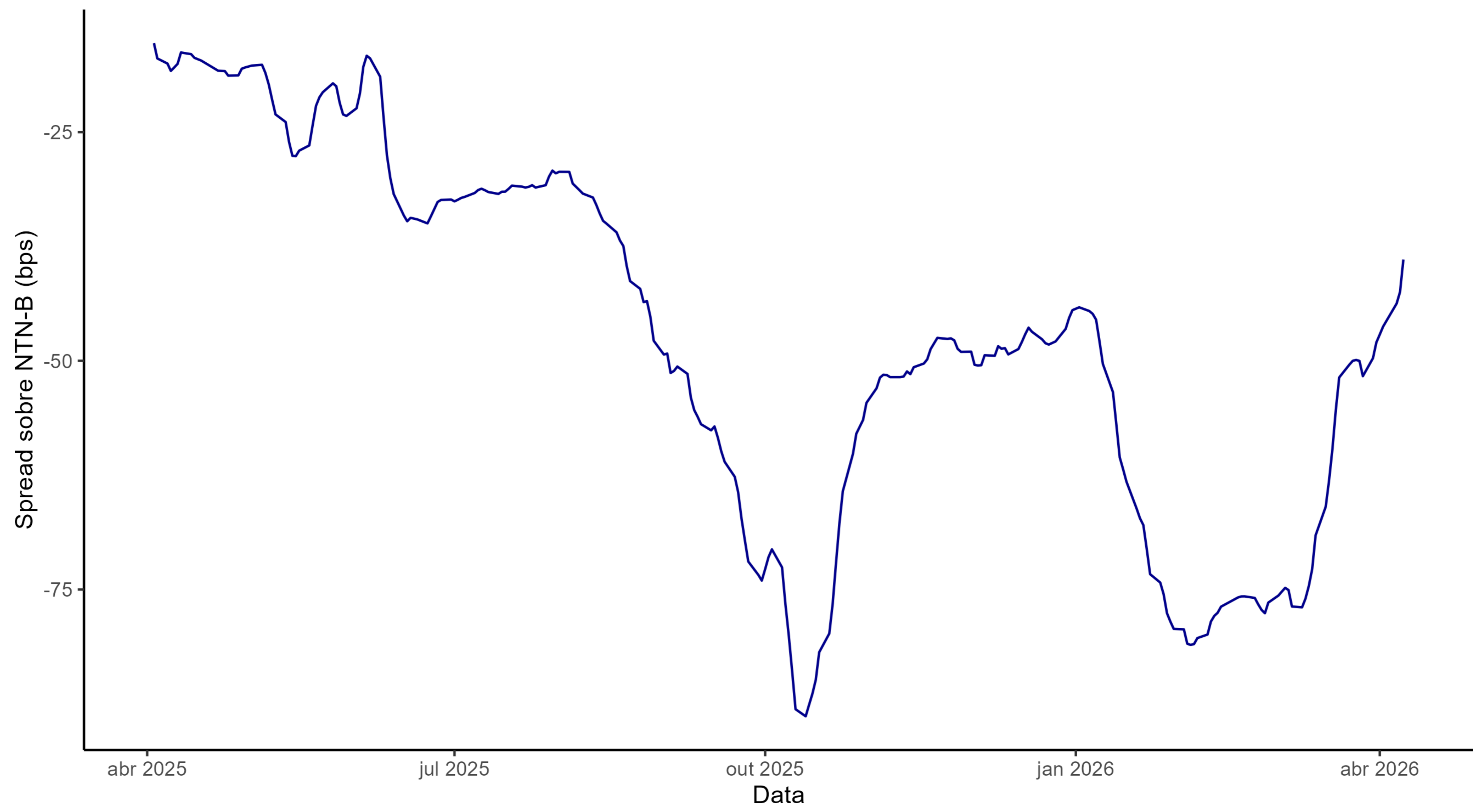
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	17.192	19.968	21.726	22.213
Margem Bruta	55,8%	53,0%	52,4%	64,4%
EBITDA (R\$ Mi)	7.088	9.634	11.338	13.221
Margem EBITDA	41,2%	48,2%	52,2%	59,5%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	3.121	3.524	9.580	8.462
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	15.413	16.271	19.876	27.771
Dívida Bruta/PL	0,7	0,7	0,7	0,9
Dívida Líquida/EBITDA	2,2	1,7	1,8	2,2
Ativo CP/ Passivo CP	1,1	0,9	0,9	1,1
Caixa/Dívida CP	0,8	1,2	2,0	2,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	3.968	4.854	7.405	8.362
FCI	-3.634	-4.163	-8.054	-13.768
FCF	60	-977	3.415	10.323
Δ Caixa	394	-285	2.767	4.917

Iguá 2025	Sanepar 2025
3.006	7.206
21,3%	56,3%
1.163	3.102
38,7%	43,0%
-626	2.080
12.244	1.784
3,8	0,6
10,4	0,6
0,7	1,2
0,9	5,6
-2.311	7.060
-817	-2.615
656	-638
-2.472	3.807



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima SBSPE3 – Evolução do *Spread*



São Martinho

Perfil. A São Martinho atua no segmento sucroalcooleiro desde o início do séc XX, atualmente com operações de açúcar, etanol (cana e milho) e, em menor escala, ração animal e energia elétrica. A companhia foi listada na B3 em 2007, estando hoje entre as maiores empresas do segmento no Brasil.

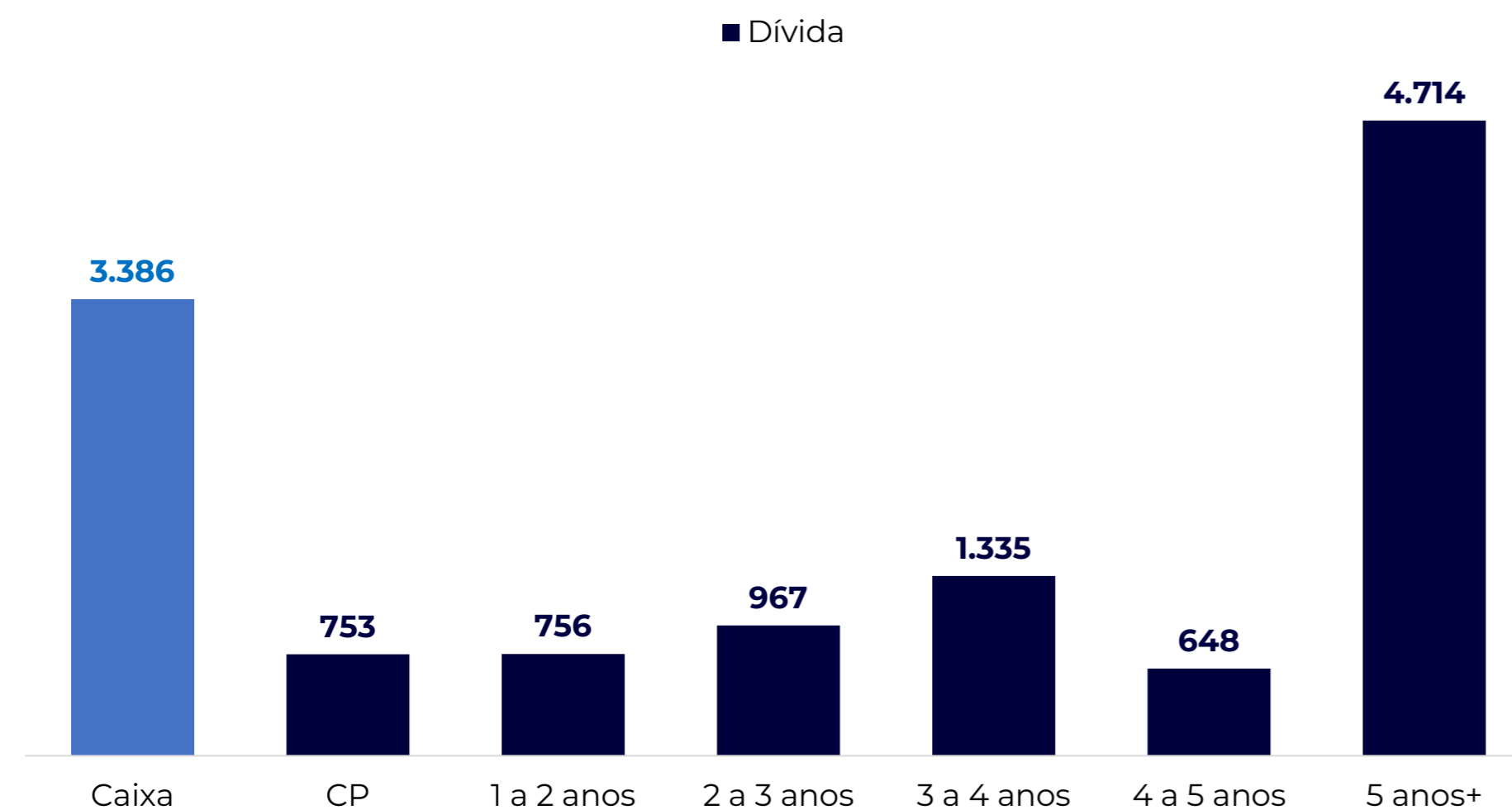
Destaques do 3T da safra 25/26. A safra 2025/26 registrou leve queda no volume processado de cana (-0,5% a/a), reflexo de menor chuva, produtividade menor (-3,8% a/a) e ATR reduzido (-2,2% a/a). Em compensação, o *mix* mais voltado ao açúcar (49%) elevou a produção em 7,1% a/a, enquanto o etanol recuou 7,9% a/a. A operação de etanol de milho continua ganhando relevância, com produção 4,4% maior no ano. A receita do trimestre e do acumulado da safra apresentou retração, impactada principalmente por menores volumes de etanol vendidos e preços mais fracos do açúcar, embora parcialmente compensada por melhores preços do etanol e margens ligeiramente superiores na operação de milho.

Nossa Visão. A companhia mantém fundamentos sólidos, mas passa por um ciclo de maior investimento que elevou a alavancagem no curto prazo. O aumento da dívida líquida está ligado ao maior capital de giro e aos investimentos em expansão, como a segunda planta de etanol de milho e a aquisição de ativos biológicos da Santa Elisa. Entre os principais fatores de atenção estão o aumento do capex agrícola após a aquisição dos ativos biológicos, o avanço dos investimentos no etanol de milho e o risco de pressão nos preços de açúcar e etanol nos próximos ciclos. Por outro lado, a companhia segue apoiada por estrutura de liquidez robusta, margens historicamente elevadas (~50%) e operação híbrida entre cana e milho, que adiciona resiliência ao negócio.

Acionistas. LJN Participações (família fundadora, 57,2%), controladores indiretos (4,1%) e free float (38,7%)

Rating. S&P: brAAA

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: São Martinho e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Alta capacidade de moagem de cana, tornando a empresa competitiva em nível nacional;
- Diversificação da produção com o etanol de milho e derivados do milho;
- Amplo acesso a fontes de financiamento locais e externas.

