

ESTRATÉGIA

Monitor de Resultados do 2T26 – em ritmo mais lento do que o esperado...

O que há de novo? Neste relatório, analisamos a temporada de resultados do 2T26 das companhias sob nossa cobertura e apresentamos a visão dos nossos analistas sobre as possíveis tendências para o 3T26. Resumidamente, a temporada apresentou forte crescimento anual de receitas, que atingiram as expectativas, mas não se traduziram em crescimento de EBITDA e lucro na mesma magnitude quando excluído o efeito de Petrobras e Vale da comparação. As margens foram pressionadas devido ao impacto de itens não recorrentes, inadimplência e despesas financeiras, e a tendência de deterioração dos ativos ficou mais evidente para o setor bancário.

Conclusão? O desempenho consolidado do trimestre veio em linha com o esperado, mas ao excluir PETR e VALE da amostra, o lucro líquido teria ficado abaixo de nossa expectativa. Considerando todas as empresas, receita, EBITDA e lucro líquido cresceram 13,8%, 19,3% e 24,2%, respectivamente, ante o mesmo período do ano anterior. Contudo, os resultados vieram apenas levemente acima das expectativas (+1,5%, +4,1% e +1,1%, respectivamente). A Petrobras apresentou resultados fortes anuais impulsionando o consolidado, com surpresa de 8,5% no EBITDA e de 23,6% no lucro líquido, apresentando margens superiores às projeções. Entre as companhias domésticas, o crescimento anual de receita (+9,7%) e EBITDA (+0,4%) ficou próximo de nossas projeções, mas o lucro líquido (+5,9%) ficou abaixo de nossa projeção (-4,8% vs nossas estimativas). Setorialmente, 11 dos 16 setores acompanhados apresentaram expansão de lucro ano contra ano.

Pontos positivos? Os segmentos que se destacaram com uma combinação de performance anual positiva e números acima do esperado foram: **(i) Petróleo e Gás** – petroleiras foram beneficiadas pela alta do petróleo e as distribuidoras apresentaram margens unitárias mais fortes e desalavancagem relevante; **(ii) Farmácias** – dinâmica de crescimento de vendas em mesmas lojas e expansão de margem apoiaram o processo de desalavancagem; **(iii) Locação de Automóveis** – ticket e ocupação das frotas registraram aumentos; **(iv) Siderurgia** – os destaques foram preços locais e margem de Gerdau na América do Norte.

Pontos negativos? Os segmentos que se destacaram negativamente com uma combinação de performance negativa e números abaixo do esperado foram: **(i) Serviços Financeiros** – a piora da qualidade dos ativos e a dinâmica mais branda da margem financeira pressionaram os lucros; **(ii) Alimentos e Bebidas** – a queda de volumes no setor de bebidas e a oferta restrita de gado nos EUA continuam comprimindo as margens, enquanto o preço das commodities afetou negativamente M. Dias Branco e Três Tentos; **(iii) Utilidades Básicas** – tanto as empresas de saneamento quanto de distribuição de energia sofreram com itens não recorrentes, inadimplência e custos mais altos, enquanto as geradoras de energia sofreram restrição na geração eólica e tiveram menores ganhos com o mercado spot.

Cauê Pinheiro

+5511 3175 4296

caue.pinheiro@safra.com.br

Carolina Carneiro

+5511 3175 4266

carolina.carneiro@safra.com.br

Yves Adam, CFA

+5511 3175 7926

yves.adam@safra.com.br

Luana Nunes

+55 11 3175 3994

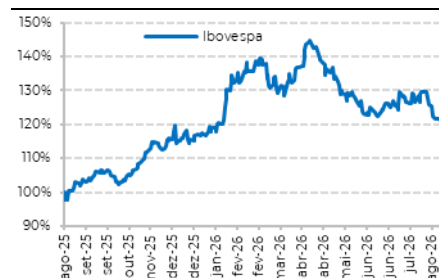
luana.nunes@safra.com.br

Ibovespa

Preço atual 166.335

Preço-alvo 220.000

Potencial de valorização +32,26%

Ibovespa (12 meses)


Fonte: Safr e Bloomberg.

Figuras 1 e 2: Destaques positivos: Petróleo e Gás, Farmácias, Locação de Automóveis e Siderurgia

