

ESTRATÉGIA

Visão de Mercado

Bolsas na Europa e futuros nos EUA operam em baixa em meio aos receios sobre o cessar-fogo com o Irã, o que aumenta o temor de interrupção prolongada no Estreito de Ormuz. Com isso, o petróleo sobe e atinge patamar próximo de USD107/barril. As ações de tecnologia caem com temores de novos impostos sobre lucros de inteligência artificial na Coreia do Sul. Na agenda, destaque para o CPI de abril com expectativa de aceleração para uma alta de 3,7% na comparação anual. Na agenda local, destaque fica para o IPCA de abril com expectativa de consenso de mercado Bloomberg de alta mensal de 0,88% e anual de 4,40%.

Agenda do dia

Horário	Região	Indicador	Período	Projeção
09:00	Brasil	IPCA	Abril	0,68%
09:30	EUA	CPI	Abril	0,60%

Fonte: Bloomberg e Safrá.

Performance dos índices (%)

	Fechamento	Dia (%)	Sem. (%)	Mês (%)	Ano (%)
Ibov	181.909	-1,19	-1,19	-2,89	12,90
IBRX	76.852	-1,11	-1,11	-2,93	12,99
S&P 500	7.413	0,19	0,19	2,83	8,29
Dow Jones	49.704	0,19	0,19	0,11	3,41
Nasdaq	26.274	0,10	0,10	5,55	13,05
Dólar	4,89	-0,10	0,10	-1,27	-10,96

Fonte: Bloomberg e Safrá.

Maiores altas/baixas (%)

Código	Fechamento (R\$)	Varição (Dia)
BEEF3	4,30	4,88%
VALE3	83,45	2,41%
BRKM5	9,19	2,34%
BRAP4	23,45	1,91%
CEAB3	11,29	-7,68%
COGN3	2,64	-6,38%
RDOR3	35,97	-6,10%
VIVT3	36,02	-6,10%

Fonte: Bloomberg e Safrá.

Cauê Pinheiro

+5511 3175 4296

caue.pinheiro@safra.com.br

Yves Adam, CFA

+5511 3175 7926

yves.adam@safra.com.br

Luana Nunes

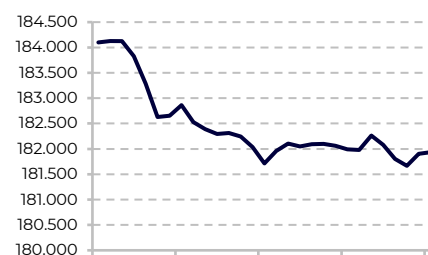
+55 11 3175 3994

luana.nunes@safra.com.br

Principais índices hoje

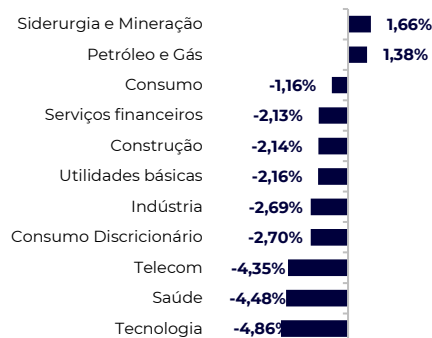
Futuros EUA	(-)
Europa	(-)
Ásia	(-/+)
MSCI Emergentes	(-)
Dólar	(=)
Minério de ferro	(-)
Petróleo	(+)

Ibovespa intraday



Fonte: Bloomberg e Safrá.

Performance por setor (%)



Fonte: Bloomberg e Safrá.

Análise fundamentalista

Energisa; Petrobras; Consumo Discricionário; Direcional; Multiplan; Hapvida; Inter; Suzano; Dexco; Alimentos e Bebidas; Marcopolo; Telefônica Brasil; BTG Pactual; Nvidia; Telefônica Brasil; PetroReconcavo;

Recomendação gráfica do dia

Venda: KEPL3

Calendário de resultados do 1T26

Análise Fundamentalista

Energisa: Resultados do 1T26 – Trimestre sem grandes eventos, mas prejudicado por maiores provisões

Visão rápida. A Energisa reportou EBITDA ajustado de R\$ 1.980 mn (+7% a/a), 5% abaixo da nossa estimativa (-4% vs. consenso), impactado negativamente por: (i) maiores provisões para inadimplência; (ii) corte do subsídio de baixa renda no estado do Mato Grosso do Sul para a EMS; e (iii) itens não recorrentes de R\$ 34 mn relacionados a marcação a mercado (MtM). Esses efeitos foram parcialmente compensados por maiores volumes totais, melhor desempenho da área de Trading e PMSO abaixo do esperado no segmento de Distribuição. O lucro líquido ajustado atingiu R\$ 207 mn (-47% a/a), 6% abaixo da nossa estimativa e 8% acima do consenso, refletindo menor participação de minoritários, melhores resultados de equivalência patrimonial e -R\$ 63 mn em itens não recorrentes ligados a instrumentos MtM.

Resultados do 1T26 em detalhe. As receitas (ex margem de construção) cresceram 7% a/a (9% acima da nossa estimativa), impulsionadas por: (i) alta de 6,7% a/a nas receitas de Distribuição, para R\$ 7.998 mn, sustentadas por maiores volumes e reajustes tarifários; e (ii) melhor desempenho do Trading; parcialmente compensadas por (iii) menores receitas em Transmissão, devido à menor remuneração dos ativos após amortizações; e (iv) queda nas vendas de Gás, com a migração contínua de clientes para o mercado livre. As margens brutas ficaram 12% abaixo do esperado. As despesas gerenciáveis cresceram 3,9% a/a e ficaram 7% abaixo da nossa projeção, porém as provisões superaram o esperado (+83% t/t e 18% acima da nossa estimativa), em função de: (i) provisão não recorrente de R\$ 21 mn ligada a um cliente em recuperação judicial (Chapter 11); e (ii) corte de 80% no subsídio de baixa renda do Mato Grosso do Sul para a EMS, elevando a inadimplência. No segmento de Distribuição, as provisões alcançaram 1,8% da receita bruta, 0,7 p.p. acima do trimestre anterior e 0,3 p.p. acima da nossa estimativa. O PMSO em Distribuição somou R\$ 797 mn (+1,5% a/a), 13% abaixo do esperado, refletindo bom controle de custos em praticamente todas as linhas. As perdas totais de energia ficaram praticamente estáveis t/t em 12,31%, abaixo do nível regulatório de 12,96%. O lucro líquido ajustado foi impactado sobretudo por: (i) maiores despesas financeiras (em linha com nossa projeção); (ii) menor participação de minoritários, após a aquisição de participação na EPM; (iii) itens não recorrentes de MtM; e (iv) alíquota efetiva de imposto acima do esperado, embora menor a/a, além de equivalência patrimonial acima do previsto. A alavancagem recuou para 3,5x dívida líquida/EBITDA ajustado, ante 3,6x no 4T25.

Nossa visão. Trimestre sem grandes novidades, mas “poluído” por maiores provisões. O EBITDA ajustado ficou ligeiramente abaixo da nossa estimativa (-5%), com o segmento de Distribuição performando conforme o esperado, Trading apresentando melhora relevante e bom controle de PMSO. O resultado foi afetado por eventos pontuais de provisões e pelo corte do subsídio de baixa renda no MS. Ainda assim, os segmentos continuam apresentando crescimento de EBITDA em linha com nossas expectativas. Mantemos Compra para a companhia com base em valuation, com a ação negociando a uma TIR implícita de 11,6%.