Pontos de Atenção

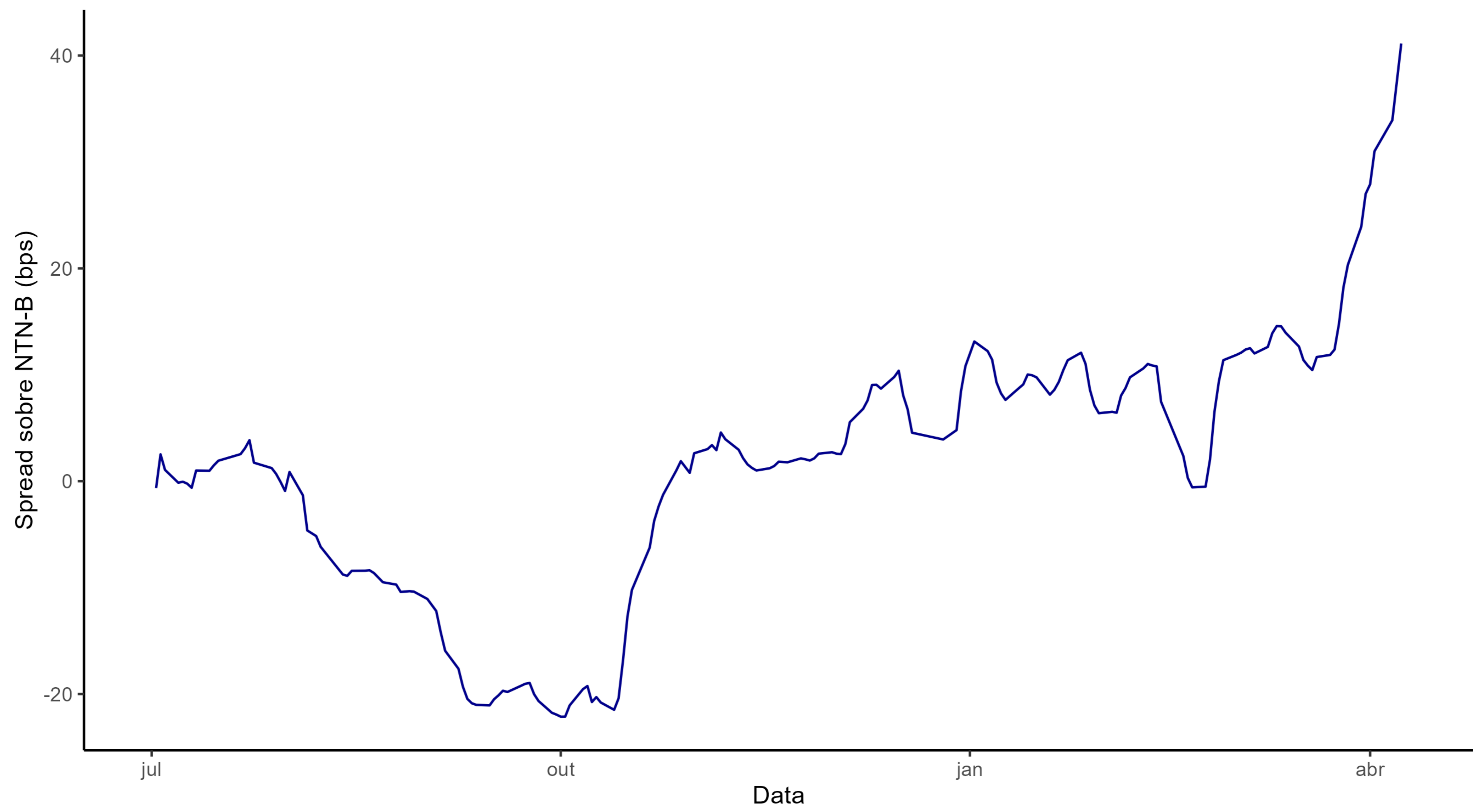
- Exposição inerente à dinâmica de preços do setor sucroalcooleiro;
- Sazonalidade no capital de giro devido, principalmente, ao aumento relevante nos estoques;
- Impactos ambientais, tais como estiagem e queimadas, afetam a produtividade.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	22/23	23/24	24/25	3T25/26 UDM
Receita Líquida (R\$ Mi)	6.628	6.892	7.162	6.926
Margem Bruta	30,7%	24,3%	24,9%	24,6%
EBITDA (R\$ Mi)	3.356	3.070	3.445	3.180
Margem EBITDA	50,5%	44,4%	48,1%	45,9%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	1.016	1.476	557	768
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	3.507	3.315	4.926	5.787
Dívida Bruta/PL	1,1	1,0	1,2	1,3
Dívida Líquida/EBITDA	1,0	1,1	1,4	1,8
Ativo CP/ Passivo CP	2,2	2,2	2,4	2,9
Caixa/Dívida CP	3,0	2,9	3,5	4,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	2.987	3.761	2.690	2.624
FCI	-2.576	-2.488	-2.765	-2.679
FCF	-572	-1.333	-221	-128
Δ Caixa	-161	-61	-296	-182



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima SMT013 – Evolução do *Spread*



Simpar

Perfil. A Simpar foi constituída em 2005, sob o comando da família Simões, e atualmente atua como holding controladora de oito empresas nos setores de logística, locação de veículos, concessões e serviços financeiros, sendo as operações de logística e locação — de veículos leves e pesados — os principais negócios do grupo.

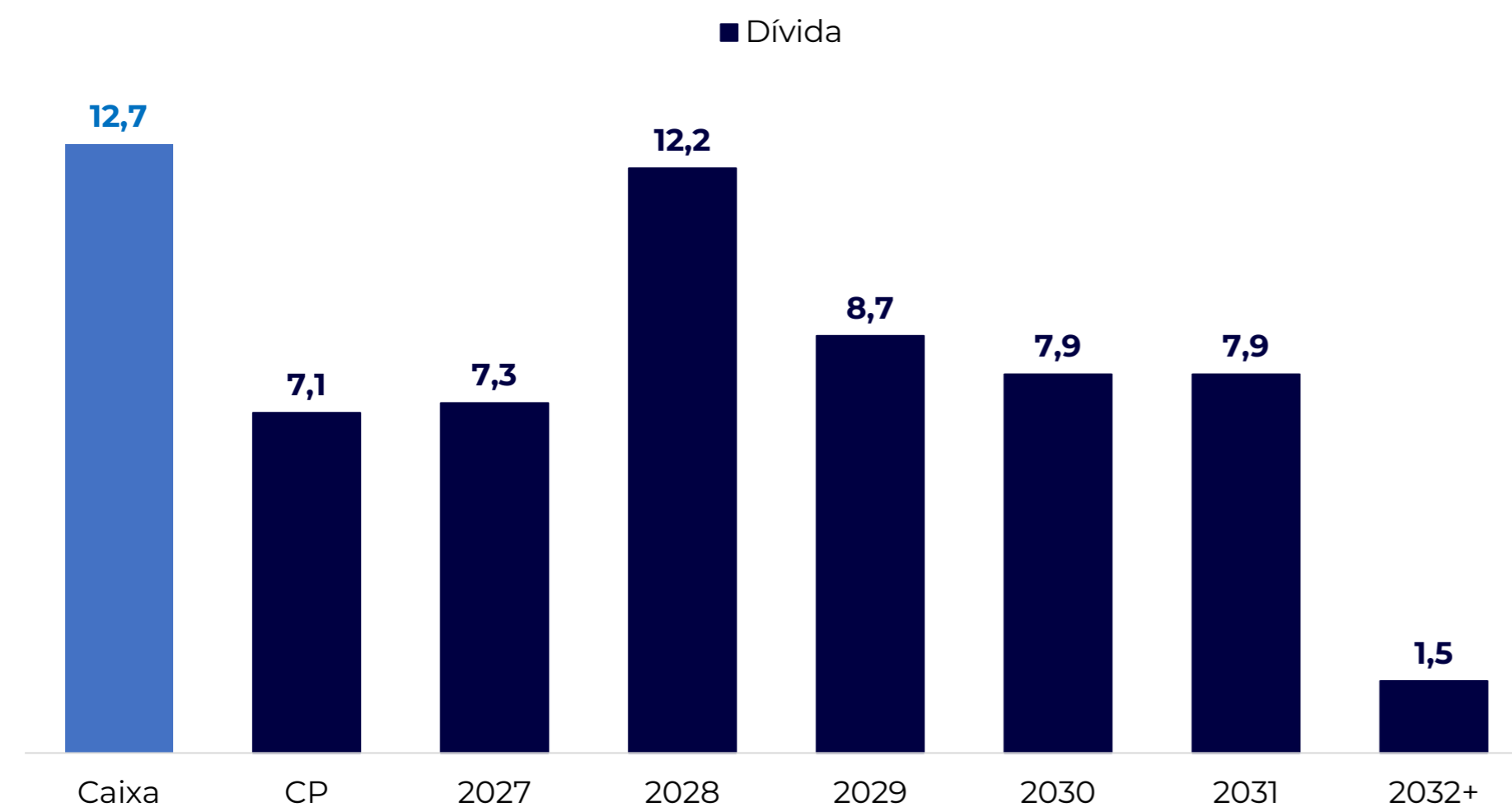
Destaques 2025. O resultado do grupo ao longo de 2025 foi beneficiado pela melhora dos resultados da Movida, com expansão de margens, *yields* e taxas de utilização da frota, além da manutenção de margens na operação da JSL. Por outro lado, a operação da Vamos ainda apresentou resultados em recuperação, com pressões associadas ao maior estoque de seminovos e à taxa de ocupação da frota. Vale destacar que as despesas financeiras elevadas, sustentadas por uma estrutura de capital mais alavancada e por juros ainda altos, continuam pressionando a geração de caixa livre e o processo de desalavancagem do grupo.

Nossa Visão. O avanço dos resultados da Movida e o bom desempenho da JSL contribuíram positivamente para o desempenho consolidado do grupo ao longo do ano. Além disso, a rolagem de dívida — ainda que a um custo elevado, em torno de CDI+2,2% a.a. — e a venda da Ciclus Ambiental contribuíram para uma melhora da dinâmica do balanço. Ainda assim, a alavancagem permanece elevada, com necessidade recorrente de rolagem de dívidas nas subsidiárias, enquanto a presença de negócios mais intensivos em capital seguem como principais pontos de atenção.

Acionistas. JSP Holding SA (60,4%); Fernando Antonio Simões (6,2%); Pessoas vinculadas ao controlador (1,0%); Conselho e diretoria (0,6%) Outros acionistas (31,8%).

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

Cronograma de Amortização (R\$ bilhões)



Fonte: Simpar e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Diversificação do portfólio e elevada escala operacional;
- Parte da receita vinculada a contratos de longo prazo;
- Liquidez de parte dos ativos e reciclagem de capital em investidas.

Pontos de Atenção

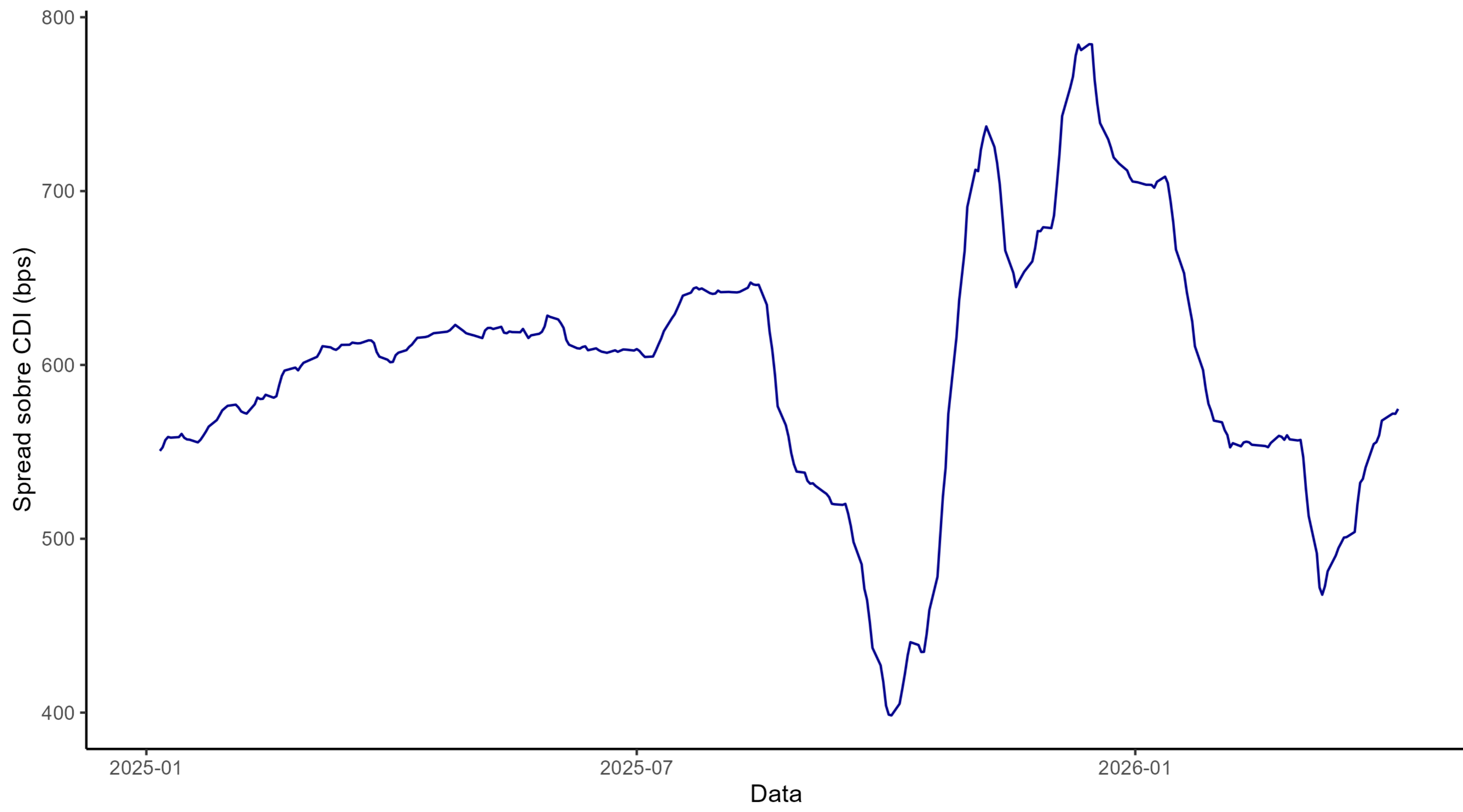
- Estrutura de capital alavancada;
- Segmentos intensivos em capital;
- Entrada em novos projetos e pressão de novos investimentos;
- Refinanciamentos e melhora do custo de captação.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	24.082	31.844	40.738	43.528
Margem Bruta	31,5%	25,6%	25,6%	26,2%
EBITDA (R\$ Mi)	7.003	7.969	10.272	12.754
Margem EBITDA	29,1%	25,0%	25,2%	29,3%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	938	-667	94	213
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	26.041	31.745	40.660	41.540
Dívida Bruta/PL	7,0	6,3	9,7	7,3
Dívida Líquida/EBITDA	3,5	3,7	3,6	3,0
Ativo CP/ Passivo CP	1,5	1,4	1,3	1,2
Caixa/Dívida CP	2,9	2,4	1,7	1,3
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	-6.843	-1.380	-3.560	3.628
FCI	-1.795	-1.394	-1.529	-426
FCF	9.326	2.402	5.647	-2.076
Δ Caixa	689	-373	558	1.126



