

TMT

LWSA

Melhora dos fundamentos justifica visão mais positiva – atualização para Compra

Elevamos a recomendação de LWSA de Neutra para Compra, com um preço-alvo de BRL 6 (vs. BRL 4,5), depois de incorporarmos os resultados do 4T25 e novas premissas macroeconômicas e excluir os ativos alienados (Squid, Nextios) de nossas estimativas. A um VF/EBITDA de 4,8x e rendimento de FCL de cerca de 11% em 2025 (aprox. 9% em nossa estimativa para 2026, refletindo a normalização do capital de giro), o mercado parece ver o “copo meio cheio”, sem crescimento adicional e risco elevado. A recuperação deve ser sustentada por expansão das margens, aumento no FCL de BRL 33 mi para BRL 225 mi em 12 meses e crescimento de dois dígitos no segmento Commerce apesar do cenário macro difícil. Nossa avaliação pela soma das partes confirma que há potencial de valorização mesmo sob premissas pessimistas, e acreditamos que o risco da IA se limite ao segmento BeOnline (cerca de 14% do valor de mercado), com um estresse de receita de -10% impactando nosso preço-alvo em menos de 5%. O atual ciclo de cortes de juros aumenta o potencial de valorização, já que LWSA é uma tese de longo prazo. O mercado parece avaliar a LWSA como em 2022. Acreditamos que esteja na hora de precificá-la pelo que já se tornou.

Expansão sequencial da margem EBITDA. A LWSA registrou oito trimestres consecutivos de expansão da margem EBITDA, de cerca de 19% no 1T24 para quase 25% no 4T25, impulsionada pelo ganho de escala do segmento Commerce (margens de 12,9% em 2022 para 20,9% em 2025), disciplina rigorosa de custos e alienação de ativos não essenciais. Há um debate justo sobre esse ritmo ser sustentável ou estar se aproximando de um teto, mas a direção tem sido consistente. A trajetória do FCL corrobora isso aumentando de BRL 33 mi para BRL 225 mi nos últimos 12 meses. Em um ambiente de crescimento normalizado da receita de 10%–12%, vemos um caminho para margens consolidadas de 24%–25% em 2026, o que implica em crescimento contínuo da geração de caixa acima do crescimento da receita.

Caixa é o que importa: rendimento atrativo do FCL. A geração de caixa da LWSA atingiu um ponto de inflexão que o mercado parece não refletir totalmente. O FCL (depois dos investimentos) dos últimos 12 meses passou de BRL 33 mi no 4T24 para BRL 225 mi no 4T25, um aumento de quase 7x em 12 meses, à medida que pagamentos contingentes se reduziam e a alavancagem operacional se traduzia em geração de caixa. Aos níveis atuais, a companhia negocia a um rendimento de FCL de cerca de 11% em 2025, com nossa estimativa para 2026 em cerca de 9% refletindo a normalização temporária do capital de giro antes de retornar a dois dígitos em 2027.

Avaliação. Nosso preço-alvo derivado fluxo de caixa descontado de BRL 6,0 implica potencial de valorização cerca de 45%. Usamos um custo médio ponderado de capital de 16,6% (inalterado) e crescimento de FCL na perpetuidade de 7,0%. Também apresentamos uma checagem cruzada por soma das partes, que resulta em um intervalo de BRL 4,2 a BRL 7,1 por ação entre os cenários de baixa e alta, considerando três cenários, e sustenta nossa visão positiva para o nome. Em uma análise de múltiplos, ao preço-alvo, a ação negociaria a 7,4x VF/EBITDA e 15,7x P/L ajustado em 2026, ainda a um desconto em relação a pares de software domésticos e globais.

Riscos negativos: (i) deterioração macroeconômica no Brasil, onde a alta dos juros e a desaceleração do crescimento do PIB podem pressionar os gastos com tecnologia das PMEs e comprimir o valor bruto de mercadorias de lojistas; (ii) concorrência de empresas de SaaS verticais e participantes internacionais; (iii) falta de visibilidade no segmento BeOnline/SaaS desde a reestruturação de 2021; (iv) disrupção da IA, especialmente no segmento BeOnline/SaaS, onde alternativas nativas de IA podem acelerar a queda da receita além do nosso cenário-base; e (v) execução.

Silvio Doria

+55 11 3175 7929

silvio.v@safr.com.br
Guilherme Bellizzi Motta, CFA

+55 21 99989 1133

guilherme.bellizzi@safr.com.br

LWSA

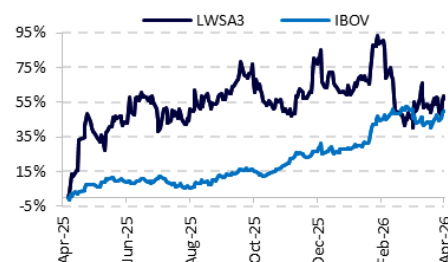
Recomendação	Compra
Preço local	BRL 4,2
Preço-alvo	BRL 6,0
Potencial de valorização	45%

Múltiplos	25A	26E	27E
VF/EBITDA	4,5x	4,8x	3,9x
P/L	12,3x	10,9x	11,6x

Dados de mercado

Valor de mercado	BRL 2,175 bi
Mínima-máxima em 52 semanas	BRL 2,6 / 6,0
Volume médio de negociação diário (3m)	BRL 22 mi
Ações em circulação	524 mi
Free float	51%
Desempenho em 12m	54,83%
Desempenho no ano	-6,23%

LWSA3 vs. Ibovespa



Fonte: Bloomberg e Safr.