Analista: Daniel Travitzky

Petrobras – Resultados do 1T26: Efeito de timing posterga impacto de preços mais altos

O EBITDA recorrente da Petrobras no 1T26 ficou abaixo da nossa estimativa (e 9% abaixo do consenso), já que desempenhos mais fracos do que o esperado nos segmentos de E&P e Gás foram parcialmente compensados por resultados de Refino acima do antecipado. A frustração consolidada reflete majoritariamente um efeito de timing, pois preços e volumes mais elevados estão sendo incorporados aos resultados mais lentamente do que estimávamos e, portanto, ainda não foram plenamente capturados no trimestre, em razão de cargas ainda em trânsito, defasagens na precificação de exportações — que normalmente referencia benchmarks do mês anterior — além de eliminações intersegmentos acima do usual. O EBITDA ajustado recorrente de USD 11,7 bi cresceu 7% t/t, como resultado de números maiores em E&P t/t, impactados por preços de petróleo mais altos, além de um trimestre sólido em Refino, no qual o EBITDA ajustado mais que dobrou, impulsionado por ganhos de estoques, redução de importações de derivados e condições favoráveis para exportações. A Petrobras reportou lucro líquido de USD 6,2 bi (+3% vs. nossa estimativa), comparado a USD 2,9 bi no trimestre anterior. Além do desempenho operacional mais forte, essa alta reflete um efeito cambial positivo e a reversão do impairment da UFN III (vs. um impairment de USD 1,6 bi registrado no 4T). Esses efeitos foram parcialmente compensados por maiores despesas tributárias. A companhia reportou FCF de USD 3,9 bi no 1T, abaixo da nossa estimativa (USD 6,0 bi) e do consenso (USD 5,1 bi), embora em alta de 8% t/t, já que resultados operacionais mais fortes e menor capex foram parcialmente compensados por consumo de capital de giro. Isso resultou em distribuição de JCP de USD 1,8 bi (vs. nossa estimativa de USD 2,7 bi). A frustração versus expectativas pode gerar reação negativa no curto prazo, mas acreditamos que os fundamentos permanecem sólidos, com os benefícios de preços e volumes devendo aparecer no 2T26 à medida que o efeito de timing se dissipe.

O EBITDA ajustado de E&P, de USD 10,4 bi (-16% vs. nossa estimativa), cresceu 9% t/t, impulsionado principalmente por preços de petróleo mais elevados, parcialmente compensados por um aumento de 6% t/t no lifting cost consolidado, em função da apreciação do real e dos custos associados ao aumento de produção no pré-sal. Vale destacar que, no pré-sal, a alta de 11% t/t no lifting cost foi mais pronunciada, refletindo também despesas relacionadas à integridade dos ativos.

O EBITDA ajustado do segmento de Refino, Transporte e Comercialização atingiu USD 3,9 bi (vs. nossa estimativa de USD 2,2 bi), alta de 109% t/t, com margem de 17%. O resultado decorre de efeito positivo de estoques, maiores margens de petróleo e óleo combustível nas exportações e redução de importações de derivados no trimestre. Esses fatores foram parcialmente compensados por menores volumes de vendas de derivados no mercado doméstico e queda nas exportações de petróleo. O custo unitário de refino caiu 2% t/t, para USD 3,28/bbl, em razão do aumento da taxa de utilização das refinarias.

O EBITDA ajustado do segmento de Gás e Energias de Baixo Carbono, de USD 336 mn, compara-se aos USD 440 mn reportados no trimestre anterior. A queda decorre do reconhecimento de receitas associadas a compromissos contratuais anuais no trimestre anterior, parcialmente compensada por maior oferta doméstica de gás, reduzindo importações de GNL e gás natural no 1T.

Analista: Conrado Vegner

Consumo Discricionário: Resultados do 1T26 — SBFG com desempenho positivo, TFCO neutra pelo mix de receitas e NATU com performance fraca diante da continuidade da queda de receitas

TFCO. Nossa visão. A Track & Field apresentou um trimestre neutro, com forte crescimento de receita, mas contração de rentabilidade em função do mix de vendas. O aumento de 18% a/a da receita veio em linha com nossas estimativas, sustentado pela abertura de novas lojas e pelo processo contínuo de remodelação das lojas existentes, que seguem impulsionando o crescimento. Por outro lado, a contração de 120 bps na margem EBITDA foi explicada por um mix de canais menos favorável, com maior participação de sell-in, embora ainda abaixo do que esperávamos. Esse movimento, no entanto, tende a apoiar um sell-out mais forte e maior geração de royalties nos próximos trimestres, à medida que os franqueados ajustem seus níveis de estoques, o que deve favorecer a recuperação de margens. No geral, acreditamos que a Track & Field permanece bem posicionada para capturar crescimento adicional no segmento de sportswear, ao mesmo tempo em que continua a aprimorar retornos por meio de seu modelo operacional altamente rentável. Nesse contexto, mantemos nossa recomendação de Compra e consideramos justificável o valuation premium de 12,3x P/L 2026 frente à média de 9,4x da nossa cobertura de consumo discricionário, sustentado pela expectativa de CAGR de lucro de 29% entre 2025–2028 e pelo perfil superior de retorno da companhia.

SBFG. Nossa visão. O Grupo SBF entregou resultados sólidos, com crescimento de receita de 15% a/a, destacando a força das lojas Centauro à frente da Copa do Mundo de 2026 e uma recuperação relevante da divisão Fisia. A rentabilidade recuou 120 bps a/a, mas esse movimento já era esperado e veio em linha com nossas estimativas. Além disso, a queda de margem reflete investimentos em níveis de serviço para sustentar o crescimento das vendas — iniciativa que tende a se traduzir em melhor alavancagem operacional à frente. A dívida líquida aumentou de 1,0x DL/EBITDA no 4T25 para 1,6x, o que merece atenção, mas é amplamente explicado pelo aumento de contas a pagar associado à formação de estoques visando à Copa do Mundo, configurando um aumento razoável de alavancagem dado o esperado giro desses estoques em vendas impulsionadas pelo evento. Mantemos nossa recomendação de Compra, suportados por um valuation atrativo de 5,3x P/L 2026 e por vetores claros para 2026, incluindo demanda impulsionada pela Copa do Mundo e expectativa de expansão de margem bruta, apoiada por um câmbio mais favorável no 2S26.

NATU. Nossa visão. Acreditamos que a Natura apresentou um desempenho negativo no 1T26. Todas as subcategorias, com exceção da Natura Hispânica, registraram queda de vendas em moeda constante. A Natura Brasil mostrou nova desaceleração no trimestre, resultando em retração de -3,0% a/a (vs. -2,2% a/a no 4T25). A unidade Casa & Estilo segue fraca, enquanto a contração da Avon LatAm continua severa, com vendas caindo -13,8% a/a no Brasil e -11,3% a/a (em moeda constante) na América Latina Hispânica. A rentabilidade também veio pior do que o esperado, com queda de 470 bps a/a, mesmo após o ajuste por “itens extraordinários”, que incluem R\$ 203 mn em despesas com desligamentos relacionados à reorganização da companhia. Considerando que o desempenho mais fraco da Natura Brasil reflete, em grande parte, o cenário macroeconômico, a visibilidade para uma recuperação permanece limitada. Somando-se a isso a baixa previsibilidade para o turnaround da Avon LatAm e para a retomada da Natura Brasil, e

com a companhia negociando a 11,7x P/L 2026, entendemos que existem oportunidades mais atrativas dentro do nosso universo de cobertura de consumo discricionário e reiteramos nossa recomendação Neutra.

Analista: Vitor Pini

Direcional: Resultados do 1T26 – Trimestre sólido com nova expansão sequencial de margem bruta

A Direcional apresentou resultados sólidos no 1T26, em linha com nossas estimativas em todas as linhas. O forte desempenho de vendas dos trimestres recentes impulsionou uma expansão de 30% a/a da receita, que, combinada a uma margem bruta ajustada recorde de 42,9% (+1,3 p.p. a/a) e despesas operacionais amplamente estáveis, resultou em crescimento de 27% a/a do lucro e ROE de 38% (+6 p.p. a/a). A margem do backlog apresentou leve queda sequencial (-20 bps), ainda em nível elevado de 44,4%, enquanto o fluxo de caixa recorrente ficou levemente acima do esperado (R\$ 35 mn de geração operacional).

A receita líquida atingiu R\$ 1,17 bi (+30% a/a e -1% vs. Safra). A expansão do top line decorreu principalmente do forte ritmo de vendas dos últimos trimestres, refletido em uma SoS LTM de 56%. A companhia voltou a reportar alta sequencial da margem bruta ajustada, que alcançou 42,9% (+0,1 p.p. t/t e +1,3 p.p. a/a), 10 bps acima da nossa projeção, puxada por um avanço de 180 bps t/t na margem ajustada da Riva, para 44,6%. Já a margem do backlog recuou 0,2 p.p. t/t, para 44,4% (+0,3 p.p. a/a).