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima JSMLA5 – 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.

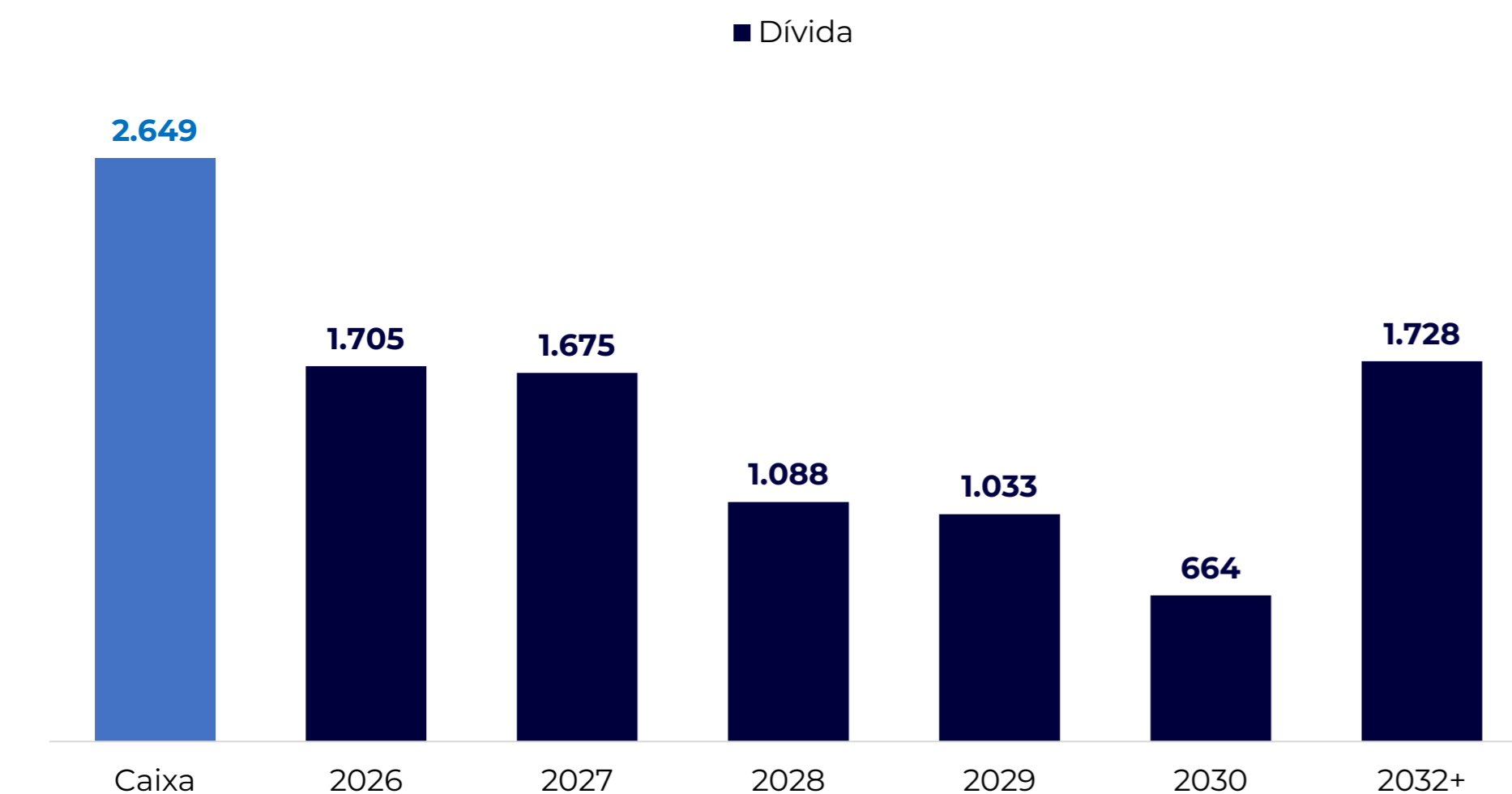
Destaques 2025. Receita líquida (+23,7% a/a), sustentada por maior produtividade em soja (+21,4% a/a) e milho (+17,1% a/a) e expansão de área. O *mix* favoreceu soja (R\$2.7 bilhões; +48,7% a/a), milho (R\$1.0 bilhão; +97,6% a/a) e rebanho (+89,8% a/a), enquanto algodão em pluma recuou 6,3% a/a, parcialmente compensado por caroço (+37,6% a/a). O custo avançou abaixo da receita, com queda relevante do custo unitário em soja (-20,4% a/a) e milho (-13,2% a/a) e aumento no algodão (1ª safra; +10,1% a/a), resultando em margem bruta anual levemente maior (+0,8 p.p. a/a).

Nossa Visão. Companhia possui bons níveis de produtividade das culturas e vem expandindo os segmentos de soja e milho, enquanto o comércio de algodão segue pressionado com maior custo unitário e redução nos preços faturados. Sua diversificação geográfica e de tipos de cultura reduzem à exposição a riscos climáticos. Com aumento do capex anual, a alavancagem atingiu 2,0x (vs. 1,8x no 4T24), apesar de queda sequencial (2,3x no 3T25).

Acionistas. Controlador e pessoas ligadas (55,1%), free float (44,9%)

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	2022	2023	2024	2025	3Tentos 2025	Brasil Agro*
Receita Líquida (R\$ Mi)	7.231	7.231	6.916	8.553	16.424	1.005
Margem Bruta	43,3%	36,2%	33,4%	34,2%	15,1%	14,9%
EBITDA (R\$ Mi)	3.118	2.709	2.037	2.665	658	138
Margem EBITDA	43,1%	37,5%	29,4%	31,2%	4,0%	13,8%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	1.337	938	482	565	809	-151
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	2.338	2.874	3.674	5.244	1.600	813
Dívida Bruta/PL	0,7	0,9	1,4	1,4	1,0	0,4
Dívida Líquida/EBITDA	0,8	1,1	1,8	2,0	1,9	0,9
Ativo CP/ Passivo CP	1,5	1,8	1,4	1,8	1,4	1,6
Caixa/Dívida CP	1,0	1,1	1,2	1,7	1,2	0,2
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	1.992	1.802	1.480	1.808	602	127
FCI	-486	-856	-843	-1.810	-1.719	-78
FCF	-410	-271	-568	-2	2.092	-61
Δ Caixa	1.096	674	69	-4	975	-13

Fonte: SLC, 3Tentos Brasil Agro e Safra (*) Compreendem o período entre 01/01/2025 a 31/12/2025



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 115 mil veículos, compostos em 49% por RAC, 41% por GTF leves e 10% em GTF pesados.

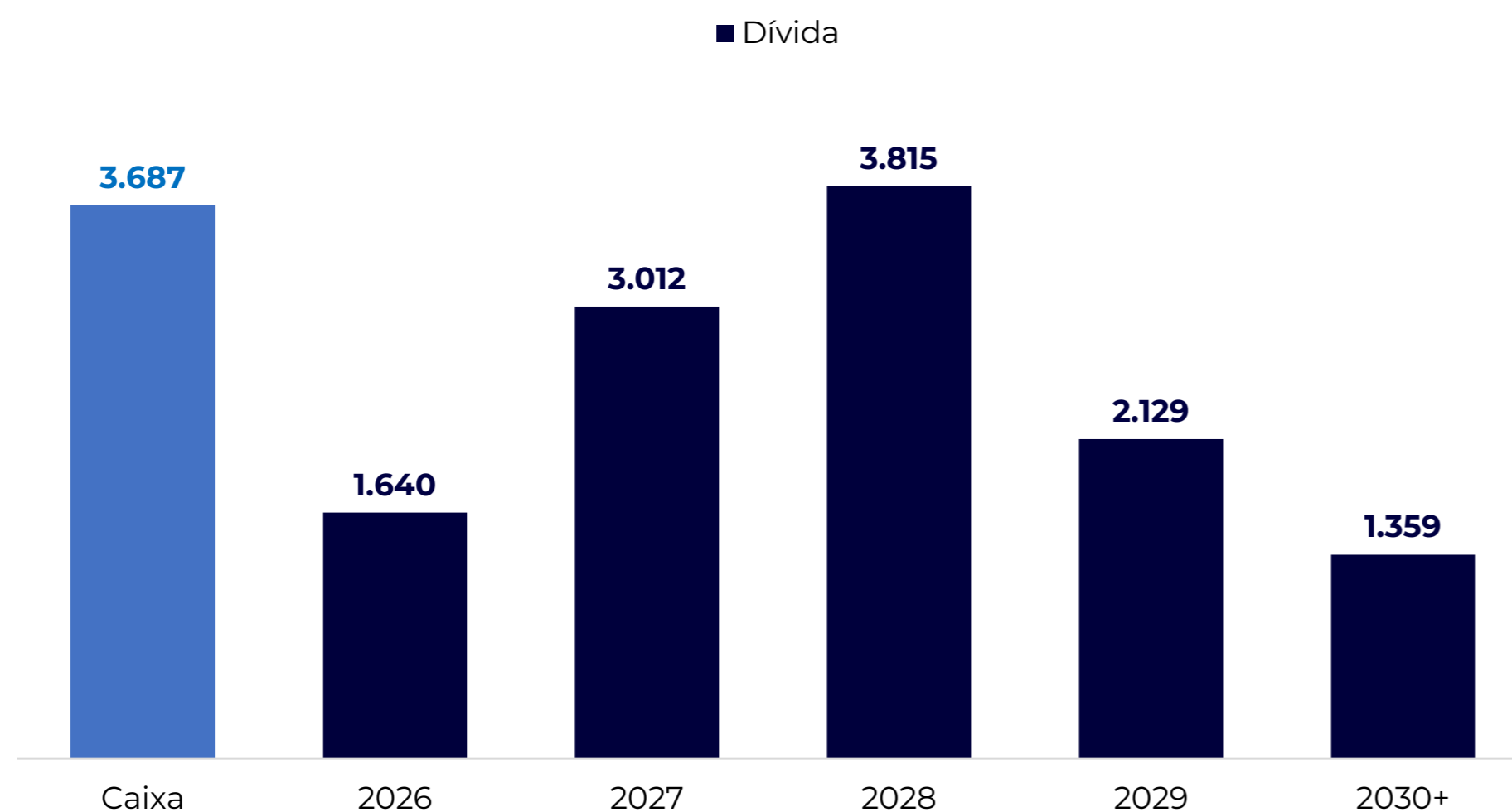
Destaques 2025. Receita líquida (+12,6% a/a) combinou R\$2,2 bilhões em GTF, R\$1,7 bilhão em aluguel (RAC) e R\$3,4 bilhões em Venda de Ativos, beneficiada pela renovação de frota no RAC e desmobilização em GTF. Em GTF Leves, a tarifa diária (+15,3% a/a) sustentou receita de R\$1,2 bilhão (+23,2% a/a), com melhora de escala e eficiência; em GTF Pesados, tarifa (+11,3% a/a) levou receita a R\$1,0 bilhão (+8,8% a/a), após foco em locação pura/manutenção. No RAC, maior ticket (+6,6% a/a) mitigou a redução da frota; a receita ficou em R\$1,7 bilhão (-1,2% a/a), mas margem EBITDA levemente maior, apoiada por eficiência e normalização da depreciação. O EBITDA consolidado atingiu R\$2,7 bilhões (+12,0%), com margem de 67,9% (+2,6 p.p.) graças ao ganho de margens nos negócios de aluguel e menor depreciação.