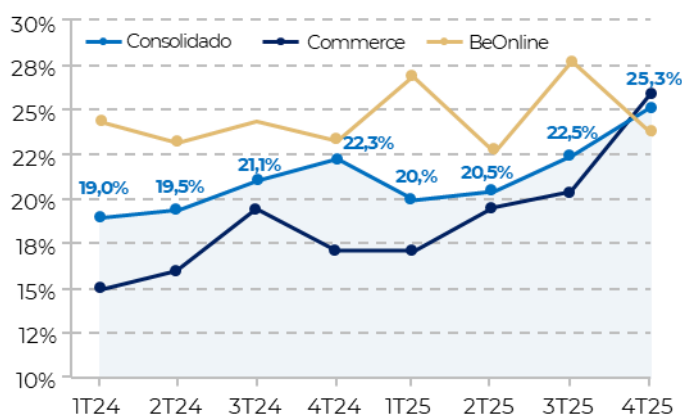
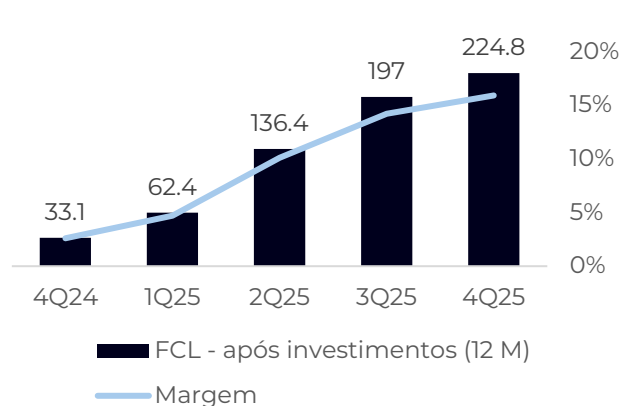
Tese de investimento

Estamos elevando nossa recomendação para LWSA (Locaweb) de Neutra para Compra, com um novo preço-alvo de BRL 6,00 (vs. BRL 4,50). A companhia passou por compressão de múltiplos nos últimos anos, à medida que o mercado reposicionou a companhia de uma tese de alto crescimento impulsionada por fusões e aquisições para uma história de menor crescimento, focada na integração pós-aquisições. Acreditamos que essa situação não reflita plenamente a tese de investimento.

Nossa visão positiva para a companhia baseia-se nos seguintes fatores: (i) inflexão na alavancagem operacional, com expansão sequencial das margens de EBITDA por oito trimestres consecutivos, à medida que sinergias de vendas cruzadas a partir dos ativos adquiridos (Melhor Envio, Vindi, Bling) se materializam e as camadas redundantes de custo são eliminadas; (ii) um perfil de FCL estruturalmente mais saudável, agora que as obrigações de pagamentos contingentes foram em grande parte liquidadas (saldo remanescente de BRL 18 mi no 4T25 vs. BRL 575 mi no pico), eliminando a lacuna que existia anteriormente entre a lucratividade reportada e a geração real de caixa; e (iii) uma narrativa de consolidação do ecossistema (hospedagem, varejo, pagamentos, logística e ERP sob uma única plataforma) que se torna progressivamente mais difícil de replicar, especialmente considerando que a trajetória de digitalização das PMEs no Brasil ainda é longa.

Aos níveis atuais, o mercado parece precificar a LWSA como se a expansão das margens tivesse atingido o pico e o crescimento estivesse estruturalmente estagnado. Acreditamos que essa leitura seja excessivamente negativa, já que o risco de queda é sustentado por um rendimento de FCL de dois dígitos e por uma composição de receita que combina assinaturas da plataforma com soluções transacionais para o comércio, enquanto o potencial de alta é impulsionado pela continuidade da expansão das margens, pelo aumento da monetização sobre o valor bruto de mercadorias e o volume total de pagamentos, além da opcionalidade associada à incorporação de funcionalidades de IA, que elevam as taxas de sucesso dos lojistas e reduzem a taxa de cancelamento. A ação está sendo avaliada com base no que a LWSA foi — uma tese impulsionada por fusões e aquisições com pagamentos contingentes dilutivos —, e não no que está se tornando: um ecossistema autossustentável, gerador de caixa e com posição dominante no comércio de PMEs no Brasil.

Expansão sequencial da margem EBITDA. A LWSA registrou oito trimestres consecutivos de expansão da margem EBITDA ajustada, de 19,0% no 1T24 para 25,3% no 4T25, um aumento de 630 p.b. sem reversões. Reconhecemos que o mercado tem motivos válidos para permanecer cauteloso, dado o histórico da companhia de promessas excessivamente otimistas durante o ciclo de fusões e aquisições após o IPO. Ainda assim, a consistência da trajetória da margem ao longo de dois anos completos está se tornando difícil de descartar como ruído. Em nossa visão, três fatores explicam essa tendência: **(i)** o segmento Commerce, que agora representa 72% da receita consolidada com BRL 1,073 bi (+13,0% a/a), está crescendo com alavancagem operacional natural. As margens EBITDA ajustadas do segmento Commerce se recuperaram após atingir a mínima de 12,9% no ano fiscal de 2022 (o pico da dificuldade pós-integração de fusões e aquisições) para 20,9% no ano fiscal de 2025. A evolução trimestral tem sido estável: 22,5% no 3T25 e 25,9% no 4T25. É justo discutir se esse ritmo de melhoria é sustentável ou se aproxima de um teto, mas a direção tem sido inquestionável. **(ii)** A BeOnline/SaaS opera como um segmento maduro de margem elevada, com margem EBITDA ajustada de 25,3%. Em geral, a receita tem permanecido estável ou em queda leve (BRL 415 mi, -1,1% a/a), e modelamos uma contração baixa de um dígito daqui para a frente. O segmento ainda contribui com cerca de BRL 105 mi para o EBITDA ajustado anual com investimento incremental limitado, mas se a queda na receita acelerar, o segmento de Commerce precisará compensar essa desaceleração. **(iii)** O esforço de simplificação corporativa (alienação de Squid, Nextios e outros ativos não essenciais) eliminou o impacto negativo sobre as margens, embora alguns desses ganhos sejam não recorrentes por natureza.