Resultado vs expectativa Safrá no 2T26 por setor				2T26 - Desempenho ano contra ano por setor			
Sector	Receita Líquida	EBITDA	Lucro Líquido	Sector	Receita Líquida	EBITDA	Lucro Líquido
Concessões	1,5%	2,0%	8,2%	Concessões	13,3%	16,5%	19,1%
Utilidades básicas	5,6%	-2,4%	-7,7%	Utilidades básicas	4,2%	3,6%	-9,5%
Transportes	0,0%	0,1%	6,0%	Transportes	11,9%	10,9%	23,4%
TMT	0,4%	0,0%	-6,1%	TMT	6,7%	10,2%	12,7%
Varejo	-0,7%	4,0%	15,2%	Varejo	16,4%	-55,5%	-20,4%
Petróleo e Gás	3,8%	6,9%	21,7%	Petróleo e Gás	30,6%	78,7%	122,7%
Siderurgia e mineração	0,3%	6,2%	-33,2%	Siderurgia e mineração	6,5%	2,6%	-16,0%
Construtoras	1,4%	-9,7%	-18,6%	Construtoras	11,4%	17,0%	72,2%
Shoppings	3,1%	3,5%	5,1%	Shoppings	-1,1%	4,0%	2,5%
Saúde	-0,8%	1,8%	10,5%	Saúde	4,2%	3,9%	9,2%
Serviços Financeiros	-0,4%	-	0,3%	Serviços Financeiros	11,4%	-	11,7%
Industrial	3,6%	12,9%	22,7%	Industrial	5,6%	10,5%	6,0%
Farmácia	-1,1%	-0,9%	0,6%	Farmácia	9,6%	12,1%	18,9%
Alimentos e Bebidas	1,1%	0,8%	-19,2%	Alimentos e Bebidas	6,5%	-9,8%	-39,4%
Papel e Celulose	1,4%	4,6%	-60,5%	Papel e Celulose	-8,4%	-16,1%	-62,7%
Educação	-0,2%	0,4%	9,4%	Educação	8,8%	5,9%	15,4%
Total	1,5%	4,1%	1,1%	Total	13,8%	19,3%	24,2%
(Ex PETR4 & VALE3)	1,1%	1,3%	-4,8%	(Ex PETR4 & VALE3)	9,7%	0,4%	5,9%

Fonte: Safrá.

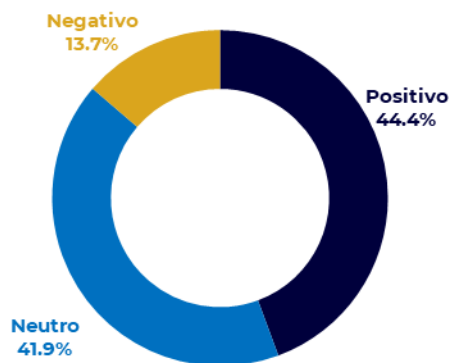
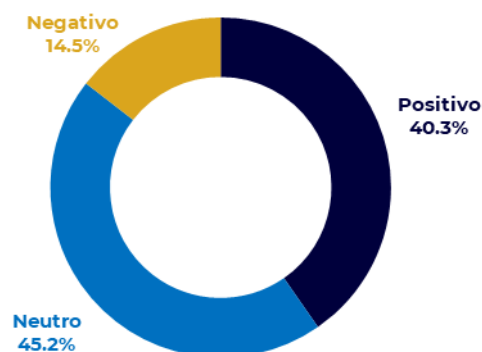
Analisando as palavras mais mencionadas nas teleconferências do 2T26, houve um tom mais construtivo, embora o custo de capital ainda tenha se mantido no centro da discussão. Seleccionamos as palavras mais mencionadas durante as teleconferências de resultados do 2T26 das companhias brasileiras sob a nossa cobertura para entendermos como o sentimento evoluiu desde o último trimestre. Diferentemente do 1T26, quando observamos uma queda disseminada nos termos de conotação positiva, notamos agora uma recuperação: as menções a “favorável” “sólido” e “dividendos” avançaram até 29,9% t/t, e houve redução na menção de termos como “inflação”, sugerindo maior confiança das gestões na evolução operacional. Em contrapartida, “taxa de juros” e “dívida líquida” foram os termos negativos que mais cresceram em menções, reforçando que a estrutura de capital e o custo da dívida seguem no centro das discussões. O termo “riscos” ficou estável, enquanto a frequência do termo “desafiador” subiu 14,9%, puxado por shoppings, transportes, bens de capital e varejo. Em relação ao tema de inteligência artificial, as menções a “IA” e termos correlatos voltaram a crescer, com alta de 20,2% t/t após a queda de 23,7% no 1T26.

Figura 3. Variação trimestral da menção de palavras (2T26 vs. 1T26)

Sector	Taxa de Juros	Inflação	Dívida Líquida	Riscos	Perdas	Desafiador	Dividendos	Sólido	Desalavancagem	Melhorar/Melhorado	Favorável	IA
Alimentos e Bebidas	-25,0%	-28,6%	12,5%	14,3%	350,0%	-7,7%	-20,0%	-30,4%	-30,4%	-8,5%	42,9%	n.a.
Bens de Capital	60,0%	31,8%	33,3%	-16,7%	-33,3%	141,2%	-6,3%	0,0%	18,4%	47,1%	53,8%	175,0%
Construtoras	4,5%	-37,7%	53,8%	-26,7%	66,7%	-6,3%	-17,4%	88,9%	13,6%	8,7%	100,0%	n.a.
Educação	133,3%	114,3%	120,0%	-33,3%	0,0%	5,9%	260,0%	114,3%	183,9%	150,8%	800,0%	-75,0%
Papel e Celulose	200,0%	-20,0%	33,3%	50,0%	50,0%	-33,3%	-42,9%	100,0%	-7,1%	-8,0%	-33,3%	n.a.
Petróleo e Gás	100,0%	-50,0%	43,8%	-5,3%	-25,0%	-28,0%	37,5%	20,0%	18,2%	-2,6%	-46,2%	n.a.
Saúde	100,0%	0,0%	-16,7%	14,3%	52,4%	0,0%	50,0%	-37,5%	29,2%	58,8%	200,0%	-40,0%
Serviços Financeiros	1,6%	12,5%	300,0%	-4,6%	-7,1%	-20,9%	7,8%	34,5%	2,3%	10,8%	42,9%	50,0%
Shoppings	-63,6%	-71,4%	-60,0%	66,7%	n.a.	200,0%	71,4%	0,0%	4,3%	-21,6%	0,0%	n.a.
Siderurgia e Mineração	100,0%	-12,5%	-20,0%	-18,8%	-28,6%	0,0%	-45,9%	88,9%	0,7%	2,8%	-10,0%	n.a.
TMT	0,0%	-23,5%	50,0%	42,9%	0,0%	-60,0%	11,1%	42,9%	-3,7%	-4,7%	n.a.	-3,6%
Transportes	0,0%	44,4%	28,6%	-6,3%	-42,9%	187,5%	57,1%	-63,6%	65,5%	14,0%	18,2%	-14,3%
Utilidades Básicas	-28,6%	22,7%	5,0%	27,8%	-4,3%	-11,1%	16,7%	33,3%	-11,3%	5,1%	83,3%	80,0%
Varejo	53,3%	-16,7%	-10,5%	24,3%	39,4%	39,5%	27,1%	10,7%	4,0%	24,8%	11,1%	59,3%
Total	18,0%	-8,8%	19,4%	1,8%	5,4%	14,9%	16,6%	18,2%	13,3%	18,3%	29,9%	20,2%