Nossa Visão. Companhia com atuação diversificada no setor de frotas, com capilaridade na base de atuação em aluguel de carros. Devido à característica de capital intensivo, o setor é afetado pelo cenário de altos juros, e a alavancagem (dívida líquida / EBITDA) da companhia está em 3,3x.

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

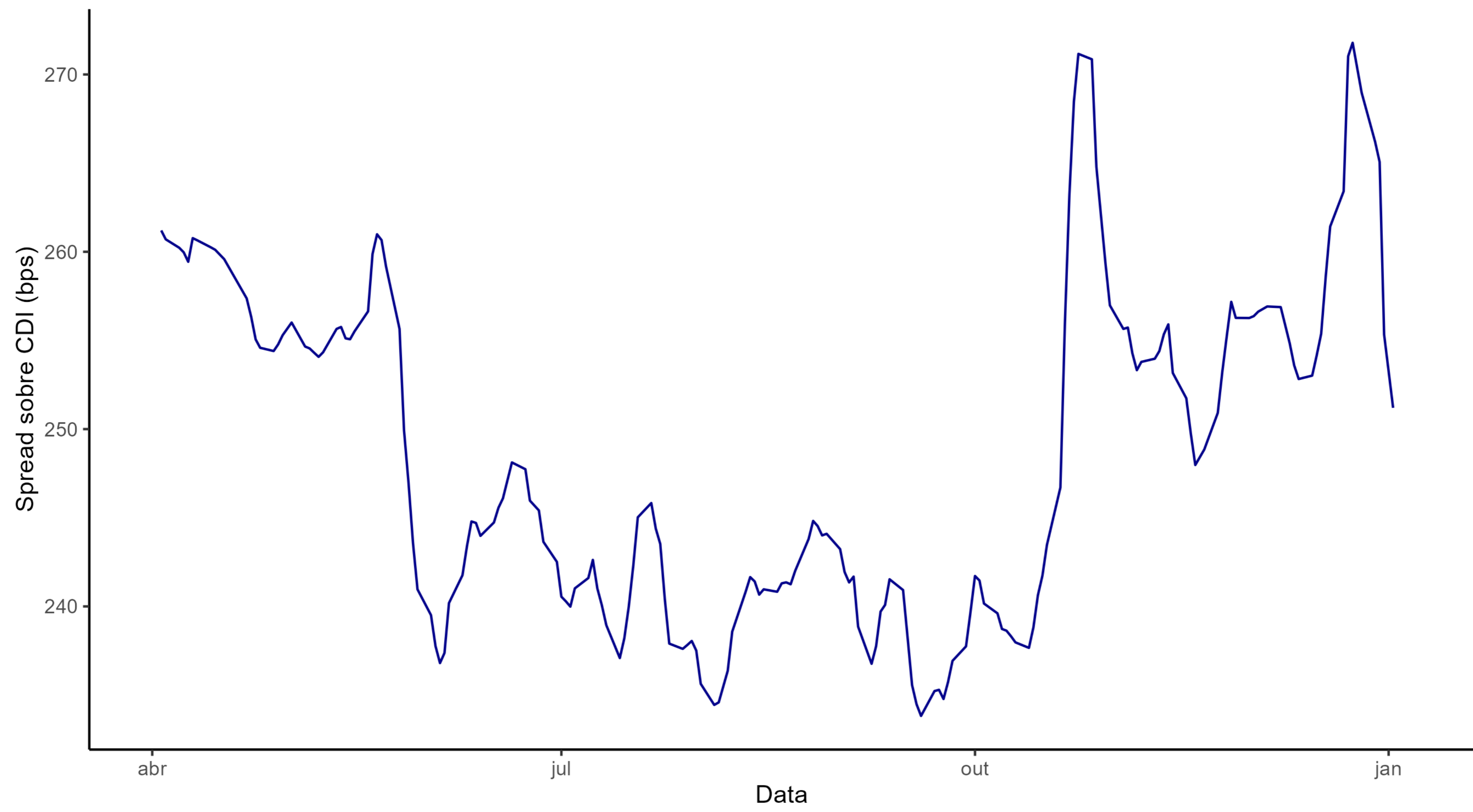
- Indústria de capital intensivo e dependente de tomada de dívida;
- Cenário de juro alto posterga desalavancagem da companhia;
- Preço de seminovos influencia na geração de caixa.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	Localiza 2025	Movida 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	1.375	5.464	6.701	7.343	41.782	14.672
Margem Bruta	39,4%	19,7%	27,5%	45,4%	18,7%	32,5%
EBITDA (R\$ Mi)	719	1.962	2.382	2.668	13.753	5.686
Margem EBITDA	52,3%	35,9%	35,5%	67,9%	32,9%	38,8%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	102	102	101	6	1.871	318
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	2.768	7.321	8.325	8.644	31.052	15.542
Dívida Bruta/PL	3,3	4,2	4,9	5,2	1,7	6,1
Dívida Líquida/EBITDA	3,9	3,6	3,5	3,3	2,3	2,6
Ativo CP/ Passivo CP	1,6	1,3	1,5	1,5	1,2	0,6
Caixa/Dívida CP	4,1	3,4	2,1	1,9	2,6	1,7
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	-862	-1.012	-726	103	2.146	-1.016
FCI	-53	636	-195	-180	-437	-263
FCF	1.290	2.156	1.896	423	-3.564	-484
Δ Caixa	374	1.780	975	346	-1.854	-1.763



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima OVSAA3 – Evolução do *Spread*



Usina Batatais

Perfil. A companhia atua no mercado sucroenergético. Suas 2 usinas (Batatais e Cevasa) ficam nos municípios de Batatais e Patrocínio Paulista, no norte do estado de São Paulo. As unidades possuem uma capacidade instalada de moagem de 7,2 milhões de toneladas de cana por ano, com mix máximo de produção de açúcar de 67%, com produção anual de até 612 mil toneladas de açúcar e 356 mil m³ de etanol.

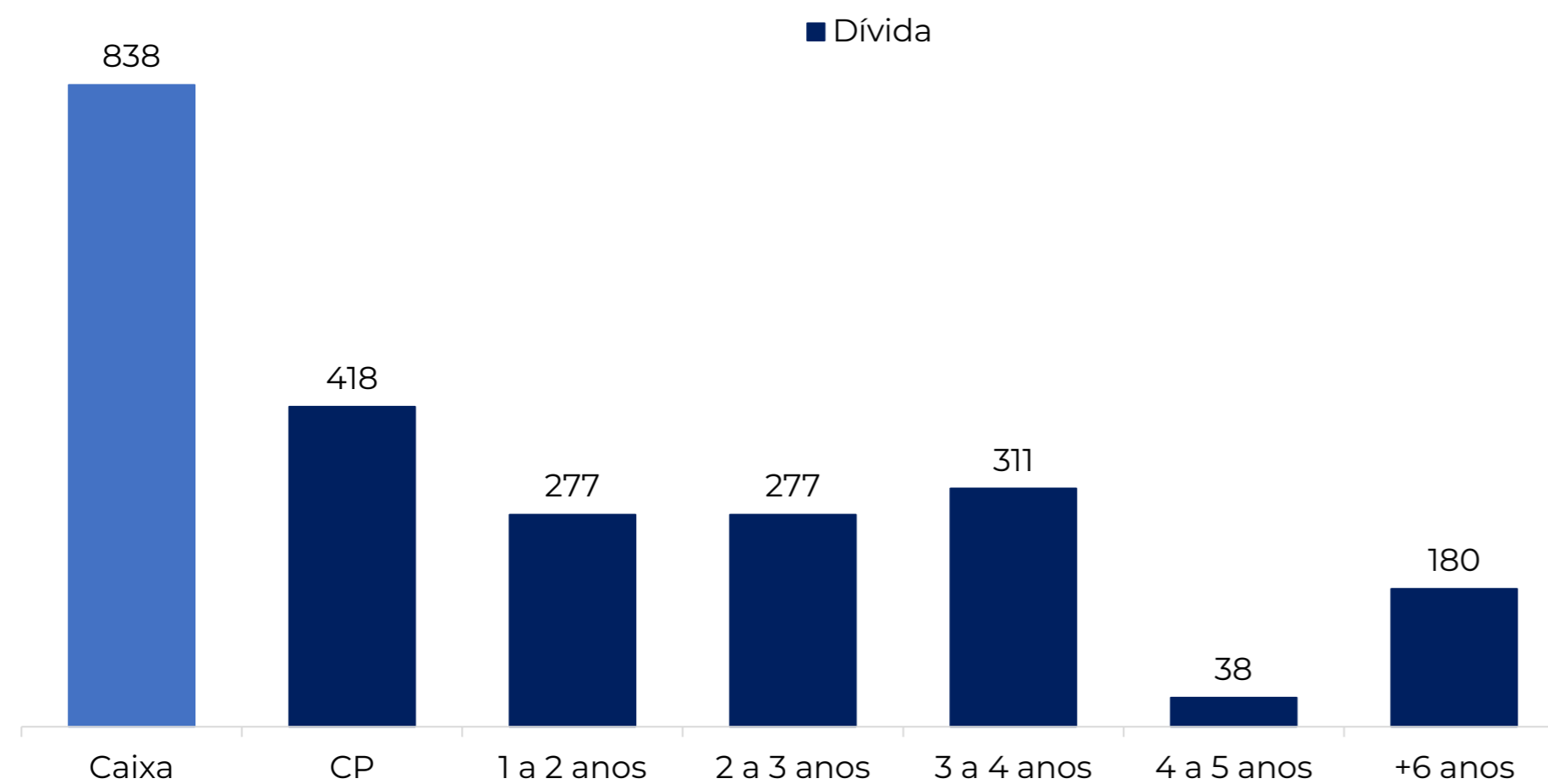
Destaques da safra 24/25. A safra 2024/25 foi beneficiada pela melhora na qualidade da cana e preços de vendas. O resultado operacional na safra 2024/25 registrou melhora nos preços de vendas de açúcar (+10,6% a/a) e etanol (+12% a/a), após a melhora da paridade de venda do biocombustível e preços de vendas de açúcar travados em patamares mais elevados. No lado operacional, houve um crescimento de 8,8% no volume vendido de açúcar e de 9,2% no volume vendido de etanol, devido ao crescimento de 8,4% no ATR a/a, que atingiu ~143 Kg/ton.

Nossa Visão. A elevada flexibilidade no mix de produção e a proximidade dos canaviais são destaques da operação. Por outro lado, a volatilidade de preço dos subprodutos (inerentes ao setor) e concentração geográfica dos ativos ficam como pontos de monitoramento da tese.