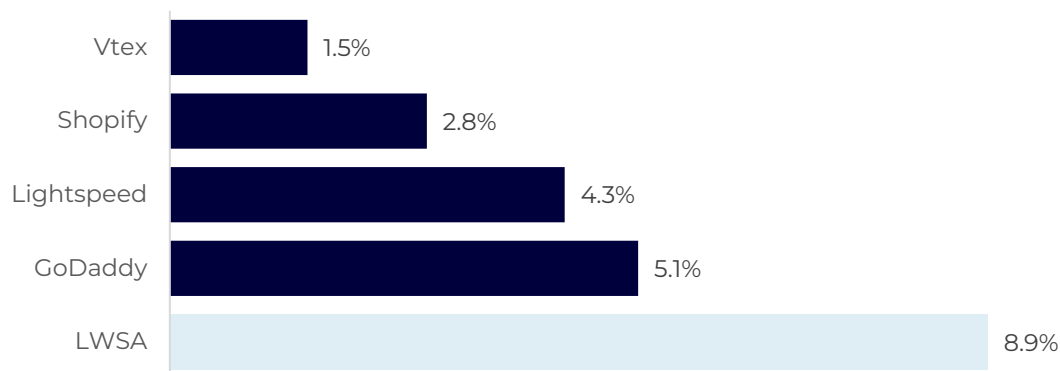
Figura 1 – Evolução do EBITDA**Figura 2 – Geração de caixa nos últimos 12 meses**

Fonte: Safrá e companhia.

A expansão da margem agora está se convertendo em geração efetiva de caixa, o que consideramos o dado mais confiável da tese. O FCL dos últimos 12 meses depois dos investimentos passou de BRL 33,1 mi no 4T24 (margem de FCL de 2,6%) para BRL 62,4 mi no 1T25 (4,7%), BRL 136,4 mi no 2T25 (10,1%), BRL 197,0 mi no 3T25 (14,3%) e BRL 224,8 mi no 4T25 (15,9%). Isso representa um aumento de quase 7 vezes na geração de caixa em 12 meses, com aumento sequencial na margem do FCL a cada trimestre. Diferentemente do lucro ajustado, que pode ser influenciado por itens não caixa e exclusões pontuais, o fluxo de caixa livre é mais difícil de ser “gerenciado”, e a trajetória aqui é consistente com a dinâmica do EBITDA, em vez de contradizê-la. A melhora reflete tanto a alavancagem operacional no resultado quanto a normalização do perfil de geração de caixa, à medida que os pagamentos contingentes diminuem e o capital de giro se estabiliza.

Olhando à frente, vemos um caminho plausível para margens de EBITDA ajustado consolidadas de 24%–26% na base anual em 2026, desde que a unidade de Commerce continue ganhando escala (com crescimento de ~7% na base de assinantes e avanço de cerca de 13% na receita média por usuário) e a penetração de vendas cruzadas em pagamentos (volume total de pagamentos +20,8% a/a) e logística aumente. A administração sinalizou que o ciclo de fusões e aquisições se encerrou, com o foco agora voltado à monetização da base de ativos existente. Vale notar que nosso modelo já incorpora uma desaceleração no crescimento do segmento de Commerce, de cerca de 13% em 2025 para próximo de 8% em 2026E e quase 13% em 2027E, à medida que os efeitos da unificação da estratégia comercial e dos reajustes de preço são gradualmente absorvidos. Vemos essa trajetória como realista e destacamos que o risco é relativamente simétrico: o potencial de alta proveniente da monetização de serviços financeiros (ainda em fase piloto) não está incorporado em nossas estimativas, assim como também não consideramos uma eventual desaceleração do valor bruto de mercadorias induzida pelo cenário macro. A ação parece estar precificada para uma estagnação, enquanto os dados operacionais têm apontado cada vez mais em outra direção.

Caixa é o que importa: rendimento atrativo do FCL. A geração de caixa da LWSA apresentou uma inflexão que o mercado parece não refletir totalmente. O fluxo de caixa livre dos últimos 12 meses depois dos investimentos passou de BRL 33 mi no 4T24 para BRL 225 mi no 4T25, um aumento de quase 7 vezes em 12 meses, à medida que as obrigações de pagamentos contingentes se reduzem e a alavancagem operacional passou a se refletir em caixa. Aos níveis atuais, a companhia negocia a um rendimento de fluxo de caixa livre de aproximadamente 9% (11% em 2025). Em um ambiente de taxa Selic em 15%, são esperados rendimentos elevados para ações, especialmente para uma empresa com uma tese de longo prazo como a LWSA. Dito isso, acreditamos que o nível atual superestima o risco embutido no negócio, dado que (i) o FCL passou de BRL 33 mi para BRL 225 mi sem sinais de reversão; e (ii) a companhia possui BRL 343 mi em caixa líquido, sem dívida financeira, o que limita o risco de queda. Ao contrário do lucro ajustado, que pode ser influenciado por itens não caixa e exclusões pontuais, o fluxo de caixa livre é mais difícil de ser “gerenciado” — e a trajetória aqui é consistente com a dinâmica do EBITDA, em vez de contradizê-la. Também vale notar que a redução dos pagamentos contingentes já ficou para trás (saldo restante de BRL 18 mi no 4T25 ante BRL 575 mi no pico), o que significa que o FCL que a companhia gera hoje é limpo e recorrente, não inflado por dinâmicas pontuais.