O lucro líquido somou R\$ 200 mn (+27% a/a), em linha com nossa estimativa. Maiores despesas de G&A (+8% vs. Safra) levaram a uma leve perda de 0,2 p.p. a/a de alavancagem operacional, com SG&A/receita líquida em 15,5%, ainda saudável. Por outro lado, menores provisões e uma equivalência patrimonial de R\$ 13 mn (+5% a/a) sustentaram uma margem EBITDA ajustada de 28,2% (+1,9 p.p. a/a), 20 bps acima do nosso cenário. Apesar do aumento de R\$ 27 mn em participações de minoritários, a margem líquida permaneceu robusta em 17,2% (-1,2 p.p. a/a e +0,2 p.p. vs. Safra), culminando em ROE anualizado de 37,6% (+5,6 p.p. a/a). A companhia reportou queima de caixa de R\$ 76 mn (já divulgada), que se transforma em geração de R\$ 35 mn quando ajustada por itens não recorrentes. Após o pagamento de R\$ 804 mn em dividendos no fim de 2025, a alavancagem dívida líquida/patrimônio encerrou o trimestre em 24% (+1 p.p. t/t), ou 58,8% quando considerados R\$ 887 mn em passivos de cessão de crédito (-5,8 p.p. t/t).

Nossa visão. A Direcional entregou nova máxima histórica de margem, mesmo diante de pressões inflacionárias, e fluxo de caixa recorrente ligeiramente melhor que o esperado. Reiteramos DIRR3 como nossa top pick, pois entendemos que a companhia está melhor posicionada para um ambiente de custos em alta, dado o maior colchão de ganhos de eficiência ainda por reconhecer. Embora o risco inflacionário reduza a visibilidade de resultados, acreditamos que a recente correção do papel excedeu os riscos fundamentais, especialmente considerando a acessibilidade recorde no MCMV, que facilita o repasse de preços. As ações negociam a 5,6x P/L ajustado 2027E; mesmo assumindo 2 p.p. de downside nas margens, o múltiplo permaneceria atrativo (~6,1x).

Analista: Rafael Rehder

Hapvida: Resultados do 1T26 – surpresa positiva frente a uma base muito fraca

O MLR caixa puxou uma surpresa positiva de 25% no EBITDA ajustado frente a uma base particularmente baixa. A Hapvida reportou EBITDA ajustado de R\$ 807 mn no 1T26 (margem de 10,2%, -258 bps a/a), superando nossas estimativas e o consenso em 25% e 21%, respectivamente, essencialmente devido a um MLR caixa melhor do que o esperado, de 72,2% (-326 bps vs. nossa estimativa). A base de comparação antes do resultado era excepcionalmente baixa, já que nosso preview assumia MLR caixa estável em 75,5% e perda líquida de 88 mil beneficiários — premissas que se mostraram excessivamente conservadoras. Ainda assim, mesmo após a surpresa positiva, a companhia registrou perda orgânica líquida de 44,5 mil beneficiários, o MLR caixa permaneceu 40 bps pior a/a, e as despesas administrativas caixa (ex itens pontuais) ficaram em 8,2% da receita (+230 bps a/a). O reset da gestão, anunciado recentemente, com mais de 10 novas nomeações C-level divulgadas no fim de março e abril, ainda não teve tempo de impactar as operações. Mantemos recomendação Neutra para HAPV3, pois seguimos demandando evidências substancialmente mais robustas de um turnaround estrutural antes de adotar uma visão mais construtiva.

A receita líquida somou R\$ 7.892 mn (+5% a/a e 1% acima da nossa estimativa), com as perdas de beneficiários continuando, embora em trajetória sequencial mais benigna. As adições líquidas orgânicas em planos de saúde foram de -44,5 mil (vs. nossa estimativa de -88 mil e -88 mil no 1T25), com melhora puxada pelo segmento corporativo, em -6,6 mil (vs. -65,8 mil no 4T25). A recuperação no livro corporativo foi geograficamente ampla, com adições líquidas

positivas no Rio de Janeiro (+23,2 mil) e no Centro-Oeste (+10,8 mil), além de perdas menores na Região Metropolitana de São Paulo (-18,1 mil); por outro lado, o interior de São Paulo (-22,6 mil) e o Nordeste (-2,3 mil, por perda de dois contratos corporativos em Recife e Salvador) permaneceram pontos de pressão. O PME também melhorou (-7,3 mil vs. -38,8 mil no 4T25), enquanto planos individuais (-19,5 mil) e de afinidade (-11,1 mil) ficaram atrás. A base PPO recuou 16 mil t/t, para 326 mil. O ticket médio atingiu R\$ 305 (+7,3% a/a), refletindo +8,3% por preço e -1,0% por mix.

O MLR caixa ficou em 72,2% no 1T26 (-330 bps t/t, +40 bps a/a). A melhora sequencial refletiu a normalização do faturamento da rede credenciada após o overhang de sinistros do 3T25 e a sazonalidade de utilização em jan/fev, embora a companhia tenha sinalizado reaceleração de procedimentos em março. As despesas SG&A caixa permaneceram em 15,9% da receita, com administrativas ex itens pontuais em 8,2% (vs. 5,9% no 1T25), puxadas por multas da ANS mais elevadas (R\$ 128 mn vs. R\$ 46 mn no 1T25), maiores contingências cíveis (R\$ 251 mn vs. R\$ 177 mn) e provisões de incentivos de longo prazo. O EBITDA reportado foi de R\$ 795 mn (margem de 10,1%) e, ajustado por R\$ 12 mn de itens ligados a M&A, o EBITDA ajustado alcançou R\$ 807 mn (margem de 10,2%), 25% acima da nossa estimativa e 21% acima do consenso. O prejuízo líquido reportado de R\$ 154 mn foi inflado por um write-off de imposto diferido de R\$ 170 mn ligado ao encerramento do plano SOP 2022, efeito não caixa. Ajustando por isso e pela amortização dos portfólios adquiridos, o lucro líquido ajustado (Safr) atingiu R\$ 229 mn (vs. R\$ 65 mn na nossa estimativa).

Geração de caixa positiva, mas alavancagem pior a/a. O FCF pós-capex foi de R\$ 443 mn. Ajustando por R\$ 28 mn de serviço da dívida e R\$ 179 mn em atividades líquidas de M&A (principalmente o pagamento final do earnout NDI 2014), o FCFE chegou a R\$ 236 mn. A dívida líquida (ex ativos requeridos) atingiu R\$ 7.577 mn (+30% a/a), com alavancagem de 2,71x (vs. 1,56x no 1T25 e 2,56x no 4T25). A solvência excedente caiu para R\$ 5.314 mn (vs. R\$ 5.465 mn no 4T25), consumida por maiores exigências regulatórias, dividendos e JCP para a holding, além de capex.

Analista: Thiago Marmo

Multiplan: Venda de participação minoritária no ParkShoppingBarigüi

O que há de novo? Mais cedo hoje (11), a Multiplan anunciou a assinatura de um Memorando de Entendimentos (MoU) para a venda de 9,3% do ParkShoppingBarigüi por R\$ 250 mn, com aproximadamente 50% pagos no closing. Os 50% remanescentes serão pagos em parcela única 18 meses após o closing, corrigidos pelo IPCA.

ParkShoppingBarigüi – visão geral. Inaugurado em 2003, o ParkShoppingBarigüi é um dos principais shoppings de alto padrão do Sul do Brasil. Localizado em Curitiba (PR), o ativo passou por sua terceira e maior expansão em 2024, adicionando cerca de 14 mil m² de ABL, 75 novas lojas, um centro médico e novas áreas de lazer e alimentação, totalizando 65,3 mil m² de ABL. Com uma base de consumidores predominantemente de alta renda (91% das classes A e B), o shopping registrou R\$ 1,9 bi em vendas LTM (nível semelhante ao do BH Shopping), ficando atrás apenas do Barra (R\$ 3,7 bi) e do Morumbi (R\$ 3,1 bi).

Nossa visão. Transação acrativa para os acionistas. Estimamos que o negócio implique um cap rate trailing de ~6,9%, bem abaixo do cap rate implícito de ~11,6% do valuation atual da Multiplan. A companhia manterá cerca de 84% de participação no ativo e passará a receber taxa de administração sobre a fatia alienada, o que reduz o cap rate da transação para um ainda mais atrativo ~6,5%. Em termos de portfólio, o ParkShoppingBarigüi é o 9º maior aluguel/m² da Multiplan (R\$ 195 vs. ~R\$ 284 de média ponderada do portfólio) e responde por 8% da receita de locação.

Analista: Rafael Rehder

Inter & Co: Dia do acionista – “Rule of 50”, a nova estrela guia; é o momento para frameworks emprestados de tech?