Acionistas. A companhia é controlada pela Campagnola Participações, que por sua vez é controlada pelo fundador da Usina Batatais, Bernardo Biagi.

Rating. S&P: brAA

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: Usina Batatais, Ferrari e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Elevada flexibilidade no mix de produção de açúcar e etanol;
- Proximidade das unidades e menor estrutura de custos dada a proximidade do plantio ao processamento;
- Alavancagem inferior a 1,0x;
- Histórico de expansão e investimentos conservador.

Pontos de Atenção

- Volatilidade de preço dos subprodutos;
- Menor escala operacional e concentração dos ativos na mesma região;
- Eventos climáticos e queimadas podem impactar produtividade e rendimento das safras.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	21/22	22/23	23/24	24/25	Ferrari 24/25
Receita Líquida (R\$ Mi)	1.189	1.590	1.698	2.025	1.023
Margem Bruta	25,9%	22,3%	26,7%	31,4%	38,4%
EBITDA (R\$ Mi)	394	456	572	773	482
Margem EBITDA	33,2%	28,7%	33,7%	38,2%	47,1%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	186	137	140	178	209
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	606	813	779	722	418
Dívida Bruta/PL	5,9	4,0	2,6	2,2	1,3
Dívida Líquida/EBITDA	1,5	1,8	1,4	0,9	0,9
Ativo CP/ Passivo CP	1,8	1,4	1,7	1,5	3,4
Caixa/Dívida CP	3,2	1,8	2,7	1,9	6,0
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	271	288	792	842	376
FCI	-431	-248	-518	-576	-156
FCF	-93	-210	-192	-231	-48
Δ Caixa	-253	-170	82	35	172



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.

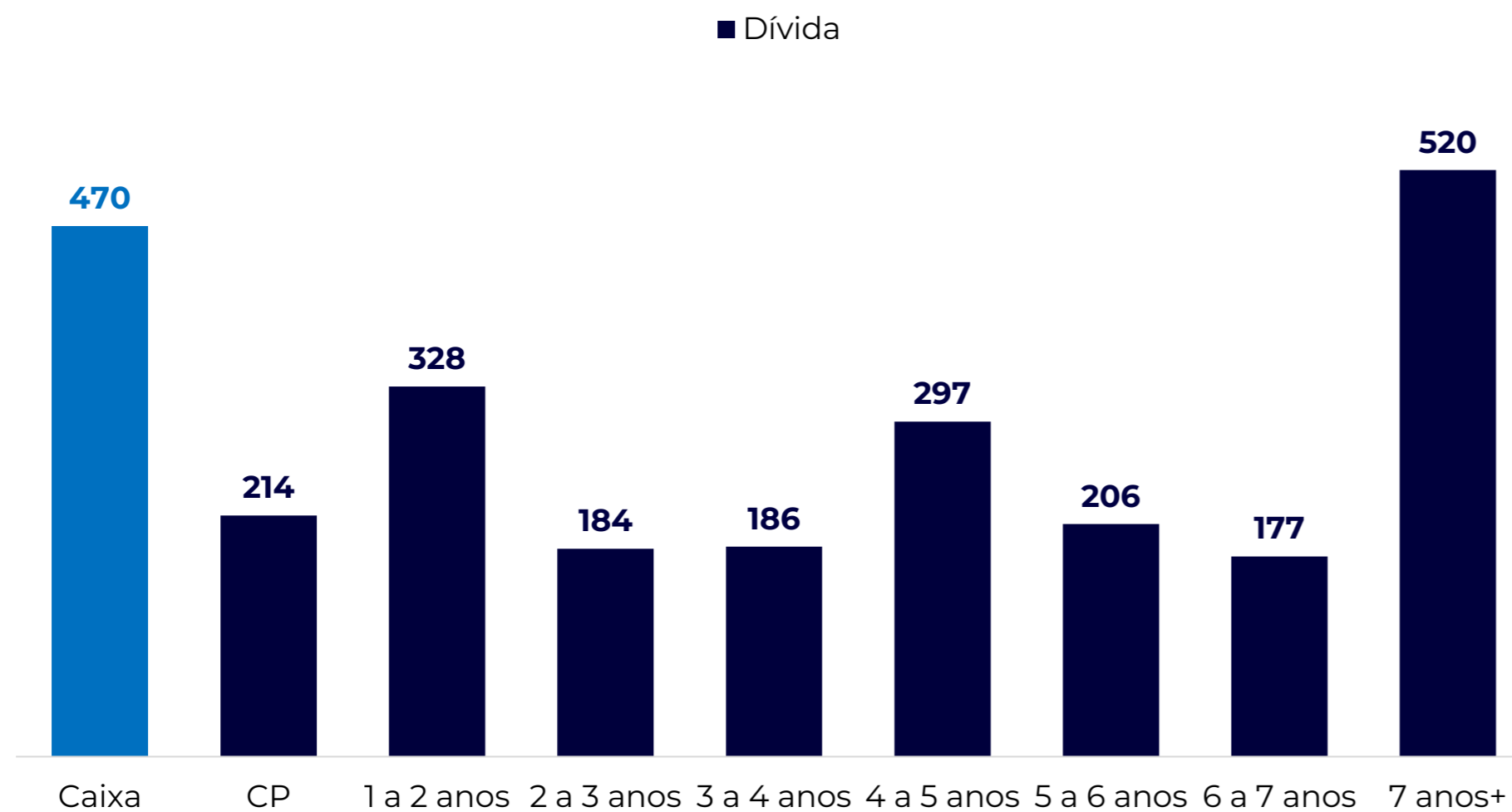
Operacional SF 24/25. A CMAA processou 9,3 milhões de toneladas na safra 2024/25, volume estável frente a safra passada, com impactos relacionados a estiagem prolongada e ondas de calor durante o desenvolvimento da colheita. O ATR médio atingiu 140,9 Kg/ton de cana (+1,5% a/a), enquanto a produtividade 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	3.712	10.689
Margem Bruta	30,0%	25,7%	28,3%	25,8%	27,3%	36,4%
EBITDA (R\$ Mi)	866	1.101	1.233	1.372	1.134	2.699
Margem EBITDA	48,2%	50,8%	48,2%	49,0%	30,6%	25,3%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	195	79	104	34	197	937
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	802	920	1.039	1.642	2.285	6.800
Dívida Bruta/PL	3,8	2,9	2,5	3,0	2,7	16,8
Dívida Líquida/EBITDA	0,9	0,8	0,8	1,2	2,0	2,5
Ativo CP/ Passivo CP	1,1	1,3	1,3	1,2	1,8	1,8
Caixa/Dívida CP	3,9	3,1	1,7	0,2	2,1	3,1
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	814	1.181	1.144	1.233	447	815
FCI	-564	-764	-837	-1.143	-618	-16
FCF	130	-514	-309	-412	-68	-483
Δ Caixa	380	-97	-2	-322	-239	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 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).

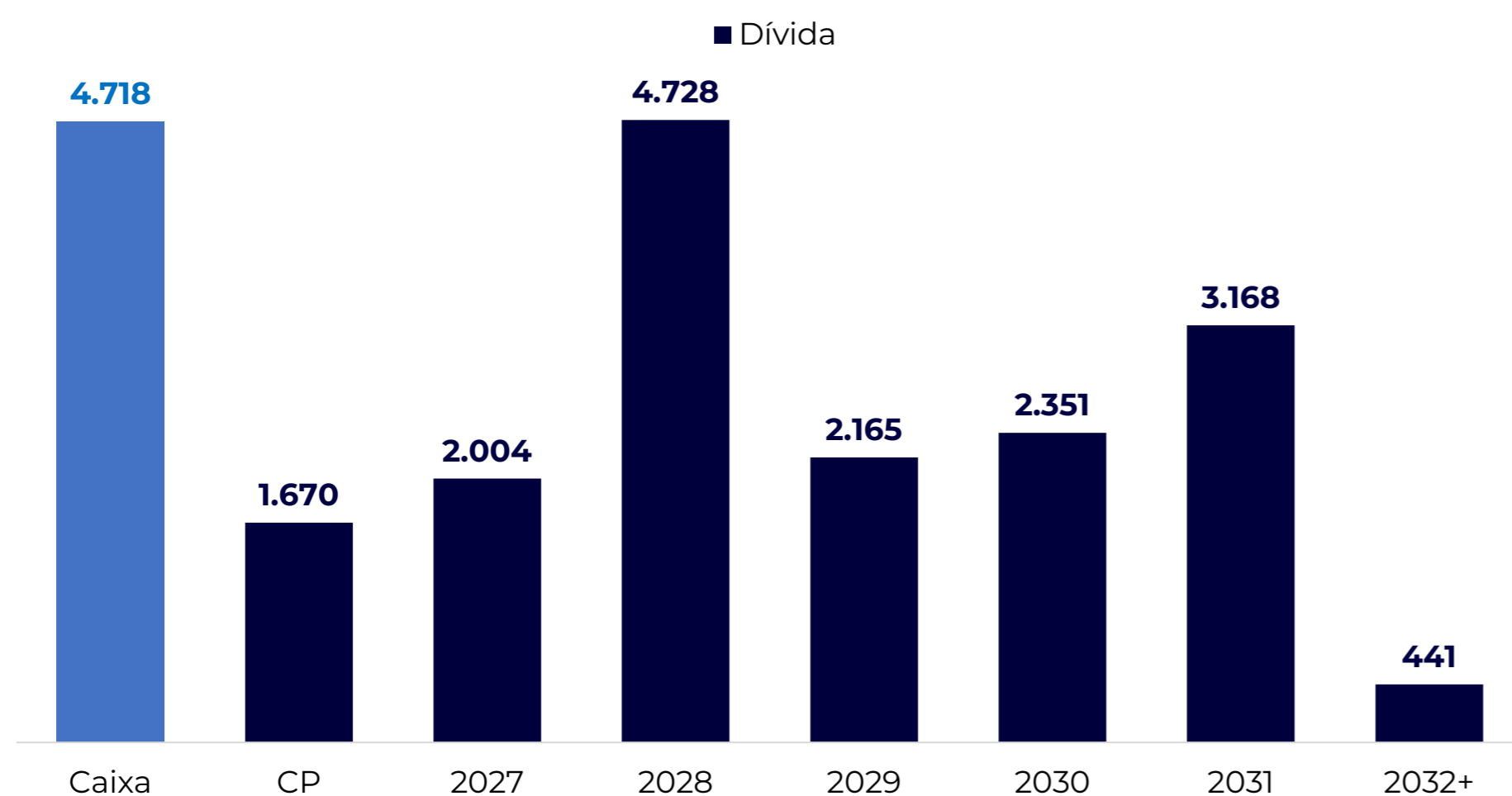
Destaques 2025. ROIC das operações atingiu 13,9%, ficando 3,1p.p. acima do custo médio da dívida da Vamos. A taxa de ocupação dos ativos atingiu 87%, maior patamar registrado desde 2020. Receita líquida de R\$5,8 bilhões em 2025 (+22,5% a/a), com margem EBITDA consolidada de 63,2% (-9,1 p.p. a/a). Captação total de R\$6,1 bilhões em 2025, com destaque para a emissão de R\$600 milhões em debêntures, com prazo de vencimento em 5 anos e custo médio de CDI+2,25% a.a.. No mercado externo, a companhia captou US\$300 milhões em uma emissão de bond a um custo de USD+9,20% e vencimento em 2031.

Nossa Visão. Risco moderado-alto. A avaliação reflete (i) alavancagem ainda elevada em 3,2x ao final de 2025, com R\$3,7 bilhões em vencimentos nos próximos dois anos, o que exige refinanciamento recorrente; (ii) custo de financiamento elevado, que segue pressionando a dinâmica de caixa; (iii) necessidade de capex para implantação de ativos; (iv) estoque de seminovos ainda elevado; e (v) o vínculo com a holding Simpar, que mantém uma percepção de risco mais alta, diante da estrutura de capital mais alavancada da controladora. Por outro lado, a melhora dos indicadores operacionais, com avanço da ocupação da frota, maior rentabilidade dos novos contratos e redução nas retomadas de ativos, deve favorecer a geração de caixa operacional. Nossa perspectiva é neutra, pois incorpora a manutenção do repasse de preços nos novos contratos e a melhora do ROIC *spread*, mas também considera que a queima de caixa deve persistir, diante de um custo da dívida ainda elevado e da necessidade de renovação dos ativos, fatores que devem limitar o ritmo de desalavancagem no curto prazo.