Figura 3 – Rendimento do FCL em 2026 vs. pares selecionados (%)

Fonte: Safra e Bloomberg

Preocupações macroeconômicas se transformam em oportunidades. Em nossa última atualização, uma de nossas preocupações era a de que o contexto macroeconômico difícil (juros altos, baixa confiança do consumidor) pudesse afetar negativamente as receitas da LWSA, já que parte dela está atrelada ao fluxo do valor bruto de mercadorias gerado na plataforma. Essa era uma preocupação justa na época – e ainda é.

No entanto, o que vimos desde então é que a companhia conseguiu acelerar o crescimento do segmento de Commerce para 13% em 2025 e expandir o valor bruto de mercadorias em 14%, mesmo nesse contexto difícil. A dinâmica competitiva no comércio eletrônico também favoreceu a LWSA (a proliferação de marketplaces como Shopee, Shein, TikTok Shop e Temu tornou mais difícil para comerciantes gerenciarem múltiplos canais sozinhos, exatamente o problema que Bling e Tray resolvem). Portanto, o que deveria ser um desafio acabou reforçando a proposta de valor.

Concordamos que o atual cenário macroeconômico difícil ainda é uma preocupação e não o estamos desprezado. Mas a companhia já mostrou que consegue crescer mesmo nesse ambiente. E se os juros começarem a cair, isso poderia abrir uma camada adicional de potencial de valorização. No lado operacional, juros mais baixos favorecem o consumo e os volumes de varejo eletrônico, especialmente em categorias offline pouco penetradas, onde os pequenos e médios comerciantes da LWSA estão concentrados. Em termos de avaliação, a LWSA é uma tese de longo prazo (cerca de 51% do valor da companhia advém do valor em perpetuidade), de modo que ela tende a ser mais sensível a movimentos nos juros do que a média das empresas sob nossa cobertura. Para contextualizar, um movimento de 100 p.b. no custo médio ponderado de capital faz nosso preço-alvo oscilar em aproximadamente BRL 1,0.

Avaliação e estimativas

Nosso preço-alvo revisado de BRL 6,0 derivado do FCD implica um potencial de valorização de cerca de 45% em relação ao preço atual da ação. Calculamos nosso preço-alvo usando um modelo de crescimento de FCD em duas fases. Na primeira (2026–2030), estimamos um crescimento de dois dígitos na receita, com crescimento anual composto de cerca de 8%, impulsionado pelo aumento da escala do segmento de Commerce entre 13% e 14% a/a, enquanto a BeOnline permanece amplamente estável. Na segunda fase (2031–2035), temos como premissa um crescimento anual composto de aproximadamente 7%, refletindo uma base de receita mais madura. Em termos de margem, esperamos crescimento nas margens EBITDA ajustadas de 22% no ano fiscal de 2025 para 26% em 2027, à medida que a alavancagem operacional do segmento de Commerce continuar se intensificando e o esforço de simplificação da carteira gerar ganhos adicionais de eficiência. Estamos descontando nossas projeções usando um custo médio ponderado de capital de 16,6% em termos nominais em BRL, refletindo um custo de capital próprio de 17,7% (taxa livre de risco de 4,3%, prêmio de risco de mercado de 5,8%, beta de 1,5%, risco-país de 2,7% e diferencial de inflação de 2,0%), com uma relação dívida/capital alvo de 15%.

Figura 7 – Fluxo de caixa descontado

Soma do VPL dos fluxos de caixa futuros	1.370
Valor presente do valor terminal	1.433
Valor da firma	2.803
Mais: Caixa e equivalentes de caixa (4T25)	465
Menos: Dívida bruta e obrigações (4T25)	121
Valor justo do patrimônio líquido	3.146
Valor terminal como % do total	51%
Custo médio ponderado de capital	16,6%
Preço-alvo em 12 meses	6,0
Preço atual	4,2
Potencial de valorização	44,7%
Ações em circulação (mi)	524

Figura 8 – Premissas para a taxa de desconto

Cálculo do custo médio ponderado de capital	
Custo do capital próprio (Ke) (BRL)	17,7%
Taxa livre de risco	4,3%
Prêmio de risco de mercado (ações)	5,8%
Beta	1,5
Risco-país	2,7%
Diferencial de inflação	2,0%
Custo da dívida (Kd)	10,1%
Benefício fiscal	34,0%
Dívida / capital total (alvo)	15,0%
Custo médio ponderado de capital	16,6%
Dados do valor terminal	
Múltiplo VF/EBITDA implícito terminal	6,0x
Taxa de crescimento perpétuo do FCL	7,0%

Fonte: Safrá.

Checagem cruzada por soma das partes

Para complementar nossa análise pelo fluxo de caixa descontado, realizamos uma análise pela soma das partes para testar se a avaliação implícita é consistente com a forma como o mercado precifica ativos comparáveis. Nossa avaliação pela soma das partes separa a LWSA em dois segmentos operacionais (Commerce e BeOnline/SaaS) mais caixa líquido, e aplica múltiplos VF/EBITDA a cada um com base no perfil de crescimento, estrutura de margens e referências de pares.

- Para **Commerce**, aplicamos múltiplos diferentes ao EBITDA ajustado de 2026E de BRL 276 mi, pois este é um segmento de crescimento em que os lucros futuros refletem melhor a trajetória. No nosso cenário-base (8x VF/EBITDA), usamos um múltiplo que reflete o modelo híbrido de receita do segmento de Commerce — cerca de 50% da receita do segmento advém de assinaturas (plataforma e ERP) e 50%, do ecossistema (pagamentos, logística e taxas cobradas de marketplaces), o que posiciona seu múltiplo entre aquele de pares SaaS (entre 10x–12x) e o de facilitadores de pagamento/transação (entre 4x–6x). O cenário pessimista (6x) pressupõe desaceleração do crescimento e pressão macroeconômica sobre o componente transacional, avaliando efetivamente o segmento de Commerce como um facilitador sem crescimento. O caso de otimista (10x) pressupõe crescimento sustentado de dois dígitos e os primeiros sinais de tração em serviços financeiros, reduzindo parte do desconto em relação aos pares de SaaS puros.
- Para **BeOnline/SaaS**, assumimos BRL 412 mil de receita líquida (1% abaixo do nível de 2025) e margem EBITDA de cerca de 25%. Nossa faixa de 2,0x–6,0x (base: 4,0x) reflete um negócio maduro e de alta margem (margem EBITDA de 25%), com necessidades limitadas de reinvestimento, mas sem catalisador de crescimento orgânico.