Visão Safr. O Inter realizou nesta manhã o seu Dia do acionista (i.e., Investor Day) em Nova York, compartilhando suas novas ambições, a trajetória esperada para maior rentabilidade e dados relevantes. A nova “rule of 50” estabelece um framework no qual o Inter tenta adaptar uma retórica usada em empresas do tipo SaaS para equilibrar crescimento e margens. Para nós, há praticamente nenhum mérito analítico em recorrer a narrativas emprestadas do setor de tecnologia em um momento em que o ROE desacelerou em meio a questionamentos sobre qualidade de ativos e pressão no custo de risco. De fato, o evento reforçou nossa visão mais conservadora sobre a trajetória de rentabilidade do banco, adotada quando rebaixamos o Inter devido a um viés mais negativo. No relatório, víamos a meta de ROE de 30% do Inter condicionada ao sucesso em crédito ao consumidor, enquanto o banco nos mostrou não ter o mesmo

apetite por crédito de alto risco/alto retorno em comparação com outros fintech peers ou bancos de médio porte. Não apenas a meta foi postergada em dois anos, como agora passa a representar o limite superior de um intervalo de 26%–30%. Notamos que quase 50% da expansão de ROE implícita nos próximos anos (4pps–6pps) depende do “ROE marginal do crédito”, declarado em 19% na carteira nova (front book) versus 12% na carteira antiga (back book). A penetração de crédito chamou nossa atenção pelo lado negativo: apenas 9 milhões de clientes com crédito em um total de 44 milhões, ou um aumento de 5,2 milhões de clientes ativos de cartão de crédito desde 2020, o que representa a adição de apenas 20% da base de clientes ativos no mesmo período. Alguns indicadores divulgados foram positivos, mas insuficientes para gerar entusiasmo: clientes principais cresceram 30% a/a, a carteira de cartões agora é rentável e a gestão se sente no caminho para entregar as novas metas de longo prazo. Utilizando R\$ 1,7 bi como melhor hipótese para o lucro líquido de 2026, as ações são negociadas a ~8x P/L, e reiteramos nossa recomendação Neutra.

Introdução da “rule of 50” e postergação da meta 60/30/30. O Inter introduziu uma ambição de “rule of 50” (já válida em 2026), que reflete o objetivo de manter o crescimento da receita líquida e o ROE acima do patamar de 50% — métrica emprestada da rule of 40 das empresas de SaaS. A meta de ROE de 30% (junto aos demais objetivos 60/30), inicialmente prevista para ser alcançada em 2027, foi postergada em dois anos e ampliada para um intervalo mais amplo de 26%–30%. A ponte atualizada apresentada pela gestão para chegar ao ganho implícito de 9pps–15pps consiste em: (i) 4pps–6pps provenientes da originação marginal de crédito (a média total de 12% deveria subir para 22%); (ii) 1pp–2pps de eficiência de capital (via aumento da alavancagem de 9,6x para 11x); (iii) 2pps–3pps de otimização de tesouraria (principalmente com aumento da alocação de liquidez em FIDCs); e (iv) 2pps–4pps de eficiência de custos e alavancagem operacional. Do ganho total implícito, a gestão espera entregar 2pps–3pps no curto prazo, enquanto os 8pps–12pps restantes devem ser capturados ao longo dos próximos anos, à medida que as condições de mercado melhorem. Além disso, o maior foco em manter taxas de crescimento elevadas pode trazer alguma pressão sobre os índices de eficiência no longo prazo.

Penetração de crédito vista como a alavanca-chave para o ROE de 2029E. A penetração de crédito segue sendo a lacuna estrutural mais relevante do Inter em comparação tanto com incumbentes quanto com fintech peers. O roadmap da gestão para fechar essa lacuna e determinar se o ROE de 2029E ficará no limite inferior (26%) ou superior (30%) do intervalo divulgado depende de três famílias de produtos: folha privada, crédito imobiliário e cartões de crédito.

Analista: Daniel Vaz

Suzano: Atualização sobre dívida líquida, alavancagem e guidance de custos

O que há de novo? A Suzano divulgou hoje um press release, apresentando duas atualizações: (i) metas formais de dívida líquida e alavancagem em USD; e (ii) guidance de custo caixa de produção de celulose para o 2T26 e para o ano completo de 2026.

Metas de dívida líquida e alavancagem. A gestão definiu uma meta de dívida líquida de USD 11,0 bilhões e uma meta de alavancagem abaixo de 2,5x dívida líquida/EBITDA ajustado LTM, com ambas as métricas esperadas para serem atingidas ao longo dos exercícios fiscais de 2027–2028. As metas são baseadas em premissas médias de BRL 5,17/USD para 2026, BRL 5,25/USD para 2027 e BRL 5,28/USD para 2028.

Guidance de custo caixa no 2T26. A Suzano indicou custo caixa de produção de celulose no 2T26 (ex paradas programadas de manutenção) entre BRL 830–BRL 840/t, implicando um aumento de aproximadamente 3%–5% t/t em relação ao 1T26. A estimativa assume uma média de BRL 5,00/USD no 2T26 e Brent a USD 87/bbl. Para o ano completo de 2026, a companhia estima um custo caixa médio de aproximadamente BRL 800/t, considerando uma média de BRL 5,07/USD e Brent a USD 84/bbl no ano.

Nossa visão: Em linha de forma geral; trajetória de desalavancagem crível, porém sensível ao câmbio. Uma dívida líquida de USD 11 bilhões em 2027–28 é atingível em nosso cenário-base, embora a trajetória seja sensível aos preços de BHKP. Em relação aos custos, o guidance de BRL 830–BRL 840/t para o 2T26 implica um aumento de 5% em nossa estimativa de custo caixa ex manutenção, embora utilizemos uma premissa de BRL/USD mais depreciada em comparação ao BRL 5,00/USD da Suzano, o que não é atrativo. Para o EBITDA do 2T26, estimamos queda de BRL 123 milhões (-2% vs. nossa estimativa). A média de BRL 800/t em 2026 implica alívio sequencial de custos no 2S26 — impulsionado por maior diluição de custos fixos com o Cerrado operando em plena capacidade —, o que

consideramos factível. Não realizamos mudanças em nossas estimativas ou no preço-alvo de BRL 71,00 neste momento. Mantemos nossa recomendação de Compra.

Analista: Ricardo Monegaglia

Dexco: Turnaround no caminho certo? Ahamos que sim — reiteramos Compra

Novo Preço-alvo YE26 de BRL 7,80 (de BRL 6,90) e TSR de 38%. As ações da DXCO subiram 17% em seis meses, e acreditamos que o mercado ainda subestima um turnaround atrasado por ventos macroeconômicos contrários. Cortamos o EBITDA de 2026E, agora 4% abaixo do consenso, refletindo inflação de matérias-primas e fretes, apenas parcialmente compensada por reajustes de preços. Ainda assim, nosso EBITDA de 2027E está 2% acima do consenso e implica crescimento de 14% a/a, sustentado por normalização de custos, novos ajustes de capacidade e atividade doméstica resiliente. A inflação de custos ligada à guerra comercial segue como risco e, embora a demanda ainda esteja “ok”, modelamos margens abaixo dos níveis implícitos por regressões para refletir poder de precificação limitado e potencial elasticidade da demanda. A DXCO negocia a 4,7x EBITDA 2027E vs. nosso múltiplo justo de 6,0x, o que consideramos atrativo, enquanto o yield de FCF deve permanecer pressionado em 1% em 2026E, mas subir para 11% em 2028E. A execução segue como ponto-chave, mas a Dexco agora tem espaço para provar que consegue proteger EBITDA e margens em um ambiente de custos mais desafiador. Não incluímos vendas adicionais de ativos ou gestão de passivos em nossas estimativas, mas destacamos que esses temas são frequentemente levantados nas discussões com a companhia.

O turnaround tem sido impulsionado por diferentes alavancas entre as divisões: (i) Wood se beneficiou de capturas de preço, mix e alta utilização; (ii) Deca evoluiu por meio de preços, execução comercial, produtividade e descontinuação de segmentos; e (iii) Tiles reduziu prejuízos via otimização de capacidade, menor consumo de gás e controle rigoroso de custos. No geral, a recuperação tem menos a ver com mercados mais fortes e mais com execução disciplinada. Vale destacar que acreditamos que a companhia definirá sua configuração operacional ótima até o final de 2026, o que implica considerar novos cortes de operação.