Acionistas. Simpar (69,7%), *free float* (30,3%)

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.

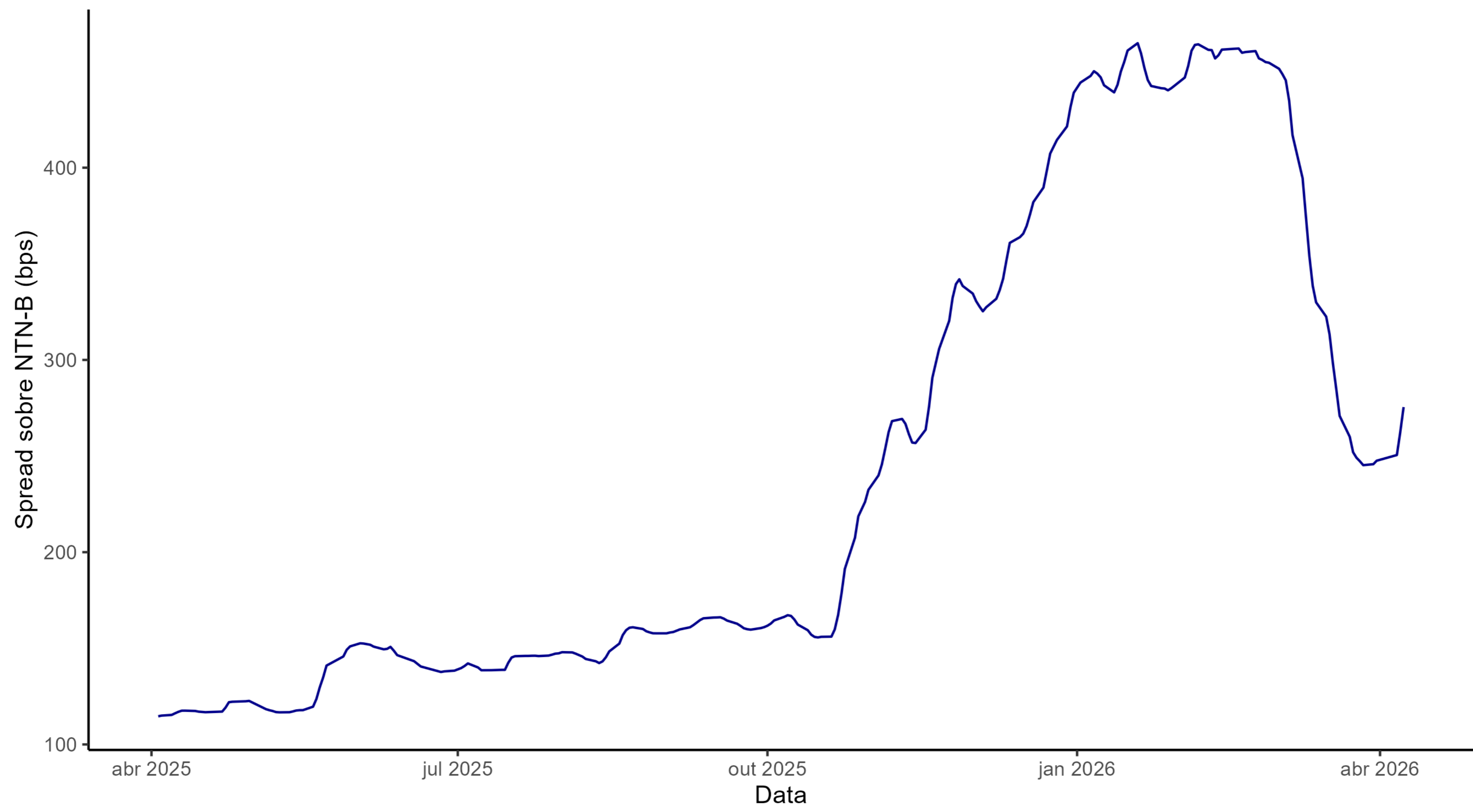
Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	2.214	3.548	4.699	5.756
Margem Bruta	66,2%	66,6%	64,0%	52,4%
EBITDA (R\$ Mi)	1.533	2.575	3.396	3.635
Margem EBITDA	69,2%	72,6%	72,3%	63,2%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	668	587	435	319
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	5.630	9.545	11.605	11.808
Dívida Bruta/PL	3,1	4,9	5,9	6,5
Dívida Líquida/EBITDA	3,7	3,7	3,3	3,2
Ativo CP/ Passivo CP	0,7	1,2	1,5	1,9
Caixa/Dívida CP	2,7	2,0	3,0	2,8
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	-2.319	-2.686	-725	-875
FCI	-141	-275	-107	-54
FCF	2.391	2.974	887	1.101
Δ Caixa	-69	13	55	172

Armac 2025	Mills 2025
1.888	1.838
34,0%	62,7%
717	941
38,0%	51,2%
74	301
1.694	1.185
2,1	1,1
2,4	1,3
2,6	2,2
19,1	7,2
451	306
-23	-232
112	-253
13	-179



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA023000RT – 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.

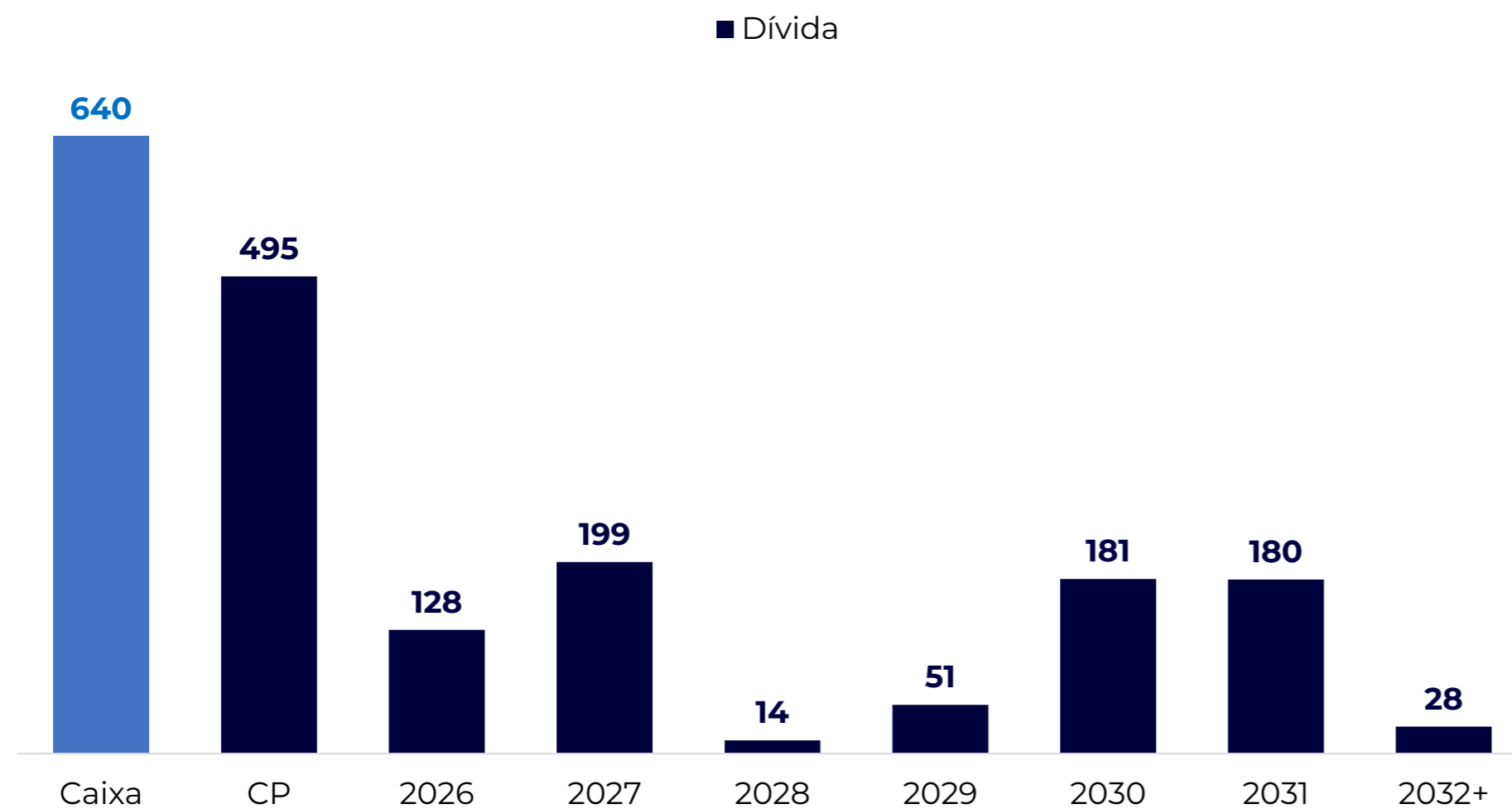
Destaques do 3T25. Os últimos resultados do 3T25 mostraram continuidade de um cenário pressionado pela alta dos juros, elevação do preço de algodão no primeiro semestre, concorrência com o varejo chinês, exportações prejudicadas pela valorização do real e rentabilidade da operação argentina afetada pela desvalorização do peso. O EBITDA 3T25 UDM caiu cerca de 30% quando comparado ao ano cheio de 2024. Assim, apesar da redução da dívida líquida para R\$682 milhões (vs. R\$770 milhões no 4T24), houve aumento da alavancagem (DL/EBITDA) para 4,3x (vs. 3,2x no 4T24), acima do limite dos covenants de 4,0x, medidos anualmente ao final do exercício.

Nossa Visão. O nível de endividamento e o elevado custo financeiro da Vicunha seguem como pontos de atenção da tese. Os custos financeiros têm comprometido parte relevante da geração de caixa, que com a manutenção das taxas de juros em patamar elevado, deve continuar a pressionar as métricas de crédito no curto prazo. Além disso, é importante monitorar a concorrência com os itens importados e nível de renda da população para consumo.