Nossa avaliação pela soma das partes indica uma faixa de preço entre BRL 4,2 e BRL 7,1 por ação, do cenário pessimista ao otimista, englobando nosso preço-alvo de BRL 6,0 estimado pelo método do fluxo de caixa descontado. Consideramos esse exercício de verificação bastante informativo por três razões. Primeiro, o resultado de nossa avaliação pelo FCD está mais próximo do cenário pessimista da avaliação pela soma das partes do que do caso-base,

o que confirma que nosso custo médio ponderado de capital de 16,6% já incorpora um cenário conservador em relação à forma como o mercado precifica ativos comparáveis. Segundo, nosso cenário pessimista (6x para Commerce, 2x para BeOnline) resulta em BRL 4,21 por ação, essencialmente em linha com os níveis atuais de negociação. Em outras palavras, o mercado já precifica o cenário pessimista — múltiplos punitivos, nenhum crédito de crescimento para Commerce e queda na BeOnline. Acreditamos que essa leitura seja excessivamente pessimista, considerando oito trimestres consecutivos de expansão de margens e a inflexão do fluxo de caixa livre para BRL 225 mi. Nosso caso-base (8x para Commerce, 4x para BeOnline) implica potencial de valorização de cerca de 36%, mais próximo do que consideramos ser o valor justo do negócio. Por fim, nenhum dos nossos cenários atribui valor explícito ao pipeline de serviços financeiros (conta digital Bling Conta, produtos de crédito contextualizado) nem à oferta Locaweb Cloud, ambos ainda em fase piloto ou de lançamento inicial. Caso qualquer um desses vetores ganhe tração, uma reprecificação poderia ocorrer adicionalmente à nossa faixa estimada pela soma das partes.

Figura 9 – Cenários de avaliação pela soma das partes (BRL mi)

	Baixa	Base	Alta
Múltiplo da Commerce (x)	6,0x	8,0x	10,0x
VF implícito da Commerce (mi)	1.655	2.206	2.758
Múltiplo do BeOnline (x)	2,0x	4,0x	6,0x
VF implícito da BeOnline (mi)	209	419	628
Caixa líquido (mi)	343	343	343
Valor do capital próprio (BRL mi)	2.208	2.969	3.730
Por ação (BRL)	4,2	5,7	7,1
Potencial de valorização vs. preço local	2%	36%	71%
VF/EBITDA implícito 2026E (x)	4,9x	6,9x	8,9x

Fonte: Safrá.

Principais mudanças em nossas estimativas. Ajustamos nossas estimativas após incorporar os resultados do 4T25 e atualizar as premissas futuras. No geral, reduzimos nossas estimativas de receita em 7% para 2026 e 8% para 2027. A principal razão é uma recomposição mais limpa da nossa composição histórica, já que agora excluimos Squid e Nextios dos números anteriores, o que reduz a base de comparação em relação às as projeções anteriores. Além disso, incorporamos um ritmo mais moderado no segmento de Commerce e uma trajetória um pouco mais suave para a BeOnline, embora a carteira subjacente ainda aponte para uma composição mais saudável e mais recorrente da receita.

Abaixo da linha de receita, a leitura é mais construtiva. A execução de margem na Commerce, a disciplina de custos e a simplificação da carteira continuam compensando parcialmente a base de receita mais baixa, mantendo as revisões de EBITDA ajustado relativamente contidas: agora projetamos BRL 330 mi em 2025, BRL 380 mi em 2026 e BRL 441 mi em 2027. Isso se traduz em margens de EBITDA ajustado de 24,3% em 2026 e 25,5% em 2027, e lucro líquido ajustado de BRL 200 mi e BRL 217 mi, respectivamente. Nossas estimativas estão amplamente alinhadas com o consenso para receitas estimadas para 2026 e ligeiramente abaixo das projeções para 2027 (-2,2%), mas acima do consenso para o EBITDA.

Figura 10 – Estimativas atuais vs. anteriores

BRL mi	2026E			2027E		
	Anterior	Atual	Δ	Anterior	Atual	Δ
Demonstração do resultado						
Receita	1.691	1.565	-7,4%	1.887	1.726	-8,5%
Custo de serviço	(867)	(792)	-8,6%	(954)	(847)	-11,2%
Lucro bruto	823	773	-6,1%	934	879	-5,8%
Despesas operacionais (ex D&A)	(593)	(564)	-4,8%	(657)	(613)	-6,7%
Despesas de vendas	(305)	(304)	-0,3%	(337)	(289)	-14,4%
Gerais e administrativas	(282)	(262)	-7,1%	(313)	(326)	4,1%
Outras receitas/despesas	(6)	2	-130,0%	(7)	2	-124,0%
EBIT	231	209	-9,4%	276	266	-3,8%
D&A	135	148	9,3%	132	147	11,4%
EBITDA	366	357	-2,5%	408	413	1,1%
EBITDA ajustado	382	381	-0,3%	424	441	3,8%
Resultado financeiro	(34)	(28)	-16,9%	(25)	(45)	80,9%
Lucro antes dos impostos	197	181	-8,1%	252	221	-12,1%
Imposto de renda	(60)	(28)	-54,1%	(76)	(43)	-44,0%
Lucro líquido	137	154	12,0%	175	178	1,8%
Lucro líquido ajustado	175	200	14,6%	213	217	1,8%
Margem						
Margem EBITDA	21,6%	22,8%	1,1 pp	21,6%	23,9%	2,3 pp
Margem EBITDA ajustada	22,6%	24,3%	1,7 pp	22,5%	25,5%	3,0 pp
Margem líquida	8,1%	9,8%	1,7 pp	9,3%	10,3%	1,0 pp
Margem líquida ajustada	10,3%	12,8%	2,5 pp	11,3%	12,6%	1,3 pp
vs. consenso						
	2026E			2027E		
	Consenso	Safra	Δ	Consenso	Safra	Δ
Receita	1.571	1.565	-0,3%	1.746	1.726	-1,1%
EBITDA ajustado	372	381	2,3%	437	441	0,8%
Lucro líquido	159	154	-3,4%	188	178	-5,1%
Lucro líquido ajustado	206	200	-2,7%	222	217	-2,2%