Fonte: Bloomberg e Safrá.

Um trimestre menos positivo do que o esperado, e um 3T26 mais neutro. Nossos analistas esperavam que apenas cerca de 14% das empresas divulgassem resultados negativos e projetavam 44% de resultados positivos, enquanto aproximadamente 26% das empresas apresentaram resultados considerados negativos, na média. De toda forma, nosso time ainda projeta 40,3% de resultados positivos para o 3T26e, patamar menor em relação aos 44,4% que tínhamos para o 2T26e. No entanto, houve elevação nas projeções para resultados neutros (45,2% vs. 41,9%) e aumento, ainda que marginal, nas projeções para resultados negativos (14,5% vs. 13,7%).

Figura 4. Expectativas para o 2T26**Figura 5. Expectativas para o 3T26**

Fonte: Safrá.

O que esperar para o 3T26? Projetamos resultados positivos para os seguintes setores: **(i) Petróleo e Gás e Distribuição de Combustíveis** – apesar da tendência de queda dos preços do petróleo em relação ao 2T26, os níveis atuais permanecem favoráveis e as perspectivas mais positivas para produção devem dar contribuição adicional aos resultados, enquanto para as distribuidoras esperamos margens unitárias menores em relação ao trimestre anterior, porém ainda saudáveis, além de volumes sazonalmente maiores; **(ii) Farmácias** – seguimos esperando crescimento saudável de receita para o varejo farmacêutico, apoiado pela expansão contínua da penetração dos medicamentos à base de GLP-1 e, principalmente, pelo lançamento esperado de genéricos/similares dessa classe, que representa um catalisador relevante para as empresas sob nossa cobertura; **(iii) Siderurgia** – na Gerdau, as margens na América do Norte devem crescer com os reajustes de preços implementados no fim do 2T26, e a geração de caixa deve aumentar de forma significativa com a sazonalidade de menores pagamentos de juros e impostos e a liberação de capital de giro; **(iv) Papel e Celulose** – esperamos resultados sequencialmente mais fortes na Klabin, com volumes e preços mais elevados de papel e embalagens e continuidade da melhora de margens da Dexco (Madeira e Deca), enquanto temos visão mista para Suzano, já que preços de celulose menores devem ser parcialmente compensados por um BRL mais depreciado e por maiores volumes de vendas; **(v) Alimentos e Bebidas** – após um 2T26 sem destaques positivos, esperamos que a Minerva apresente um 2S mais forte e tendências gradualmente mais benignas para aves, e projetamos recuperação da geração de fluxo de caixa livre para todas as companhias.