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

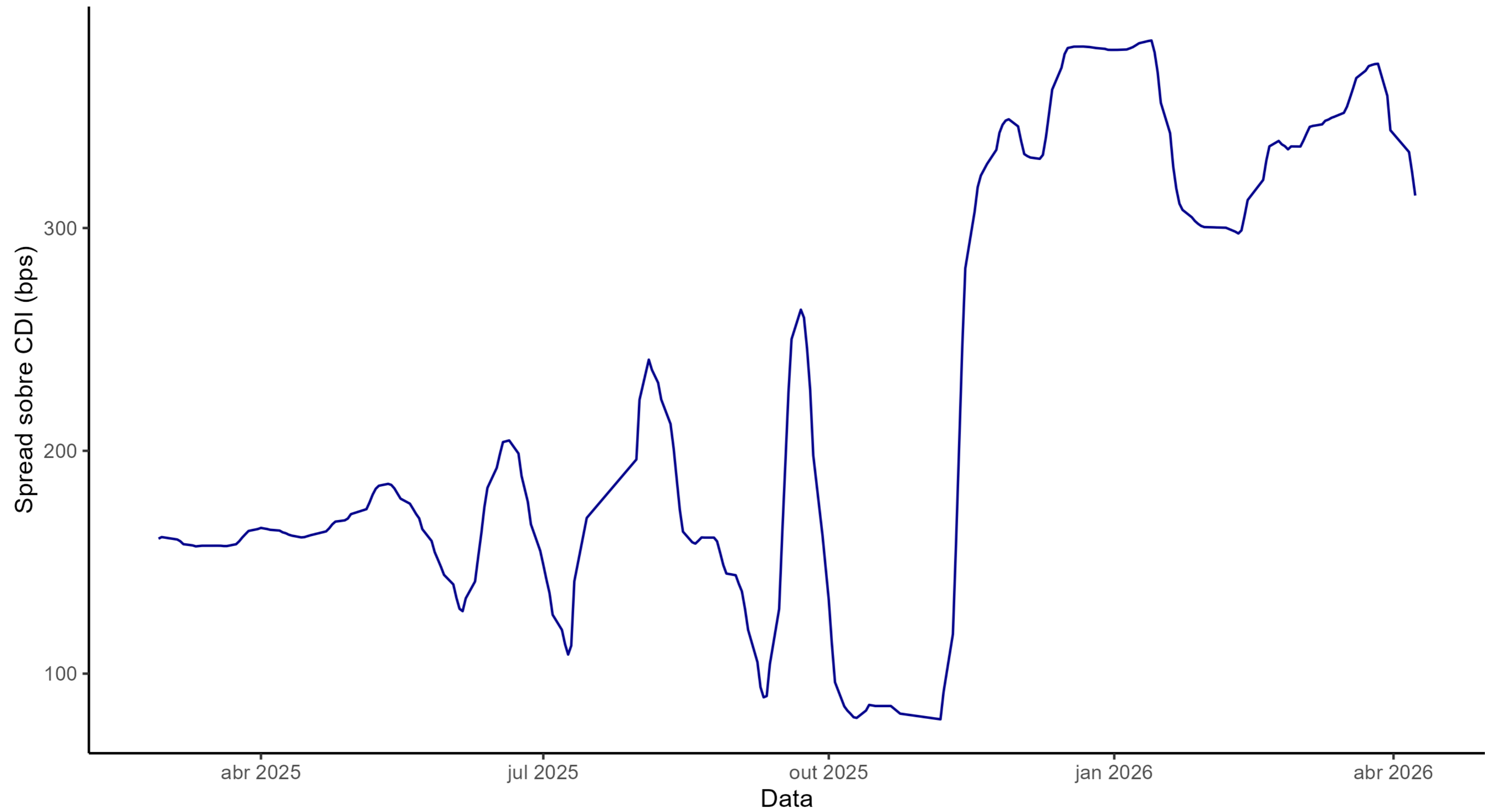
- Maior penetração de produtos de vestuário importados;
- Custo com matéria-prima, somado a um cenário mais desafiador para empresas de vestuário (varejo), podem afetar a margem da Vicunha;
- Concentração da dívida no curto prazo pressiona o caixa e pode afetar a capacidade de investimentos.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	9M25
Receita Líquida (R\$ Mi)	2.908	2.489	2.443	1.942
Margem Bruta	24,6%	23,1%	21,2%	17,0%
EBITDA (R\$ Mi)	474	357	241	133
Margem EBITDA	16,3%	14,3%	9,9%	7,0%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	125	7	-120	-48
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	749	754	770	682
Dívida Bruta/PL	0,9	0,8	1,1	1,0
Dívida Líquida/EBITDA	1,6	2,1	3,2	4,3
Ativo CP/ Passivo CP	1,8	1,8	2,1	1,9
Caixa/Dívida CP	1,3	1,2	1,6	1,3
Fluxo de Caixa				
FCO	135	258	149	75
FCI	-23	-123	99	-41
FCF	349	-207	189	-217
Δ Caixa	460	-72	437	-184



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima CRA0240020A – Evolução do *Spread*



VLI Multimodal

Perfil. A VLI Multimodal presta serviços logísticos integrados, o que inclui transporte ferroviário, serviços portuários e conexões entre os terminais. Suas atividades se iniciaram em 2011, como uma subsidiária integral da Vale. Sua malha ferroviária é composta pelas ferrovias CentroAtlântica (FCA), Norte-Sul (FNS), Carajás (EFC) e Vitória a Minas (EFVM), totalizando cerca de 8 mil km passando pelas regiões Sudeste, CentroOeste, Norte e Nordeste. Além das ferrovias, a companhia opera nove terminais integradores e três portos próprios, com presença nos principais portos brasileiros (ex: Santos e Pecém).

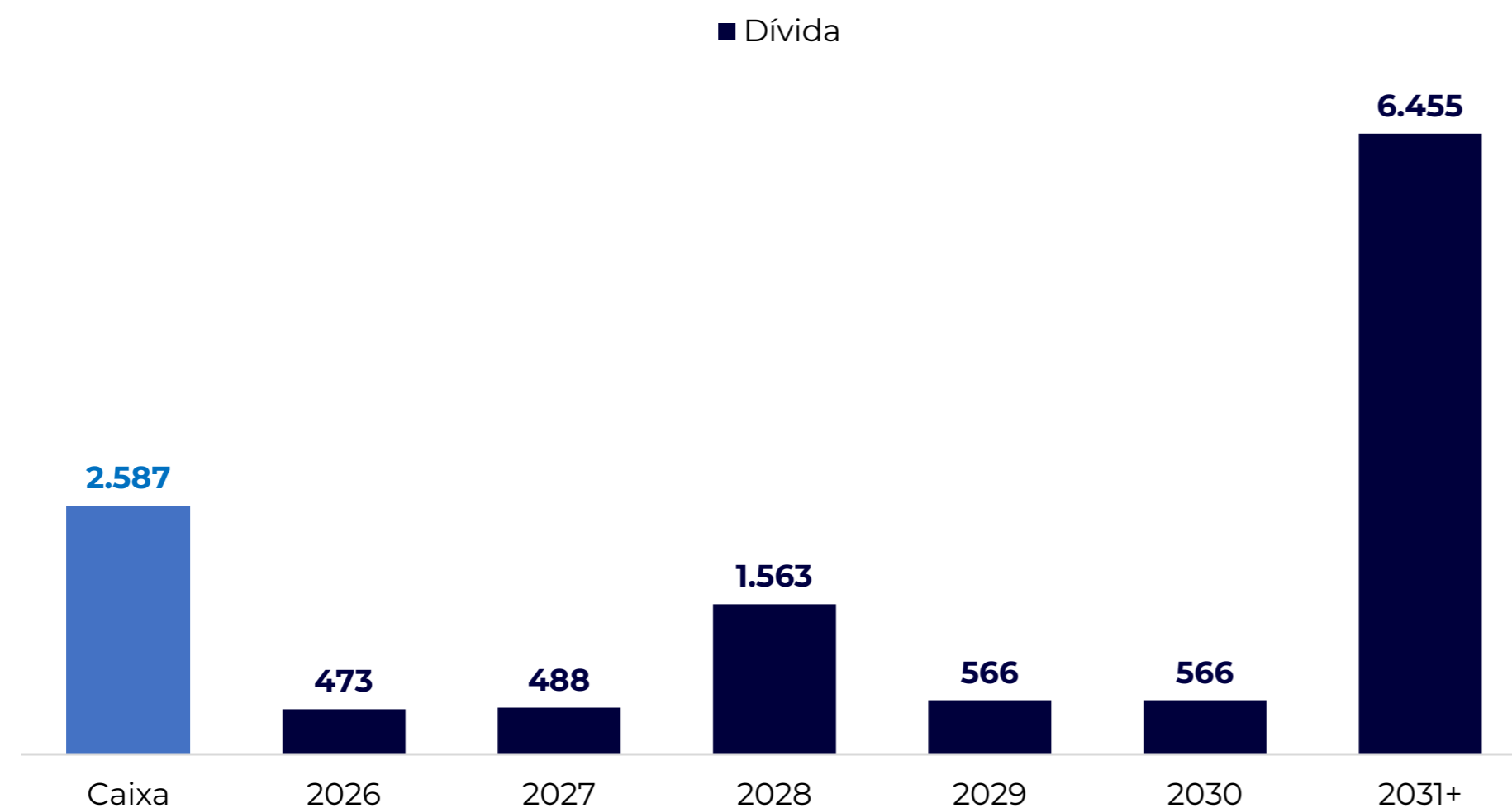
Destaques 2025. Para o curto prazo, há perspectiva neutra para a companhia, refletindo a possibilidade de um leve recuo de 0,6% a/a na safra brasileira de grãos em 2026, pressionada principalmente pela retração na produção de milho (-5,3% a/a), parcialmente compensada pelo crescimento da soja (+4,3% a/a). Avanço das discussões para a renovação da Ferrovia Centro-Atlântica (FCA), com o processo atualmente em análise pela ANTT, com a conclusão do processo prevista para o final do primeiro semestre.

Nossa Visão. Risco baixo, justificado por níveis de alavancagem conservadores e por uma geração de caixa operacional com crescimento consistente nos últimos anos. Além disso, possui sólida posição de liquidez e a capacidade de suporte de acionistas relevantes reforçam o perfil de crédito. Por outro lado, entendemos ser relevante acompanhar a evolução do processo de renovação da concessão da FCA – ainda que o risco de não renovação seja baixo –, bem como o impacto sobre alavancagem decorrente do incremento relevante dos investimentos a serem contratados com a renovação. Além disso, estimamos aumento marginal da alavancagem em 2026, não influenciando na tese de crédito.

Acionistas. Vale (29,6%), Brookfield (36,5%), Mitsui & Co (10,0%), FI-FGTS (15,9%) e BNDES Par (8,0%).

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

Cronograma de Amortização (R\$ milhões)



Fonte: VLI, Rumo e Safra.

Pontos Fortes de Crédito

- Alavancagem moderada;
- Integração entre modais ferroviário e portuário;
- Baixa concorrência.

Pontos de Atenção

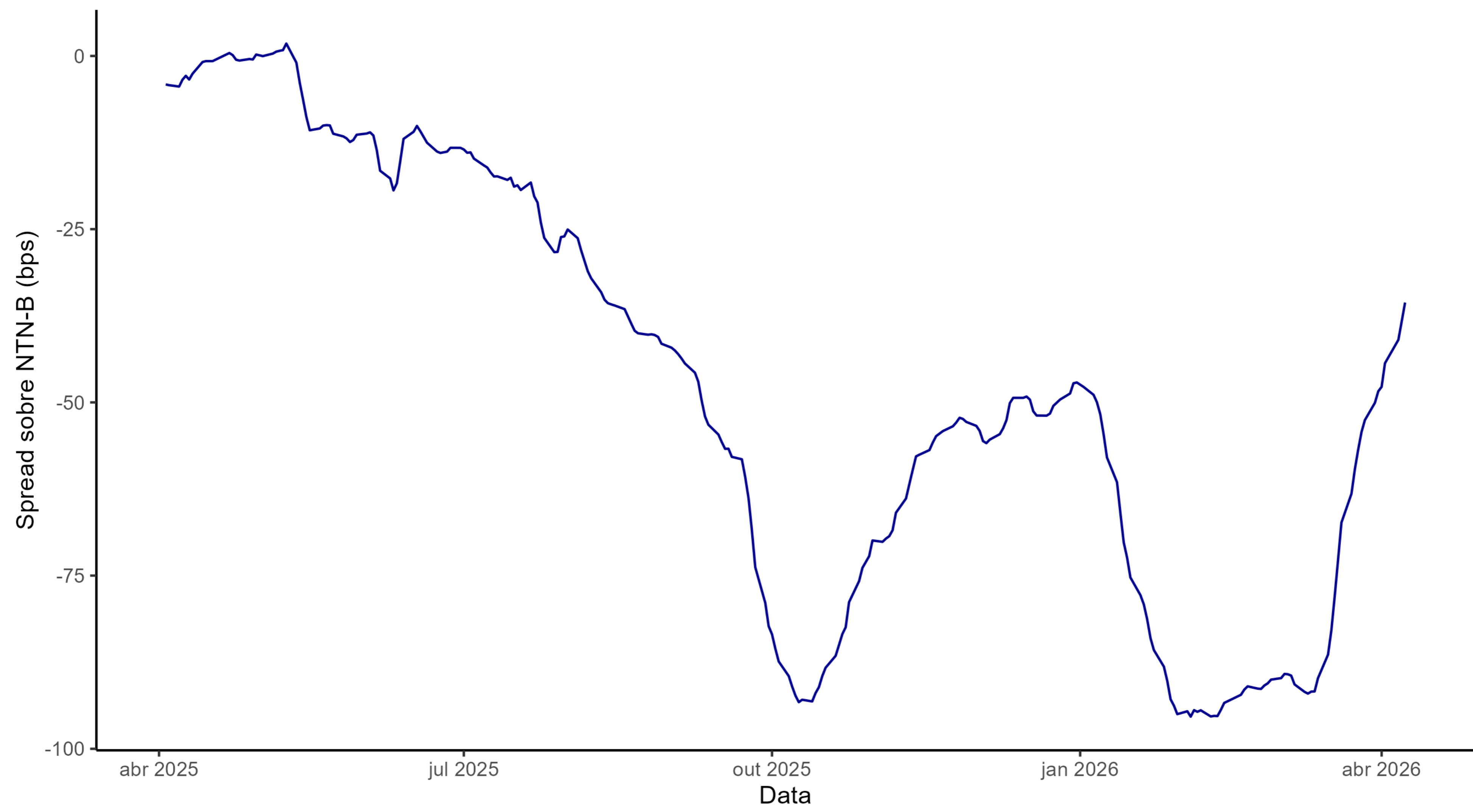
- Exposição ao agronegócio;
- Renovação da concessão da FCA e aumento do volume de investimentos.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	Rumo 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	7.645	9.119	9.822	9.953	13.848
Margem Bruta	18,8%	31,5%	35,7%	33,5%	45,4%
EBITDA (R\$ Mi)	3.354	4.565	4.989	5.261	8.021
Margem EBITDA	43,9%	50,1%	50,8%	52,9%	57,9%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	-2.071	131	1.329	1.399	2.093
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	6.947	6.330	6.469	7.442	15.522
Dívida Bruta/PL	1,6	1,5	1,4	1,3	1,6
Dívida Líquida/EBITDA	2,1	1,4	1,3	1,4	1,9
Ativo CP/ Passivo CP	0,9	0,9	1,1	1,3	1,6
Caixa/Dívida CP	1,5	1,4	2,2	5,7	8,8
Fluxo de Caixa					
FCO	3.669	4.888	5.124	4.627	2.093
FCI	-2.000	-2.293	-3.541	-3.405	-6.098
FCF	-1.899	-2.167	-1.198	-1.959	-2.032
Δ Caixa	-230	428	386	-737	-6.037