Maior utilização de capacidade caminha junto com expansão de rentabilidade. Realizamos regressões em nível de segmento para estimar como a utilização de capacidade afeta as margens de EBITDA em Wood, Deca e Tiles, utilizando dados históricos a partir de 1T19. Os resultados mostram relação positiva em todos os segmentos, com Tiles apresentando a maior sensibilidade, com aumento de 5,4pps na margem a cada +10pps de aumento na utilização, além do melhor ajuste estatístico. Deca também apresenta relação relevante, com ganho de 3,9pps de margem por +10pps de utilização. Wood mostra relação mais fraca, mas ainda positiva, com ganho de 3,2pps de margem por +10pps de utilização. Em seguida, utilizamos esses coeficientes de regressão para checar as margens de EBITDA estimadas frente às nossas premissas de utilização de capacidade.

A alavancagem ficou abaixo de 3x pela primeira vez em ~10 trimestres, mas a gestão não está satisfeita. O foco permanece na redução adicional da dívida absoluta, melhoria da geração de FCF e convergência da alavancagem para a faixa de 2,5x–2,7x até o final do ano. Estimamos que a dívida líquida já atingiu seu pico e deve cair de forma gradual de ~BRL 5,5 bilhões em 2025 para ~BRL 3,5 bilhões em 2029, sustentando uma recuperação progressiva da conversão de caixa de níveis negativos em 2025 para território positivo a partir de 2026, à medida que menor capex de projetos, maior EBITDA e menores despesas financeiras em caixa permitam que uma parcela maior do EBITDA seja convertida em FCF.

Em números; novo vs. antigo. Estimamos EBITDA de BRL 1,8 bilhão em 2026 (-4%) e BRL 2,1 bilhões em 2027 (+2%), com o de Wood products revisado para cima para BRL 1,7 bilhão–BRL 1,8 bilhão (+2%–+5%), permanecendo como o principal contribuinte de EBITDA. Deca foi revisada para baixo para BRL 182 milhões em 2026 (-19%) e BRL 213 milhões em 2027 (-19%), refletindo volumes e margens menores apesar de preços realizados mais altos. Tiles segue desafiador em 2026, com EBITDA passando para -BRL 8 milhões de BRL 46 milhões, mas o cenário melhora em 2027 para BRL 64 milhões (+22%), conforme a margem se recupera. No geral, a revisão reflete premissas mais conservadoras de volume e margem, parcialmente compensadas por preços mais elevados.

Analista: Ricardo Monegaglia

Alimentos e Bebidas: Secex – Maio, semana 1: volumes de proteínas muito fortes com recuperação dos spreads de carne bovina

Os spreads de carne bovina melhoraram, enquanto os de aves e suínos recuaram m/m. A Secretaria de Comércio Exterior (Secex) divulgou os dados preliminares da primeira semana de maio, mostrando volumes muito fortes e preços mistos (os preços da carne bovina subiram m/m, os de suínos ficaram praticamente inalterados, enquanto os de aves recuaram). Enquanto isso, os preços do gado caíram 2% m/m até o momento no mês, levando a melhores spreads de carne bovina, ao passo que custos de insumos mais elevados resultaram em spreads menores para aves e suínos nas exportações. Destacamos que os dados são preliminares e os números intramês podem ser bastante voláteis. Olhando adiante, os spreads de aves e suínos devem permanecer favoráveis e melhorar gradualmente, enquanto as exportações de carne bovina tendem a seguir fortes, impulsionadas pela demanda global robusta. No geral, as tendências de exportação de proteínas parecem mais favoráveis para a carne bovina, em nossa visão (positivo para Minerva).

Exportações de carne bovina. A primeira semana de maio foi positiva, com volumes médios diários fortes e melhora de preços m/m, levando a spreads de carne bovina sequencialmente mais altos. Os volumes médios diários aumentaram 36% m/m (+93% s/s e +65% a/a), o que continua a evidenciar um desempenho robusto de volumes, muito provavelmente relacionado à corrida dos frigoríficos para preencher a cota anual da China. Dados da Secex (até abril) mostram que o Brasil havia preenchido 41,9% da cota total, enquanto o governo chinês informou em 10 de maio que o Brasil atingiu 50% da cota anual do ano. No ritmo atual, esperamos que o Brasil preencha sua cota entre julho e agosto. Além disso, houve notícias hoje de que os EUA podem flexibilizar suas tarifas de importação na tentativa de reduzir os preços domésticos da carne bovina, o que poderia beneficiar as exportações brasileiras e potencialmente compensar o impacto das cotas da China. Os preços médios melhoraram 2% m/m (-2% s/s e +22% a/a), enquanto os preços do gado (em termos de USD) permaneceram praticamente estáveis em maio. Como resultado, os spreads de exportação de carne bovina melhoraram 3% m/m (-7% a/a e -7% vs. a média de cinco anos – ver Figura 20 para mais detalhes).

Exportações de aves. Os volumes foram muito fortes, parcialmente compensados por preços mais baixos na semana 1. Os volumes médios diários foram sólidos, com alta de 35% m/m (+93% s/s e +73% a/a), alcançando o melhor desempenho semanal desde janeiro. Embora o desempenho tenha sido positivo, destacamos que os dados intramês são preliminares e altamente voláteis. Ainda assim, a demanda permaneceu forte, como nos meses anteriores. Os preços médios, porém, recuaram 1% m/m (-7% s/s, mas +3% a/a), enquanto os custos mais altos de insumos indicam spreads menores até o momento em maio. Com base nos preços atuais e nos custos de ração, os spreads de exportação de aves estão 3% menores m/m (-6% a/a, mas +10% vs. a média de cinco anos). Daqui em diante, assumindo preços estáveis, os spreads devem melhorar em junho, e o 2S26 deve apresentar spreads melhores a/a (considerando o custo carregado estimado dos grãos e assumindo preços de exportação de aves estáveis – ver Figura 21 para mais detalhes).

Exportações de suínos. As exportações de suínos ficaram defasadas em relação às demais proteínas, com os volumes médios diários recuando 7% m/m (+19% s/s e +12% a/a). Embora o desempenho de volumes tenha sido significativamente mais fraco do que o de carne bovina e aves, as exportações de suínos permaneceram próximas ao topo do intervalo dos últimos cinco anos e continuaram a mostrar demanda sólida. Os preços médios permaneceram praticamente inalterados m/m (-3% s/s e -4% a/a), enquanto custos mais elevados de insumos levaram a spreads menores até o momento em maio (-3% m/m, -12% a/a, mas +7% vs. a média de cinco anos – ver Figura 22 para mais detalhes).

Analista: Ricardo Monegaglia

Telefônica Brasil: destaques da teleconferência do 1T26

A Telefônica Brasil realizou sua teleconferência de resultados do 1T26. No geral, os principais destaques foram: (i) o calendário de reajustes de preços da base legada está no caminho certo, com 76% da base híbrida e ~80% da base pós-paga já reajustadas em abril e os ~20%–24% restantes programados para agosto; (ii) a convergência do Vivo Total continuou avançando, com a penetração na base FTTH passando de 24% no 1T24 para ~45% no 1T26; (iii) a piora na inadimplência é pontual, uma vez que, excluindo um único cliente corporativo B2B com desempenho abaixo do esperado, o índice seria de 1,88% vs. a média LTM de 1,92%; (iv) em alocação de capital, a gestão indicou que os BRL 7 bilhões comprometidos para 2026 devem ser vistos como um mínimo, e não um teto, sustentados por distribuição

de 100% do lucro líquido, juros sobre capital próprio adicionais e um novo programa de recompra de BRL 1 bilhão anunciado após o IT26

Estratégia de preços. O calendário de reajustes da base legada foi detalhado por produto, com o segmento Híbrido (controle) tendo 76% da base reajustada em abril e os ~24% restantes programados para agosto (data a confirmar). O pós-pago segue o mesmo cronograma, com ~80% já reajustado em abril e o restante em agosto. A fibra foi reajustada em janeiro e deve ser reajustada novamente por volta de junho, enquanto o Vivo Total teve 100% da base reajustada em abril. No pré-pago, a gestão destacou dois movimentos de monetização ainda em curso na base: a migração de clientes para tarifas mensais e a retirada do benefício de WhatsApp gratuito, com espaço adicional de monetização além dos quatro trimestres de atenuação a/a já entregues. No front book, alguns planos controle tiveram reajustes de preço, enquanto o plano de entrada permanece em avaliação, sendo a estratégia mais ampla defender o posicionamento por meio de mais serviços, e não por preços iniciais mais baixos, além de buscar oportunidades de elevar preços em todo o portfólio quando o mercado permitir.