Figura 6: Resumo do 2T26 por setor e por empresa

Setor	Segmentos	Empresas	Ticker	Recomendação	2T26	3T26
Alimentos e Bebidas	Beverages	Ambev	ABEV3	Venda	Neutro	Neutro
	Food	M. Dias Branco	MDIA3	Neutro	Negativo	Neutro
	Meatpackers	Minerva	BEEF3	Compra	Negativo	Positivo
	Meatpackers	JBS	JBSS3	Neutro	Negativo	Neutro
	Meatpackers	MBRF	MBRF3	Neutro	Neutro	Neutro
Bens de Capital	Agribusiness	Três Tentos	TTEN3	Compra	Negativo	Positivo
	Autopeças	Randon	RAPT4	Compra	Neutro	Neutro
	Autopeças	Frasle	FRAS3	Compra	Positivo	Positivo
	Autopeças	lochpe-Maxion	MYPK3	Neutro	Positivo	Positivo
	Bens industriais	Marcopolo	POMO4	Compra	Negativo	Negativo
	Bens industriais	Weg	WEGE3	Compra	Positivo	Positivo
	Bens industriais	Embraer	EMBJ	Compra	Positivo	Positivo
Construção	Locação de pesados	Armac	ARML3	Neutro	Neutro	Neutro
	Terceirização	GPS	GGPS3	Compra	Neutro	Neutro
	Baixa Renda	Cury	CURY3	Compra	Neutro	Positivo
	Baixa Renda	Direcional	DIRR3	Compra	Neutro	Positivo
	Baixa Renda	Plano & Plano	PLPL3	Compra	Negativo	Neutro
	Baixa Renda	MRV & Co	MRVE3	Neutro	Neutro	Positivo
	Baixa Renda	Tenda	TEND3	Compra	Positivo	Positivo
	Média/Alta Renda	Cyrela	CYRE3	Compra	Positivo	Positivo
	Média/Alta Renda	Lavvi	LAVV3	Compra	Neutro	Neutro
E-commerce	Média/Alta Renda	Eztec	EZTC3	Compra	Neutro	Neutro
	Média/Alta Renda	Even	EVEN3	Neutro	Negativo	Neutro
	Média/Alta Renda	Moura Dubeux	MDNE3	Compra	Positivo	Positivo
Educação	E-commerce	Mercado Livre	MELI	Compra	Negativo	Neutro
	E-commerce	Magazine Luiza	MGLU3	Neutro	Negativo	Negativo
	E-commerce	Grupo Casas Bahia	BHIA3	N.A.	Negativo	Negativo
Petróleo, gás e petroquímicos	Educação	Ânima	ANIM3	Compra	Neutro	Neutro
	Educação	Yduqs	YDUQ3	Compra	Neutro	Neutro
	Educação	Cogna	COGN3	Compra	Positivo	Positivo
	Educação	Vitru	VTRU3	Compra	Positivo	Positivo
Energia Elétrica	E&P	Petrobras	PETR4	Compra	Positivo	Positivo
	E&P	PRIIO	PRIO3	Neutro	Positivo	Positivo
	E&P	Brava	BRAV3	Neutro	Positivo	Positivo
	E&P	PetroReconcavo	RECV3	Neutro	Positivo	Positivo
	Distribuição de Combustível	Vibra	VBBR3	Compra	Positivo	Positivo
	Distribuição de Combustível	Ultrapar	UGPA3	Neutro	Positivo	Positivo
	Distribuição de Combustível	Cosan	CSAN3	Compra	Positivo	Positivo
Farmácia	Distribuição	Energisa	ENGII1	Compra	Negativo	Neutro
	Distribuição	Equatorial	EQTL3	Compra	Neutro	Neutro
	Geração	Auren	AURE3	Neutro	Negativo	Negativo
	Geração	Eneva	ENEV3	Compra	Positivo	Neutro
	Geração	Engie	EGIE3	Venda	Neutro	Neutro
	Integrada	Axia Energia	AXIA3/AXIA6	Compra	Neutro	Neutro
	Integrada	Cemig	CMIG4	Neutro	Neutro	Neutro
	Integrada	Copel	CPLE3	Compra	Neutro	Neutro
	Integrada	CPFL	CPFE3	Neutro	Neutro	Neutro
	Transmissão	Alupar	ALUP11	Compra	Neutro	Neutro
Papel e Celulose	Transmissão	CTEEP	ISAE4	Venda	Neutro	Neutro
	Transmissão	Taesá	TAEI11	Neutro	Neutro	Neutro
	Transmissão	Taesá	TAEI11	Neutro	Neutro	Neutro
Saneamento	Indústria	Blau	BLAU3	Neutro	Positivo	Neutro
	Indústria	Hypera	HYPE3	Compra	Positivo	Positivo
	Varejo	Pague Menos	PGMN3	Compra	Positivo	Positivo
	Varejo	Raia Drogasil	RADL3	Compra	Positivo	Positivo
	Varejo	Panvel	PNVL3	Compra	Positivo	Positivo
Saneamento	Papel e Celulose	Suzano	SUZB3	Compra	Neutro	Neutro
	Papel e Celulose	Klabin	KLBN11	Compra	Positivo	Positivo
	Papel e Celulose	Dexco	DXCO3	Compra	Positivo	Positivo
Saneamento	Saneamento	Copasa	CSMG3	Compra	Negativo	Neutro
	Saneamento	Sabesp	S BSP3	Compra	Negativo	Neutro
	Saneamento	Sanepar	SAPR11	Neutro	Neutro	Neutro

Fonte: Bloomberg e Safr.