Fonte: Safra.

Figura 11 – Demonstração de resultados

BRL mi	2025A	2026E	2027E	2028E	25 a/a	26 a/a	27 a/a	28 a/a
Demonstração do resultado								
Receita	1.489	1.565	1.726	1.879	8,8%	5,2%	10,3%	8,8%
Custo de serviço	(769)	(792)	(847)	(889)	7,6%	3,0%	6,9%	4,9%
Lucro bruto	719	773	879	990	10,1%	7,5%	13,7%	12,6%
Despesas operacionais (ex D&A)	(996)	(564)	(613)	(664)	84,0%	-43,3%	8,7%	8,2%
Despesas de vendas	(302)	(304)	(289)	(298)	3,3%	0,6%	-5,0%	3,3%
Gerais e administrativas	(276)	(262)	(326)	(367)	7,4%	-5,2%	24,5%	12,4%
Outras receitas/despesas	(417)	2	2	2	n.m.	n.m.	-7,4%	-7,1%
EBIT	(277)	209	266	327	n.m.	n.m.	27,3%	22,8%
D&A	142	148	147	148	8,9%	4,0%	-0,4%	0,4%
EBITDA	(135)	357	413	474	n.m.	n.m.	15,8%	14,9%
EBITDA ajustado	330	381	441	502	16,5%	15,4%	15,8%	13,9%
Resultado financeiro	(28)	(28)	(45)	(8)	-43,3%	0,4%	60,3%	-82,5%
Lucro antes dos impostos	(304)	181	221	319	n.m.	n.m.	22,2%	44,1%
Imposto de renda	79	(28)	(43)	(76)	n.m.	n.m.	55,8%	77,2%
Lucro líquido	(225)	154	178	243	n.m.	n.m.	16,2%	36,1%
Lucro líquido ajustado	205	200	217	292	36,6%	-2,0%	8,1%	34,8%
Margem								
Margem EBITDA	-9,0%	22,8%	23,9%	25,2%	-26,9 pp	31,8 pp	1,1 pp	1,3 pp
Margem EBITDA ajustada	22,2%	24,3%	25,5%	26,7%	1,5 pp	2,2 pp	1,2 pp	1,2 pp
Margem líquida	-15,1%	9,8%	10,3%	12,9%	-18,2 pp	25,0 pp	0,5 pp	2,6 pp
Margem líquida ajustada	13,7%	12,8%	12,6%	15,5%	2,8 pp	-0,9 pp	-0,3 pp	3,0 pp

Fonte: Safrá.

Nota: O EBITDA ajustado adiciona (i) amortização dos intangíveis decorrentes da alocação do preço de compra em aquisições, (ii) ajustes de valor justo de pagamentos contingentes, (iii) remuneração em opção de compra de ações e (iv) itens não recorrentes, incluindo o impairment de ativos alienados. No ano fiscal de 2025, a diferença entre o EBITDA reportado e o ajustado foi incomumente elevada (EBITDA reportado de -BRL 135 mi vs. EBITDA ajustado de BRL 330 mi), principalmente em função da despesa cerca de BRL 284 mi relacionada ao impairment associado à alienação da Squid. Essa diferença deve diminuir a partir de 2026, à medida que a amortização dos intangíveis decorrentes da alocação do preço de compra em aquisições diminuir e as obrigações com pagamentos contingentes forem liquidadas.

Figura 12 – Scorecard de Análise e Avaliação Safrá (SAVS)