Monetização de IA e vendas de equipamentos. No lado de receita B2B, a IA foi apontada como estando em seus “estágios iniciais”, mas ancorada na base existente de clientes de nuvem e nas parcerias com os principais provedores de cloud, com os contratos corporativos recentemente divulgados (Sabesp, Sumitomo) já incorporando componentes de IA para automação e captura de dados, embora nenhum valor específico de receita tenha sido divulgado. No opex interno, a implementação de agentes de IA no contact center está prevista para ser lançada em um mês, incluindo um concierge e três agentes especializados para cobrança, planos e suporte técnico, com meta de reter mais de 60% das chamadas via agentes nos próximos trimestres e adicionar uma alavanca real de eficiência à linha de despesas de SG&A.

Distribuição total. Em relação à remuneração aos acionistas, os BRL 7 bilhões comprometidos para 2026 representam um valor mínimo, e não um alvo absoluto, com o guidance mais amplo de distribuição mantido em, no mínimo, 100% do lucro líquido; assim, a distribuição implícita para 2026 deve superar o piso de BRL 7 bilhões, dado o crescimento do lucro e o novo programa de recompra, além de JCP adicional declarado após o IT26.

Venda de ativos não core. A companhia indicou aumento nas vendas de cobre t/t ao longo do restante de 2026, após a pausa em março e a retomada em abril, com aceleração esperada em 2026–27.

Analista: Silvio Dória

NVIDIA: Prévia do 1T AF'27 – cenário positivo, sustentado pela aceleração de investimentos em IA dos hiperescaladores e por demanda robusta dos consumidores finais

Resultados operacionais sólidos impulsionados pela demanda crescente por infraestrutura de IA. Esperamos que a NVIDIA (NASDAQ: NVDA) entregue mais um trimestre sólido, com receita líquida de USD 83 bi (+88,5% a/a), lucro operacional GAAP de USD 54,1 bi (+150,2% a/a) e lucro por ação GAAP totalmente diluído de USD 1,92 (+151,9% a/a), posicionando-nos cerca de 6%, 6% e 10% acima do consenso, respectivamente. Em 25 de fevereiro, a administração havia divulgado a estimativa de receita total de USD 78 bi ($\pm 2\%$) (excluindo qualquer contribuição de data center da China), mas o ambiente de demanda mudou significativamente nas semanas subsequentes: os quatro maiores clientes hiperescaladores elevaram em conjunto a estimativa de investimentos para 2026 em USD 51 bi, para quase USD 725 bi (+77% a/a), enquanto empresas de software na ponta da cadeia sinalizaram aceleração no consumo de tokens de IA em seus produtos e casos de uso internos, sustentando a visibilidade de demanda da NVDA.

O segmento de Data Center é o principal vetor de nossos números acima do consenso. Projetamos receita de Data Center no 1T AF'27 de USD 77,4 bi (+98% a/a, vs. consenso de cerca de USD 72,8 bi / +86% a/a), composta por receita de Compute de USD 64,8 bi (+89,7% a/a, vs. consenso de aprox. USD 61 bi / +78,5% a/a) e receita de Networking de USD 12,6 bi (+154,9% a/a, vs. consenso próximo de USD 11,8 bi / +138,4% a/a). O crescimento do segmento de Compute reflete a dinâmica de forte adoção do Blackwell e Blackwell Ultra, enquanto o crescimento de Networking é impulsionado pela aceleração de switches NVLink nas plataformas GB200/GB300 NVL72, pelo avanço contínuo de Ethernet e InfiniBand e pelo deslocamento do mix de clientes em direção a arquiteturas em escala de rack à medida que a curva de adoção do GB300 avança.

Os investimentos dos hiperescaladores foram revisados significativamente para cima desde que a NVDA divulgou suas estimativas de resultado, com indicadores iniciais apontando para crescimento adicional. Em 25 de fevereiro, a NVDA divulgou sua estimativa de receita do 1T FA'27 em USD 78bn ($\pm 2\%$), sem incluir receita de compute de data

center proveniente da China. Nas 11 semanas subsequentes, os quatro maiores hiperescaladores – MSFT, GOOGL, META, AMZN (todas Não Cobertas) – elevaram os investimentos de 2026 em mais de USD 51bn (+7,6%), de cerca de USD 674 bi (+64% a/a) para aprox. USD 725 bi (+77% a/a), impulsionados por volumes contratados maiores em compromissos plurianuais com clientes e pela inflação no preço de componentes. Adicionalmente, sondagens de mercado indicam preços de aluguel de GPUs em alta sequencial nos modelos A100, H100, H200 e B200 da NVDA – fenômeno que reflete tanto a escassez de oferta de GPUs quanto o aumento do valor econômico extraído por GPU, à medida que cargas de inferência ganham cada vez mais tração. Também esperamos que essa dinâmica sustente a continuidade do dinamismo: com gastos no IT de cerca de USD 131 bi, equivalentes a quase 18% do total agregado de USD 725 bi, o ritmo anualizado implícito para o período entre 2T e 4T, de aprox. USD 198 bi por trimestre aponta para aceleração de entregas da NVDA nos próximos trimestres.

As evidências dos consumidores finais completam o quadro positivo. Ao longo da divulgação dos resultados do 1T26, diversas empresas de software sinalizaram uma aceleração no consumo de tokens de IA em seus produtos – em nossa visão, a leitura mais relevante para a NVDA, já que esse consumo se traduz diretamente nas cargas de inferência que estão absorvendo a capacidade de GPUs dos hiperescaladores. Shopify (SHOP, Não Coberta) apontou aumento no uso de LLMs à medida que expande o Sidekick, com a administração explicitando que essa dinâmica deve persistir. Spotify (SPOT, Não Coberta) destacou o custo de inferência como o motor da aceleração de despesas operacionais, com parte do gasto financiando o treinamento próprio em dados proprietários. Pinterest (PINS, Não Coberta) atribuiu o maior gasto em infraestrutura à expansão de capacidade de GPU para suporte aos modelos visuais de fundação. Duolingo (DUOL, Não Coberta) espera compressão de margem bruta à medida que o uso de funcionalidades baseadas em IA se expande em seu produto. Airbnb (ABNB, Não Coberta) divulgou que cerca de 60% do código produzido pela sua engenharia já é coautorado por IA, aproximadamente o dobro da média da indústria. O Uber (UBER, Não Coberta) elevou seu orçamento de investimento em IA após reconhecer que o impacto das ferramentas excedeu o plano original e que 95% de seu time de engenharia já utiliza agentes de codificação por IA.

Analista: Guilherme Motta

BTG Pactual: resultados do 1T26 – superando novamente o ceticismo; forte momento em consumer finance

Visão Safra. Positivo para as ações. Apesar das preocupações dos investidores quanto ao potencial impacto do ambiente de mercado sobre as receitas do 1T26, o BTG Pactual conseguiu entregar mais um desempenho robusto, mantendo o crescimento da receita em 34% a/a. As receitas de IB e S&T vieram melhores do que o temido: a primeira caiu -9% t/t, desempenho superior ao das linhas equivalentes reportadas pelos bancos incumbentes; e a segunda permaneceu próxima de BRL 2 bilhões, apesar do estresse de mercado. A operação de Consumer Finance tem sido outro motor de crescimento do banco, como discutimos recentemente. Opex foi uma surpresa negativa, crescendo 2% t/t (contra a sazonalidade), refletindo a integração plena do Pan — uma pressão que deve ser gradualmente mitigada ao longo do ano. Por esse motivo, esperamos que o mercado dê mais atenção ao beat da receita. O trimestre recoloca na mesa o lucro líquido de BRL 20 bilhões+ em 2026 e deve impulsionar maior otimismo com as ações. Reiteramos nossa recomendação de Compra.

Números do 1T26. O BTG registrou lucro líquido ajustado de BRL 4,808 bilhões (ROE de 26,6%), +5% t/t e 8% acima da nossa estimativa. A receita total veio 4% acima da nossa projeção (+1% t/t e +34% a/a), explicada por uma contribuição mais forte da operação de consumer finance, além de IB e S&T melhores do que o temido. O opex ficou 10% acima da nossa estimativa (+2% t/t), com surpresas negativas generalizadas em todas as linhas. Como resultado, o índice de eficiência aumentou 40bps t/t para 38,3% (-320bps a/a), ficando 140bps acima da nossa projeção. Dessa forma, o EBT superou nossas estimativas em 1%, e uma alíquota efetiva de imposto menor, de 20,3%, explicou o beat de lucro. Por fim, o CET1 ficou em 11,4%, +4bps t/t.

Investment Banking. As receitas recuaram 9% t/t, mas avançaram +65% a/a, para BRL 628 milhões (16% acima da nossa estimativa). Houve 55 transações no trimestre (-26% t/t), com operações de M&A e DCM liderando a contração sequencial.