Figura 7: Resumo do 2T26 por setor e por empresa

Setor	Segmentos	Empresas	Ticker	Recomendação	2T26	3T26
Saúde	Saúde	Rede D'OR	RDOR3	Compra	Positivo	Positivo
	Saúde	Hapvida	HAPV3	Neutro	Negativo	Negativo
	Saúde	Bradsaúde	SAUD3	Sob-Revisão	Neutro	Neutro
	Saúde	Fleury	FLRY3	Compra	Positivo	Positivo
	Saúde	Dasa	DASA3	Compra	Neutro	Neutro
	Saúde	Qualicorp	QUAL3	Compra	Neutro	Positivo
	Saúde	Mater Dei	MATD3	Compra	Positivo	Positivo
Serviços Financeiros	Saúde	Viveo	VVEO3	Venda	Neutro	Neutro
	Bancos Brasileiros	Itaú Unibanco	ITUB4	Compra	Neutro	Neutro
	Bancos Brasileiros	Bradesco	BBDC4	Compra	Negativo	Negativo
	Bancos Brasileiros	Banco do Brasil	BBAS3	Neutro	Negativo	Negativo
	Bancos Brasileiros	Santander Brasil	SANB11	Neutro	Negativo	Negativo
	Bancos Brasileiros	BTG Pactual	BPAC11	Compra	Neutro	Neutro
	Bancos Brasileiros	XP Inc.	XP	Compra	Neutro	Neutro
	Bancos Brasileiros	B3	B3SA3	Compra	Neutro	Neutro
	Bancos Médios	Nu Holdings	NU	Compra	Positivo	Neutro
	Bancos Médios	Inter & Co	INTR	Neutro	Neutro	Negativo
	Mercado de Capitais	PagBank	PAGS	Neutro	Negativo	Negativo
	Mercado de Capitais	Stone	STNE	Neutro	Negativo	Negativo
	Mercado de Capitais	Pine	PINE4	Compra	Positivo	Neutro
	Pagamentos	Mercantil	BMEB4	Compra	Negativo	Negativo
	Pagamentos	BB Seguridade	BBSE3	Venda	Neutro	Neutro
	Seguros	Caixa Seguridade	CXSE3	Compra	Negativo	Neutro
	Seguros	IRB Brasil	IRBR3	Compra	Positivo	Positivo
	Seguros	Porto	PSSA3	Compra	Negativo	Neutro
	Seguros	Itausa	ITSA4	Compra	Neutro	Neutro
Shoppings e Propriedades	Propriedades	Log CP	LOGG3	Compra	Neutro	Positivo
	Shoppings	Allos	ALOS3	Compra	Positivo	Positivo
	Shoppings	Iguatemi	IGTI11	Compra	Neutro	Positivo
	Shoppings	Multiplan	MULT3	Compra	Neutro	Positivo
Siderurgia e Mineração	Mineração	Vale	VALE3	Neutro	Neutro	Neutro
	Mineração	Aura	AUGO	Compra	Neutro	Positivo
	Mineração	CSN Mineração	CMIN3	Venda	Negativo	Negativo
	Siderurgia	Gerdau	GGBR4	Compra	Positivo	Positivo
	Siderurgia	Usiminas	USIM5	Neutro	Negativo	Negativo
	Siderurgia	CSN	CSNA3	Neutro	Positivo	Neutro
TMT	Tecnologia	TOTVS	TOTS3	Compra	Positivo	Positivo
	Tecnologia	Locaweb	LWSA3	Compra	Positivo	Positivo
	Tecnologia	Intelbras	INTB3	Neutro	Positivo	Neutro
	Telecom	Telefonica Brasil	VIVT3	Compra	Positivo	Neutro
Transportes	Telecom	TIM Brasil	TIMS3	Neutro	Positivo	Neutro
	Infraestrutura	Ecorodovias	ECOR3	Neutro	Neutro	Neutro
	Infraestrutura	Rumo	RAIL3	Compra	Neutro	Positivo
	Infraestrutura	Motiva	MOTV3	Compra	Positivo	Neutro
	Infraestrutura	Hidrovias do Brasil	HBSA3	Neutro	Negativo	Negativo
	Locação	Movida	MOVI3	Neutro	Positivo	Positivo
	Locação	Vamos	VAMO3	Compra	Positivo	Positivo
	Locação	Localiza	RENT3	Compra	Positivo	Positivo
Varejo Alimentar	Logística	Simpar	SIMH3	Neutro	Negativo	Neutro
	Logística	JSL	JSLG3	Compra	Negativo	Neutro
Varejo Alimentar	Varejo Alimentar	Assaí	ASAI3	Neutro	Neutro	Neutro
	Varejo Alimentar	Grupo Mateus	GMAT3	Neutro	Positivo	Neutro
Varejo Geral	Varejo Geral	Smartfit	SMFT3	Compra	Positivo	Positivo
	Varejo Geral	Natura&Co	NATU3	Neutro	Negativo	Negativo
Vestuário, calçados e joias	Luxo Acessível	AZZAS 2154	AZZA3	Neutro	Negativo	Negativo
	Luxo Acessível	Vivara	VIVA3	Neutro	Neutro	Negativo
	Popular	Lojas Renner	LREN3	Compra	Negativo	Positivo
	Popular	Guararapes	GUAR3	Compra	Positivo	Positivo
	Popular	C&A	CEAB3	Compra	Positivo	Positivo
	Popular	Grupo SBF	SBFG3	Compra	Positivo	Positivo
	Popular	Alpargatas	ALPA4	Neutro	Positivo	Neutro
	Popular	Track & Field	TFCO4	Compra	Positivo	Positivo
Gestão de Resíduos	Gestão de Resíduos	Orizon	ORVR3	Compra	Negativo	Neutro

Fonte: Bloomberg e Safr.