Demonstração de resultados	2024A	2025A	2026E	2027E	Taxa de crescimento a/a	2024A	2025A	2026E	2027E
Be Online.	418	415	412	423	Receita	6,0%	8,7%	5,2%	10,3%
Commerce.	950	1.073	1.154	1.304	Commerce	8,5%	13,0%	7,5%	13,0%
Receita líquida	1.370	1.489	1.565	1.726	BeOnline / SaaS	0,2%	-0,7%	-0,9%	2,7%
Be Online	-261	-290	-287	-294	EBITDA	19,4%	n.m.	n.m.	15,8%
Commerce	-454	-480	-506	-553	Lucro bruto	5,2%	36,6%	-2,0%	8,1%
Custo dos serviços	-715	-769	-792	-847	EBITDA ajustado	25,7%	16,5%	15,4%	15,8%
Lucro bruto	655	719	773	879	Lucro líquido	n.m.	n.m.	n.m.	16,2%
Receitas (despesas) operacionais	-541	-996	-564	-613	Lucro líquido ajustado	5,2%	36,6%	-2,0%	8,1%
Be Online	84	-341	92	94	Retornos e margens	2024A	2025A	2026E	2027E
Commerce	159	207	264	319	Margem bruta	47,8%	48,3%	49,4%	50,9%
EBITDA	244	-135	357	413	Margem EBITDA	17,8%	-9,0%	22,8%	23,9%
EBITDA ajustado	283	330	381	441	Margem EBITDA ajustada	20,7%	22,2%	24,3%	25,5%
Resultado financeiro	-49	-28	-28	-45	Margem da Commerce	18,7%	20,9%	23,9%	25,5%
Lucro antes dos impostos	65	-304	181	221	Margem da BeOnline	24,8%	25,3%	25,4%	25,6%
Impostos	-23	79	-28	-43	Margem líquida	3,1%	-15,1%	9,8%	10,3%
Lucro líquido	42	-225	154	178	Margem líquida ajustada	10,9%	13,7%	12,8%	12,6%
Lucro líquido ajustado	150	205	200	217	ROIC	6,0%	-15,9%	13,1%	16,4%
Balanco patrimonial	2024A	2025A	2026E	2027E	Alavancagem	2024A	2025A	2026E	2027E
Caixa e equivalentes de caixa	544	465	425	555	Dívida líquida	-470	-389	-349	-480
Contas a receber	712	798	807	896	Dívida líquida (caixa) relacionada a earn-outs	-197	-343	-331	-476
Ativos imobilizados	81	76	75	74	Dívida líquida / EBITDA ajustado	-0,7x	-1,0x	-0,9x	-1,1x
Ativos intangíveis	2.293	1.849	1.855	1.872	Avaliação	2024A	2025A	2026E	2027E
Outros	381	451	449	483	VF/vendas ao preço-alvo				1,8x
Total de ativos	4.011	3.638	3.610	3.880	VF/EBITDA ao preço-alvo				7,4x
Fornecedores	40	41	46	47	P/lucro ajustado ao preço-alvo				15,7x
Empréstimos e financiamentos	0	0	0	0	VF/vendas	1,7x	1,0x	1,2x	1,0x
Valores a pagar a clientes	615	687	679	732	VF/EBITDA	8,2x	4,5x	4,8x	3,9x
Outros	610	442	415	428	P/lucro ajustado	16,8x	12,3x	10,9x	11,6x
Patrimônio líquido	2.746	2.468	2.470	2.674	Custo médio ponderado de capital				16,6%
Total do passivo	4.011	3.638	3.610	3.880	Crescimento na perpetuidade				7,0%

Fonte: Safrá.

Riscos negativos para nossa tese de investimento: (i) deterioração macroeconômica no Brasil, onde juros em elevação e a desaceleração do crescimento do PIB podem pressionar os gastos das PMEs em tecnologia, comprimir o valor bruto de mercadorias dos comerciantes e reduzir receitas transacionais, que estão se tornando uma parcela cada vez maior do mix consolidado; (ii) concorrência de companhias SaaS verticais e participantes internacionais, o que poderia limitar o poder de precificação, restringir a expansão da receita média por usuário e demandar custos de aquisição de clientes mais altos para defender a participação de mercado; (iii) falta de visibilidade sobre a reacceleração da receita da BeOnline/SaaS, já que o segmento não apresentou crescimento superior a 3% desde a reestruturação de 2021; e (iv) risco de execução em múltiplas frentes, incluindo a expansão para serviços financeiros (bancários, crédito), onde a companhia tem histórico limitado, além do desafio mais amplo de sustentar a expansão de margens à medida que as economias de custos mais imediatas pós-aquisições se esgotarem.

O risco associado à IA é superestimado, em nossa visão. Uma preocupação recorrente entre investidores é se a IA irá comoditizar o software e permitir que pequenas e médias empresas ignorem plataformas como a LWSA. Acreditamos que esse risco não seja uniforme entre os segmentos. Commerce, que representa cerca de 75% do nosso valor de mercado no cenário-base da soma das partes, está mais protegido: sua vantagem competitiva não reside na complexidade do seu código, mas na densidade de suas integrações operacionais, no relacionamento com adquirentes de pagamentos, nas tarifas negociadas com operadores logísticos, nos mecanismos de conformidade fiscal adaptados à legislação brasileira e em uma rede pré-integrada com mais de 30 marketplaces. A IA pode reduzir o custo de desenvolvimento de um sistema de gestão empresarial (ERP), mas não replica a infraestrutura comercial e regulatória subjacente. Por outro lado, BeOnline/SaaS (cerca de 14% do valor de mercado) está mais exposto. O segmento comercializa hospedagem básica, construtores de sites e conteúdos padronizados — justamente o tipo de produto que alternativas baseadas em IA (como Wix AI, Hostinger AI e Squarespace AI) podem substituir a custos mais baixos. Em nosso cenário-base, projetamos queda de -1% na receita de BeOnline em 2026 (em linha com o ano anterior), mas, caso a adoção de IA entre micro e pequenas empresas acelere o cancelamento de clientes, a retração pode chegar a -5% a -10%, em nossa visão. Realizamos uma análise de sensibilidade (Figura abaixo) para quantificar esse risco: mesmo em um cenário em que a receita da BeOnline se contraia a uma taxa de -10% ao ano, com compressão de margem para 20%, o impacto sobre nossa avaliação pela soma das partes é limitado a cerca de BRL 0,23 por ação, ou aproximadamente 4% do preço-alvo, o que nos leva a concluir que os riscos de queda associados à IA são limitados. Além disso, acreditamos que esse risco já esteja mais do que incorporado nos níveis atuais.