Crédito Corporativo. As receitas atingiram BRL 2,332 bilhões, +21% a/a, +4% t/t, em linha com nosso número. A carteira total ficou em BRL 281 bilhões, +7% t/t e +22% a/a. O crescimento da carteira de PME desacelerou para +2,3% t/t (vs. +11% t/t no 4T25), perdendo participação no portfólio total. Em termos de qualidade de ativos, o Stage 3 recuou para 2,1% do portfólio total no 1T, enquanto a formação de Stage 3 ficou em 0,6%.

Sales and Trading. As receitas somaram BRL 1,877 bilhões, +43% a/a, -7% t/t, e 6% acima da nossa projeção. A alocação de VaR caiu para 0,32%, permanecendo em níveis controlados. A geração de receitas é explicada majoritariamente pela forte atividade de clientes, sustentada pela volatilidade e por um portfólio de produtos diversificado.

Gestão de Recursos. As receitas somaram BRL 783 milhões, +7% a/a, -9% t/t, ficando 7% abaixo da estimativa da Safrá. O AuM total (incluindo AuA) cresceu 5% t/t para BRL 1.315 bilhões, com captações líquidas de BRL 48 bilhões e contribuições de asset servicing, além de alocações em todos os segmentos de clientes.

Wealth Management. As receitas totalizaram BRL 1,516 bilhões, com crescimento de 45% a/a e +10% t/t, ficando 7% acima da nossa estimativa. A base de WuM avançou 4% t/t para BRL 1,279 trilhão, sustentada por captações líquidas de BRL 35 bilhões no trimestre, de natureza orgânica.

Consumer Finance & Banking. A carteira de crédito de CF atingiu BRL 73,4 bilhões (+14% t/t e +34% a/a), impulsionada principalmente por crédito consignado, que totalizou BRL 28,8 bilhões. As receitas somaram BRL 1,125 bilhões, +20% t/t e +40% a/a. O número ficou 17% acima da nossa estimativa, refletindo forte expansão tanto na carteira de consignado privado quanto na de veículos.

Analista: Daniel Vaz

Telefônica Brasil: resultados do 1T26 – pós-pago e FTTH seguem sustentando o desempenho

Visão Safrá. Mista. A receita líquida do 1T26 da Vivo ficou em linha com a nossa estimativa, em BRL 15,46 bilhões (+0,7% vs. nós, +7,4% a/a), mas o EBITDA ficou 5% abaixo, totalizando BRL 6,21 bilhões (vs. BRL 6,54 bilhões estimados, ainda +8,9% a/a). A margem ficou em 40,2% (+0,5pp a/a), pressionada por opex recorrente acima do esperado, explicado principalmente pelo COGS crescendo com a venda de aparelhos (+12,3% a/a) e pelo aumento de 13% a/a na provisão para inadimplência, relacionado a um cliente corporativo B2B específico. O EBITDA pós-arrendamentos cresceu +9,7% a/a para BRL 4,8 bilhões (margem de 31,1%, +0,6pp a/a), confirmando que a alavancagem operacional segue intacta apesar da consolidação da FiBrasil.

A MSR cresceu +6,6% a/a para BRL 9,881 bilhões. A receita de pós-pago avançou +7,8% a/a e agora representa 86,6% da MSR total (+1,0pp a/a). A base de clientes pós-pagos atingiu 72,1 milhões (+6,9% a/a), ou 51,6 milhões excluindo M2M (+7,2% a/a). O ARPU de pós-pago ex M2M ficou em BRL 52,6 (+0,8% a/a), apoiado pela migração contínua do pré-pago para controle e do controle para pós-pago puro, além de um mix de clientes mais favorável. O churn do pós-pago permaneceu no mínimo histórico de 1,0% (-0,1pp a/a). A receita de pré-pago caiu -1,0% a/a, marcando o quarto trimestre consecutivo de melhora a/a (de -11,4% a/a no 1T25), com ARPU de pré-pago +10,0% a/a impulsionado por maior frequência de recargas. As vendas de aparelhos dispararam +26,6% a/a, o maior crescimento a/a desde o 2T21.

A receita líquida total de fixos cresceu +5,1% a/a para BRL 4,424 bilhões. A receita de FTTH aumentou +9,3% a/a para BRL 2,076 bilhões, apoiada por 8,0 milhões de casas conectadas (+11,5% a/a) e 31,5 milhões de casas passadas (+6,2% a/a). A penetração de FTTH chegou a 25,4% (+1,2pps a/a) e o ARPU de FTTH avançou +0,8% t/t para BRL 87,7, com churn estável em 1,5%. A convergência segue fazendo o trabalho: o bundle Vivo Total cresceu +32,6% a/a e agora representa 44,7% de todos os acessos FTTH (+7,1pps a/a), respondendo por 83,2% das adições brutas de FTTH nas lojas físicas próprias no 1T26. Os serviços corporativos de Dados, TI e Digitais cresceram +8,5% a/a para BRL 1,423 bilhões, com a receita B2B Digital dentro dessa linha em BRL 1,013 bilhões (+14,8% a/a). Os serviços fixos legados (voz, xDSL, FTTC, IPTV) recuaram -7,3% a/a, em linha com o runoff estrutural.

O EBITDA consolidado atingiu BRL 6,209 bilhões (+8,9% a/a), com a margem expandindo para 40,2% (+0,5pp a/a). O EBITDA pós-arrendamentos ficou em BRL 4,800 bilhões (+9,7% a/a, margem de 31,1%, +0,6pp a/a). O EBITDA ficou BRL 328 milhões abaixo da nossa estimativa (BRL 6,21 bilhões vs. BRL 6,54 bilhões, -5% A/E), devido a opex recorrente acima do esperado, principalmente explicado pelo COGS acompanhando a venda de aparelhos (+12,3% a/a) e pelo aumento de 13% a/a na provisão para inadimplência de um cliente corporativo B2B específico. Os custos totais cresceram +6,5% a/a, com COGS +12,3% a/a, parcialmente compensado por crescimento de apenas +3,8% a/a nos custos comerciais e de infraestrutura (abaixo da inflação pelo quinto trimestre consecutivo). A provisão para inadimplência aumentou +13,2% a/a (2,8% da receita bruta, +0,1pp a/a), parcialmente impactada por um cliente corporativo específico. A linha de outras receitas/despesas operacionais melhorou para uma despesa de BRL 19 milhões no 1T26, frente a uma despesa de BRL 116 milhões no 1T25, à medida que o crescimento dos custos operacionais foi parcialmente compensado por ganhos de capital com vendas de ativos relacionadas à concessão. A receita com essas vendas de ativos somou BRL 86 milhões no 1T26, integralmente proveniente de cobre, acima dos BRL 23 milhões no 1T25. As

vendas de cobre foram temporariamente interrompidas em março após decisão do STF sobre tributação de sucata e retomadas em abril. A companhia reiterou o compromisso de BRL 4,5 bilhões em vendas de ativos oriundas da migração da concessão (BRL 3,0 bilhões em cobre e BRL 1,5 bilhão em imóveis), a serem concluídas até 2028.

Analista: Silvio Dória

Marcopolo: Fabus divulgou os dados de abril; leitura ligeiramente positiva para a Marcopolo

A Associação Nacional dos Fabricantes de Ônibus (Fabus) divulgou seus dados mensais de abril, com a produção total mensal de carrocerias de ônibus em 2.520 unidades (2.279 excluindo Volare), alta de +10% a/a, porém queda de -6% m/m (a produção por dia útil atingiu 126 unidades, alta de +10% a/a e +4% m/m). No acumulado do ano, a produção alcançou 8.716 unidades (7.652 ex Volare), avanço de 2% a/a.

Na abertura por segmento, destacamos: (i) ônibus urbanos com 948 unidades (+29% a/a e +16% m/m) e 3.029 unidades no acumulado do ano (-3,6% a/a); (ii) ônibus rodoviários com 611 unidades (-9% a/a e -2% m/m) e 2.008 unidades no acumulado do ano (-11% a/a); (iii) micro-ônibus com 720 unidades (+20% a/a e -18,6% m/m) e 2.615 unidades no acumulado do ano (+28% a/a).