Figura 8: Resumo do 2T26 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Alimentos e Bebidas	Ambev	A Ambev apresentou lucro líquido acima das expectativas, principalmente em razão do menor resultado financeiro líquido, enquanto o desempenho operacional ficou amplamente em linha com nossas estimativas e com o consenso, com a companhia entregando uma expansão de margem de 102 p.b. a/a. Embora Cerveja Brasil tenha registrado melhora de 5,0% a/a nos volumes, sustentada pela categoria premium e pelo evento da Copa do Mundo da FIFA, o resultado ficou 2% abaixo da nossa expectativa e no limite inferior do intervalo do consenso. À frente, vemos bases de comparação mais desafiadoras para os volumes de Cerveja Brasil, o que pode impedir a Ambev de alcançar níveis próximos aos registrados em 2024.
	M. Dias Branco	A M. Dias Branco apresentou um resultado abaixo do esperado, refletindo a queda nos preços das commodities e o aumento das despesas com vendas, gerais e administrativas como percentual das vendas, pressionando as margens. O ambiente de consumo permanece desafiador, especialmente no mercado de massas, enquanto os dados da indústria indicam aumento de preços em biscoitos, acompanhado por contração dos volumes. Olhando à frente, não esperamos uma melhora significativa, dado que o cenário macroeconômico permanece adverso, sobretudo na Região Nordeste, onde a companhia possui forte presença, enquanto o ambiente competitivo segue bastante acirrado.
	Frigoríficos	As empresas de proteína reportaram resultados mistos, com a demanda aquecida sustentando um crescimento sólido da receita, mas as maiores necessidades de capital de giro resultando em geração de FCL mais fraca no trimestre. No segmento de carne bovina, a oferta restrita de gado nos EUA continua pressionando as margens, e a unidade de negócios da JBS operou com margens negativas, enquanto a National Beef (MBRF) registrou EBITDA próximo do breakeven. Brasil e Austrália continuam se beneficiando da forte demanda global, o que se traduziu em crescimento robusto da receita, embora as margens tenham recuado diante da pressão dos preços do gado sobre os resultados. Em aves e suínos, a deterioração dos preços das commodities nos EUA afetou negativamente a Pilgrim's Pride (JBS), enquanto o Brasil apresentou desempenho sólido nos mercados de exportação. Por outro lado, o mercado doméstico segue mais fraco, refletindo um ambiente de consumo mais adverso. Olhando à frente, ainda vemos um cenário desafiador no curto prazo para a carne bovina nos EUA, enquanto a Minerva deve apresentar um 2S mais forte e as tendências para aves parecem estar melhorando gradualmente. Além disso, a dinâmica de FCL tende a melhorar no 2S para todas as empresas.
Agribusiness	Três Tentos	A Três Tentos apresentou resultados fracos, refletindo um efeito de mix, com as margens pressionadas do segmento Industrial pesando sobre o desempenho consolidado. Trading de Grãos foi o principal destaque positivo, impulsionado pelos fortes volumes de milho e soja. Insumos Agrícolas também apresentou bom desempenho, com sólido crescimento da receita e expansão de margens. Por outro lado, diversos fatores impactaram negativamente o segmento Industrial, incluindo a suspensão dos benefícios de PIS/COFINS, os menores preços do farelo de soja e do biodiesel, os custos mais elevados de insumos e os compromissos de venda de farelo e óleo de soja, que pressionaram os resultados. Olhando à frente, esperamos uma melhora nos indicadores operacionais, principalmente em função de tendências sazonais.
Bens de Capital	Autopeças	A Frasle apresentou um trimestre positivo. A receita líquida alcançou BRL 1,385 bi (+1,8% a/a), pressionada pela valorização do BRL e por exportações mais fracas em meio às condições mais desafiadoras do mercado argentino. Apesar do crescimento limitado da receita, as melhorias operacionais, as sinergias da Dacomsa, o mix de produtos mais favorável e os efeitos cambiais positivos sobre os custos de componentes importados levaram a margem EBITDA a um nível recorde de 20,4% (+290 p.b. a/a; +110 p.b. vs. consenso), embora a contribuição relativa do câmbio e dos ganhos operacionais permaneça incerta. Excluindo um efeito positivo não recorrente de BRL 6 mi, a margem EBITDA teria alcançado 20,0%, ainda expandindo 242 p.b. a/a e superando o consenso em 67 p.b. Aliado a um resultado financeiro mais forte, o sólido desempenho operacional levou o lucro líquido a BRL 87,5 mi (+76% a/a; 4% acima do consenso). A Randoncorp apresentou um trimestre misto. A receita líquida alcançou BRL 3,315 bi (+0,9% a/a; 1,1% abaixo do consenso), pressionada pela queda de 9,6% a/a nos mercados internacionais, principalmente devido à conversão cambial, uma vez que a receita internacional aumentou 1% a/a em dólares. As operações industriais principais melhoraram, com o EBITDA aumentando 19,4% a/a, para BRL 440 mi, e a margem expandindo 206 p.b., para 13,3%, 79 p.b. acima do consenso, apoiada por ganhos de eficiência, mix mais favorável e diluição de custos fixos. Excluindo os efeitos não recorrentes, a margem EBITDA alcançou 12,6% (+142 p.b. a/a; 15 p.b. acima do consenso), confirmando a melhora operacional subjacente. No entanto, o prejuízo líquido aumentou para BRL 90 mi, ante BRL 35 mi no 2T25 e o consenso de lucro de BRL 9 mi, devido à Addiante, aos impostos elevados e ao impacto de BRL 80 mi decorrente das operações descontinuadas da Delta Global. Excluindo a Delta Global, o prejuízo líquido teria sido de BRL 10 mi. A Iochpe-Maxion apresentou um trimestre levemente positivo. A receita líquida alcançou BRL 4,012 bi (-2,3% a/a), pressionada pela valorização do BRL e pelas condições mais fracas dos mercados brasileiro e europeu, embora a receita teria aumentado 6% a/a excluindo os efeitos cambiais. O EBITDA recuou 7,3% a/a, para BRL 418 mi, com contração de 56 p.b. na margem para 10,4%, mas superando o consenso em 72 p.b. e o Safr em 23 p.b. Excluindo os benefícios não recorrentes, a margem EBITDA ajustada teria alcançado 10,1% (-84 p.b. a/a; 43 p.b. acima do consenso; amplamente em linha com o Safr). A contração a/a refletiu a menor absorção de custos fixos e o atraso no repasse dos maiores custos de matéria-prima, enquanto o principal ponto positivo foi a continuidade da melhora sequencial da margem e os primeiros sinais de estabilização na América do Norte, ainda que sobre uma base de comparação mais fácil. O lucro líquido permaneceu estável a/a, em BRL 87 mi, acima dos BRL 68 mi do consenso, apoiado por um resultado financeiro melhor.