Curva de *Spread* – Marcação de preço Anbima VLIM13 – 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.

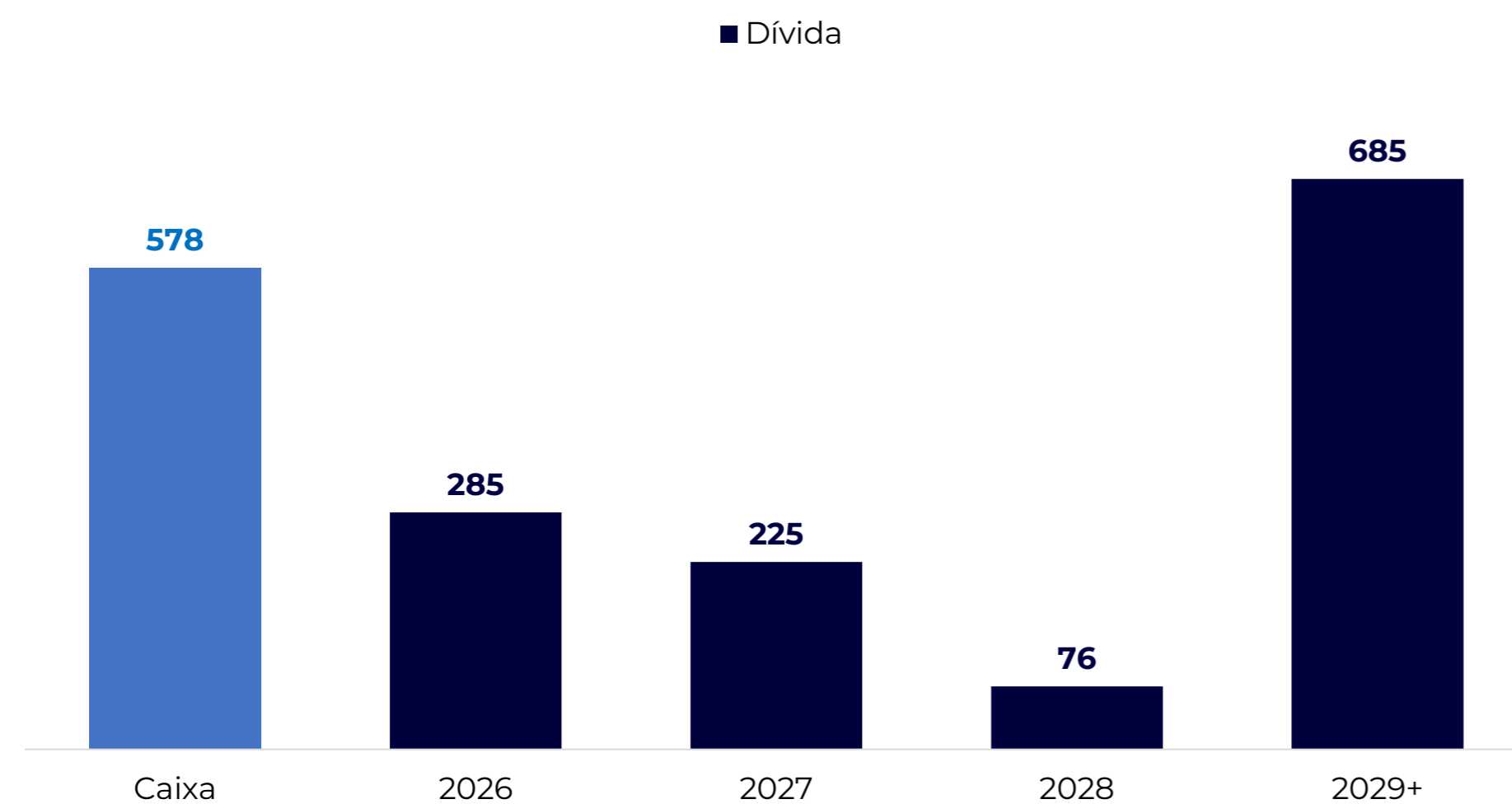
Destaques 2025. Receita operacional líquida (+14,8% a/a) foi sustentada por vendas comparáveis sólidas (BK +5,3% a/a, Popeyes +19,7% a/a, Starbucks +15,6% a/a e Subway +21,4% a/a), maior penetração dos canais digitais (de 54,9% no ano) e crescimento de serviços, especialmente na operação Subway. A margem bruta permaneceu estável, favorecida por gestão de preços que mitigou pressões inflacionárias (proteínas) e diluição de CMV (34,9% da receita, -18 bps).

Nossa Visão. A integração das marcas Subway e Starbucks tem gerado desempenho operacional consistente, enquanto o modelo de rede franqueada tem mitigado os custos de abertura e manutenção. Historicamente, a companhia possui alavancagem moderada (1,5x no 4T25), historicamente abaixo de 2,5x, mas seu processo continuado de expansão pode afetar a estrutura de capital. Sua operação está exposta aos preços de produtos como carne, café e açúcar e, da perspectiva da demanda, à ciclicidade do varejo alimentar.

Acionistas. Mubadala (85,5%), Outros (14,5%)

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

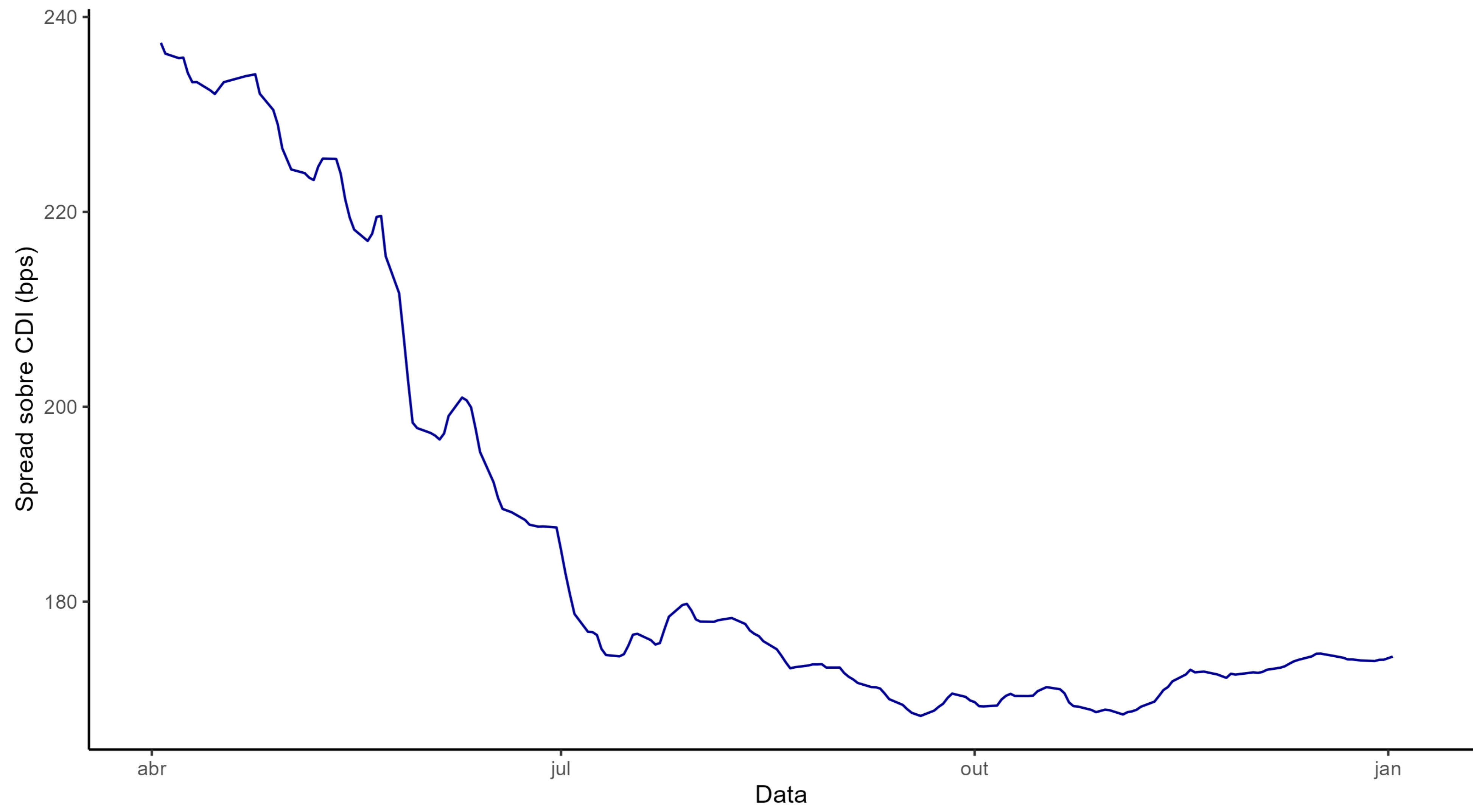
- Integração e expansão das marcas Starbucks e Subway;
- Estrutura de custos exposta ao preço de proteína animal, café e açúcar;
- Ciclicidade da demanda no varejo alimentar, que está associado ao desempenho econômico e renda da população.

Indicadores Financeiros (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	IMC 2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	3.645	3.842	4.556	5.232	1.730
Margem Bruta	64,4%	66,5%	64,9%	65,1%	33,2%
EBITDA (R\$ Mi)	573	588	596	741	107
Margem EBITDA	15,7%	15,3%	13,1%	14,2%	6,2%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	-56	-98	-191	-107	-149
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	494	680	552	679	241
Dívida Bruta/PL	0,7	0,8	0,8	0,8	0,5
Dívida Líquida/EBITDA	1,5	2,0	1,6	1,5	2,5
Ativo CP/ Passivo CP	1,1	0,7	1,2	0,9	1,0
Caixa/Dívida CP	3,5	0,8	3,1	2,0	0,8
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	435	357	313	450	70
FCI	-356	-376	-412	-348	111
FCF	-60	-114	344	-306	-225
Δ Caixa	19	-133	245	-203	-45



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



Fonte: Anbima e Safr

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.