Quanto à Marcopolo, considerando Neobus e Volare, a produção mensal atingiu 1.213 unidades, alta de +9% a/a, mas queda de -5,4% m/m. No acumulado do ano, a produção totalizou 3.908 unidades, queda de -2,2%. A produção por dia útil ficou em 61 unidades, alta de +9% a/a e +4% m/m. Na abertura por segmento, destacamos: (i) produção de ônibus urbanos em 163 unidades (-20% a/a e -20% m/m) e 522 unidades no acumulado do ano (-28% a/a); (ii) produção de ônibus rodoviários em 272 unidades (-23% a/a e -3,5% m/m) e 874 unidades no acumulado do ano (-23% a/a); (iii) produção de micro-ônibus em 537 unidades (+105% a/a e +19% m/m) e 1.448 unidades no acumulado do ano (+41% a/a); (iv) produção da Volare em 241 unidades (-18% a/a e -30,5% m/m) e 1.064 unidades no acumulado do ano (-4% a/a). As exportações mensais da companhia totalizaram 130 unidades (-29% a/a, mas +26% m/m), com a seguinte abertura: (a) ônibus urbanos, 23 unidades (+53% a/a e +229% m/m); (b) ônibus rodoviários, 87 unidades (-2,2% a/a e +21% m/m); (c) micro-ônibus, 1 unidade (-96,3% a/a e -86% m/m); (d) Volare, 19 unidades (-63% a/a e +12% m/m).

Nossa visão. Leitura ligeiramente positiva para a Marcopolo. No geral, observamos um desempenho positivo de volumes (impulsionado por entregas ao Ministério da Saúde), parcialmente compensado por um mix pior, devido à menor participação de ônibus rodoviários e exportações.

Os dados da Fabus mostram que a produção consolidada da Marcopolo cresceu 9% a/a em abril, para 1.213 unidades, em linha com o crescimento da indústria como um todo (+9,7% a/a). Na base m/m, a produção recuou 5,4%, refletindo menor número de dias úteis. O crescimento foi impulsionado pelos micro-ônibus (+105% a/a), provavelmente em grande parte atribuído às entregas relacionadas aos pedidos do Ministério da Saúde, que mais do que compensaram o desempenho mais fraco de ônibus rodoviários (-23% a/a), ônibus urbanos (-20% a/a) e Volare (-18% a/a), pois acreditamos que a companhia pode estar direcionando capacidade produtiva para atender esses pedidos. Enquanto isso, as exportações continuaram sendo um vetor negativo relevante, com queda de 29% a/a em abril e de 20% no acumulado do ano, reforçando um ambiente externo ainda desafiador de demanda, principalmente devido à demanda mais fraca da Argentina, conforme destacado pela Anfavea.

Analista: Luiza Mussi

PetroReconcavo: dados de produção de abril

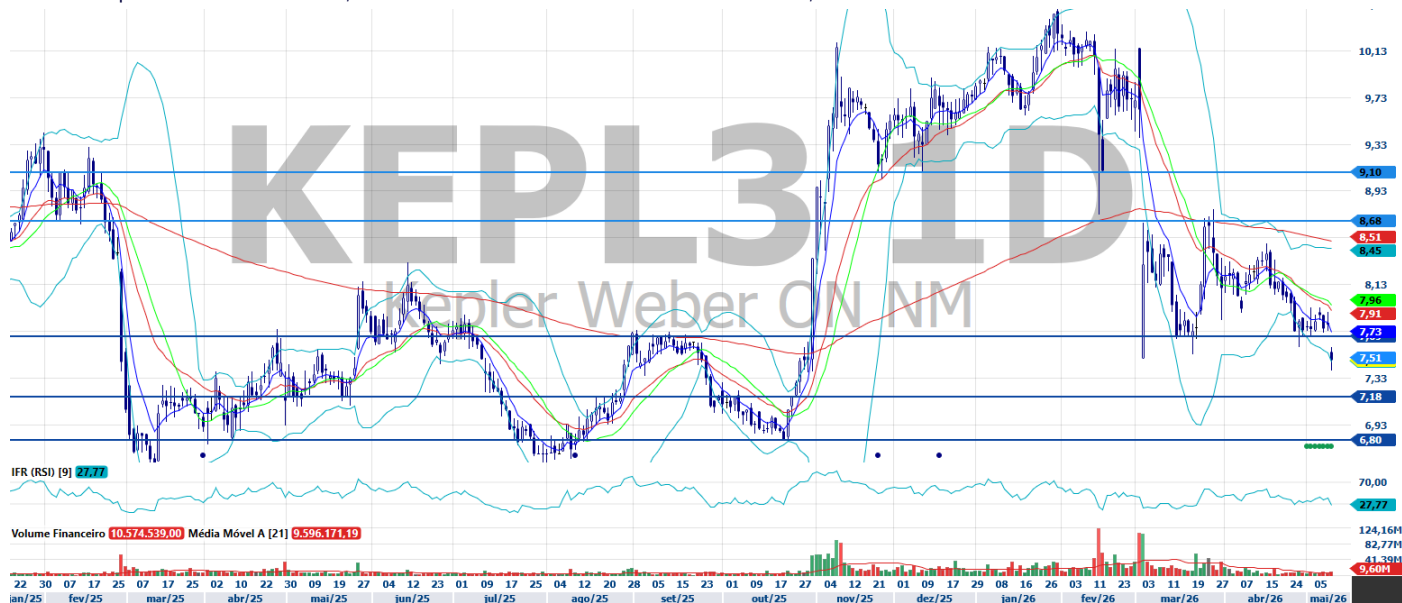
A PetroReconcavo reportou números de produção ligeiramente mais fracos em abril, com a produção consolidada atingindo 24,4 mil boepd, queda de 1,2% m/m em relação aos 24,6 mil boepd de março. O desempenho do mês foi majoritariamente impactado pela menor produção no ativo Potiguar, em função de paradas não programadas na estação de Livramento, além de quedas no fornecimento de energia em determinados campos. No ativo Bahia, a produção ficou em geral estável, uma vez que os maiores volumes de gás, decorrentes dos workovers realizados, foram parcialmente compensados por menores volumes de óleo, em razão de uma falha em um poço de alto fluxo e de uma interrupção no fornecimento de energia em Tiê. Em abril, a relação entre entregas e produção aumentou 147bps, para 97,0.

Analista: Conrado Vegner

Recomendação Gráfica

Venda: KEPL3 | **Gatilho de Entrada:** 7,60 – 7,50 | **Objetivo:** 7,18 (+5,53%) | **Stop:** 7,96 (-4,74%)

Para o investidor que conhece os conceitos da análise técnica, recomendamos venda em KEPL. KEPL3 apresenta bons indicativos de que poderá desvalorizar nos próximos dias. O papel perde o suporte anterior e sinaliza correção no curto prazo. Dessa forma, recomendamos venda com alvo em 7,18.



KEPL3 – Diário – criado em 12/05/2026

O investidor que optar por seguir a recomendação acima deve acompanhar a variação do papel para estar ciente caso este venha a atingir o objetivo ou o stop recomendado, e deverá, por conta própria, realizar o encerramento da operação, seja via Homebroker ou via Mesa de Operações. A Safra Corretora não enviará qualquer tipo de aviso e/ou notificação caso o papel atinja os pontos de objetivo e/ou stop definidos.

No momento da contratação da operação, o investidor precisa verificar se o preço de entrada está de acordo com o descrito na recomendação. Caso quaisquer um dos preços dos pontos de objetivo já tenha sido atingido e/ou superado, o investidor deve desconsiderar a operação recomendada. A operação sugerida é válida apenas para a data da publicação deste relatório e/ou até que seja atingido algum dos parâmetros estabelecidos.

Luana Nunes – Analista Gráfica, CNPI-P

“Analista de valores mobiliários credenciada responsável pelas declarações nos termos do Art 21 da Resolução N°20 da CVM”

Calendário de resultados do 1T26

Calendario de Resultados de Empresas				
Maio				
11/mai	12/mai	13/mai	14/mai	15/mai
Direcional	Armac	Banco do Brasil	Cosan	Copasa
Energisa	Blau	Brava Energia	CPFL	Credicorp
Itausa	Braskem	Casas Bahia	Cyrela	Simpar
MRV	BTG Pactual	Eneva	Even	-
Natura&Co	Cury	Equatorial	Grupo Mateus	-
Petrobras	Dasa	JSL	MBRF	-
SBF	JBS	Movida	Nubank	-
Telefônica	PagBank	Qualicorp	Orizon	-
Track & Field	Vitru	Raizen	Sanepar	-
-	Viveo	Rede D'Or	Stone	-
-	-	-	Vamos	-

Declarações gerais

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

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

	1	2	3	4
Analista				

- 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 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 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 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 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.