Figura 13 – BeOnline: impacto de uma queda acelerada da receita no preço-alvo

	Cenário-base				
Queda de receita a/a	-1%	-3%	-5%	-7%	-10%
Receita BeOnline 2025A	408	399	391	383	371
Margem EBITDA	25,4%	24,5%	23,5%	22,5%	20,0%
EBITDA BeOnline 2025A	104	98	92	86	74
EV BeOnline (em 4,0x)	419	391	368	345	296
Valor de mercado total	2.969	2.941	2.917	2.894	2.846
Preço-alvo implícito (BRL/ação)	5,7	5,6	5,6	5,5	5,4
Delta vs. preço-alvo base	- 0,34 -	0,39 -	0,44 -	0,48 -	0,57
Impacto % no preço-alvo	-5,6%	-6,5%	-7,3%	-8,0%	-9,5%
Potencial de valorização vs. preço atual	36%	35%	34%	33%	31%

Fonte: Safrá.

Declarações gerais

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

Declarações do analista

1. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração do presente relatório declara(m) que as opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal a respeito de todos os emissores e valores mobiliários aqui analisados e que este relatório foi produzido de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Safr Corretora e/ou ao Banco Safr. Considerando que as opiniões pessoais dos analistas de investimentos podem divergir, a Safr Corretora e/ou o Banco Safr e/ou quaisquer de suas afiliadas podem ter publicado ou vir a publicar outros relatórios que cheguem a conclusões diferentes das aqui contidas.
2. A remuneração do(s) analista(s) de valores mobiliários é baseada na receita total da Safr Corretora, sendo parte desta proveniente das atividades relacionadas ao banco de investimento. Desta forma, assim como a remuneração de todos os colaboradores da Safr 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

Analistas	1	2	3	4

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

INFORMAÇÕES IMPORTANTES SOBRE A SAFRA

A Safr 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 Pernambucana de Gás - COPERGÁS, Companhia Riograndense de Saneamento, Concessionária do VLT Carioca S.A., Consórcio Alfa de Administração S.A., Construtora Baggio Ltda., Cooperativa Regional de Cafeicultores em Guaxupé Ltda. Cooxupé, Copel Distribuição S.A., Copel Geração e Transmissão S.A., Copérnico Comercializadora de Energia Ltda., Copérnico Energias Renováveis S.A., Cordeiro Fios e Cabos Elétricos Ltda., Companhia Piratininga de Força e Luz S.A., CPV Energia FII Responsabilidade Limitada - 2ª Emissão, Cruzeiro do Sul Educacional S.A., Cury Construtora e Incorporadora S.A., Cyrela Brazil Realty S.A. , Cyrela Crédito Fundo de Investimento Imobiliário, Diagnósticos da América S.A., Direcional Engenharia S.A., EDP São Paulo Distribuição de Energia S.A., Eletronorte, Eletrozema S.A., Empresa Brasileira de Loteamentos Ltda. - EMBRALOT, Energisa S.A., Engie Brasil Energia S.A., Equatorial Pará Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Participações e Investimentos IV S.A., ETF Buena Vista Neos Bitcoin High Income - 1ª Emissão, ETF II Buena Vista, ETF Investo Bitcoin, ETF Investo Renda Fixa, ETF QR CME CF Solana Dollar Reference Rate, Eucatex Indústria e Comércio Ltda., Exes FII - 4ª Emissão, Fazenda Pioneira Empreendimentos Agrícolas S.A., FII Capitânia Shoppings - 4ª Emissão, FII Invista Brazilian Business Park - 2ª Emissão, FII REC Fundo de CRI Cotas Amortizáveis - 1ª Emissão, Financeira Alfa S.A., Forma Certa Soluções Gráficas Ltda., Frigol S.A., GDM Genética S.A., Gestora de Inteligência de Crédito S.A., GLP Capital Partners Gestão de Recursos e Administração Imobiliária Ltda., Grupo Cereal S.A., Guardian Real Estate FII - 6ª Emissão, Hashdex Momentum ETF, Hedge Brasil Logístico Industrial - 5ª Emissão, Hedge Recebíveis - 6ª Emissão, HSI Malls FII - 4ª Emissão, Huma Capital Ltda., Icatu Vanguarda GRU Logístico FII - 1ª emissão, Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A., In-Haus Serviços Industriais e Logística S.A., Inter Amerra Fiagro Imobiliário - 2ª Emissão, Inter Infra FIC Renda Fixa - 3ª Emissão, Inter Oportunidade Imobiliária FII - 1ª Emissão, JBS S.A., JHSF Participações S.A., JiveMauá Bossanova FIC FI-Infra - 1ª Emissão, JS Crédito Estruturado, Kinea Agro Income USD FIAGRO - 1ª Emissão, Kinea Rendimentos Imobiliários - 11ª Emissão, Kinea Securities FII - 5ª Emissão, Lar Cooperativa Agroindustrial, Lavvi Empreendimentos Imobiliários S.A., Life Capital Partners FII - 6ª Emissão, Localiza Rent a Car S.A., Log Commercial Properties e Participações S.A., LOGCP Inter FII - 4ª Emissão, Lojas Belian Moda Ltda., Lucca Incorporações e Participações S.A., Maha Energy Finance SARL, Manati Capital Hedge Fund FII - 5ª Emissão, Marfrig Global Foods S.A., Maxi Renda FII - 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 Beneficiária Israelita Brasileira Hospital Albert Einstein, Sparta FIAGRO - 3ª Emissão, Sparta Fiagro - 4ª Emissão, Sparta Infra CDI FI FIC Infra - 5ª Emissão, Suno Energias Limpas - 3ª Emissão, Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. - TAESA, Tanac S.A., Tenax RFA Incentivado - 1ª Emissão, TG Renda Urbana FII - 1ª Emissão, Tigre S.A. Participações, TJK Renda Imobiliária FII - 2ª Emissão, TRX Hedge Fund FII - 1ª Emissão, TRX Real Estate FII - 11ª Emissão, Union Agro S.A., Usina Vale do 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.