Fonte: Bloomberg e Safr.

Figura 9: Resumo do 2T26 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Bens de Capital	Locação de Pesados	A Armac apresentou um trimestre misto. A receita líquida alcançou BRL 546 mi (+21% a/a; 1,3% abaixo do consenso), impulsionada pelo aumento de 94% na receita de venda de ativos e pelo crescimento de 8% em Locação e Serviços, refletindo a consolidação integral das aquisições recentes durante o trimestre e a conclusão das desmobilizações de contratos de baixa margem. O EBITDA atingiu BRL 218 mi, com margem de 40% (+870 p.b. a/a; 30 p.b. acima do consenso). Excluindo BRL 3,7 mi em despesas não recorrentes, a margem EBITDA ajustada alcançou 40,6% (+370 p.b. a/a; 98 p.b. acima do consenso), refletindo a reestruturação dos contratos de locação e a redução dos custos fixos. O lucro líquido melhorou para BRL 8 mi, ante prejuízo de BRL 6,7 mi no 2T25, mas ficou 13,6% abaixo do consenso, uma vez que maiores despesas financeiras e com depreciação e amortização compensaram os ganhos operacionais. Excluindo o maior benefício fiscal, de BRL 23 mi, o lucro líquido teria sido negativo em BRL 10,4 mi.
	Indústria	A Embraer apresentou um trimestre positivo. O EBIT ajustado ex EVE alcançou USD 297 mi (+55% a/a), com margem de 13,3% (+274 p.b. a/a), significativamente beneficiada por um crédito tributário extraordinário. Excluindo esse benefício e mantendo os custos tarifários, a margem teria sido de 10,2%, ainda 141 p.b. acima do consenso, mas 30 p.b. abaixo do nível no ano anterior, principalmente devido a maiores despesas com P&D e a um mix de clientes mais fraco no segmento de Aviação Comercial. Excluindo o impacto tarifário remanescente, a margem teria alcançado 10,6%. O segmento de Aviação Comercial foi o principal ponto negativo, com a margem recuando 134 p.b. a/a, para 2,9%. O FCF ex EVE atingiu USD 401 mi, beneficiado por aproximadamente USD 68 mi provenientes do crédito tributário e USD 300 mi advindos principalmente de adiantamentos de clientes relacionados ao segmento de Defesa. A Embraer elevou seu guidance de margem EBIT ajustada em 2026 para 10,0%-10,6% e o guidance de FCF para acima de USD 400 mi. A WEG apresentou um 2T26 positivo. A receita alcançou BRL 10,144 bi (-0,6% a/a), superando as expectativas, uma vez que a queda de 5% no mercado doméstico desacelerou em relação ao 1T26 e a receita externa aumentou 2,3% em BRL e 14,7% em USD. A margem bruta se recuperou sequencialmente e recuou apenas 40 p.b. a/a, apesar da pressão dos custos de cobre, do câmbio e das tarifas nos Estados Unidos, indicando maior estabilização da rentabilidade subjacente. A margem EBITDA atingiu 21,8% (-32 p.b. a/a), 60 p.b. acima do consenso. O trimestre ainda foi beneficiado por Outras Receitas Operacionais, com a margem EBITDA ajustada subjacente acima do consenso. O lucro líquido totalizou BRL 1,559 bi (-2% a/a; 3,3% acima do consenso), com a menor receita operacional e a maior D&A parcialmente compensadas por um resultado financeiro líquido mais forte e menor participação de minoritários. A Marcopolo apresentou um trimestre negativo. A receita líquida aumentou 3% a/a, para BRL 2,373 bi, 3% acima das estimativas do Safrá e do consenso, apoiada por crescimento de 6% nos volumes e entregas domésticas mais fortes, especialmente de micro-ônibus. No entanto, os volumes internacionais caíram 43% a/a em meio à menor demanda no México, na Argentina e na África do Sul, enquanto a queda nos ônibus rodoviários resultou em um mix menos favorável. O EBITDA recuou 15% a/a, para BRL 339 mi, 10,5% abaixo do consenso, com contração na margem de 300 p.b. para 14,3%, refletindo o mix mais fraco e o aumento dos custos de matéria-prima em contratos do CDE precificados com base em premissas anteriores. Excluindo BRL 10,4 mi em despesas não recorrentes de reestruturação da Metalsur, a margem EBITDA teria alcançado 14,7%, ainda abaixo do nível do ano anterior e do consenso. O lucro líquido caiu 15,5% a/a, para BRL 271 mi, parcialmente amortecido por uma receita de equivalência patrimonial mais forte, efeitos cambiais favoráveis e uma menor alíquota efetiva de imposto.
	Terceirização	A GPS apresentou um trimestre neutro. A receita líquida alcançou BRL 4,598 bi (+7,0% a/a), amplamente em linha com as expectativas, com crescimento orgânico de 6% a/a, à medida que a companhia continuou encerrando contratos menos rentáveis da coorte de aquisições de 2024. O EBITDA ajustado ex IFRS 16 aumentou 10% a/a, para BRL 445 mi, enquanto a margem expandiu 25 p.b., para 9,7%, mas ficou 46 p.b. abaixo do consenso devido aos maiores custos com insumos alimentícios e logísticos, despesas de implementação de operações de hospitalidade offshore e custos de mobilização e desmobilização relacionados a contratos de manutenção de redes de telecomunicações e energia elétrica. O lucro líquido ajustado reportado alcançou BRL 410 mi, incluindo um benefício líquido de BRL 230 mi decorrente da reversão do Sistema S. Excluindo esse efeito, o lucro líquido ajustado aumentou 15,6% a/a, para BRL 180 mi, 10% acima do consenso, mas 8% abaixo do Safrá, apoiado por uma alíquota de imposto menor, de 27%, ante 31,7% no 2T25.
Construtoras	Baixa Renda	As incorporadoras de baixa renda apresentaram resultados razoáveis, embora mais fracos sequencialmente, com a evolução mais modesta das vendas trimestrais (+2% a/a e 7% abaixo da estimativa do Safrá) reduzindo o ritmo de crescimento dos resultados. Por outro lado, a maioria das companhias reportou expansão sequencial da margem bruta, após as provisões inflacionárias mais conservadoras adotadas no 1T, em decorrência do início do conflito entre EUA e Irã. A Tenda foi o destaque positivo, com margens brutas superiores às esperadas impulsionando uma expansão de 16 p.p. no ROE a/a. A Cury também apresentou resultados sólidos, com maiores despesas comerciais compensadas por margens brutas mais altas. Já a Direcional ficou ligeiramente abaixo das nossas estimativas, pressionada por maiores despesas comerciais e juros capitalizados, que levaram a um lucro líquido 6% inferior ao esperado. Além disso, a MRV manteve a trajetória de recuperação das operações brasileiras, embora os resultados consolidados ainda estejam distorcidos pelas expressivas perdas por impairment em ativos legados da Resia. A Plano & Plano, por sua vez, apresentou novamente resultados fracos, com retração de 5,5 p.p. na margem, reduzindo o lucro por ação em 37% a/a.
	Média/ Alta Renda	As incorporadoras de média e alta renda apresentaram resultados trimestrais predominantemente mais fracos, com a queda de 2% a/a nas vendas líquidas consolidadas pressionando os resultados e levando à redução do ROE da maioria das companhias. A Cyrela foi o destaque positivo, com expansão de 0,7 p.p. no ROE a/a e geração de caixa acima do esperado. A Moura Dubeux também apresentou um trimestre positivo, favorecida pelos resultados robustos da divisão de condomínios. A Eztec superou nossas estimativas, impulsionada por receita e margem bruta acima do esperado, embora o lucro por ação ainda tenha recuado 29% a/a. A Lavvi reportou resultados mais fracos, com a perda de 5,1 p.p. de alavancagem operacional a/a levando a uma contração de 30% no lucro líquido. Por fim, as vendas fracas da Even pressionaram os resultados recorrentes, mas a venda de participação de controle em uma SPE levou a uma surpresa positiva no lucro.

Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 10: Resumo do 2T26 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
E-commerce	E-commerce	O subsegmento de e-commerce apresentou um trimestre bastante divergente, com os resultados do Mercado Livre contrastando fortemente com a deterioração contínua de Casas Bahia e a entrega operacional modesta, mas insatisfatória, de Magalu. MELI reportou receita de USD 10,2 bi (+50% a/a, o maior ritmo em quatro anos), em linha com nossa estimativa e 4% acima do consenso, sustentada por valor bruto de mercadorias (GMV) de USD 21,9 bi (+44% a/a) e 89,3 mi de compradores ativos únicos (+26% a/a). O Brasil continuou sendo o principal motor de crescimento, com GMV ajustado por câmbio avançando 39% a/a e itens vendidos crescendo 56% a/a, enquanto o México desacelerou levemente para +26%, em meio aos impactos da reforma tributária. O EBIT de USD 683 mi superou nossa estimativa em 12%, apesar de uma margem bruta 178 p.b. abaixo do esperado, refletindo investimentos competitivos em preço e oferta no Brasil, maiores custos de frete e investimentos em dispositivos de ponto de venda na área de aquisição. A diluição de despesas operacionais acima do esperado mais do que compensou o déficit nos custos. O lucro líquido de USD 466 mi superou nossa estimativa em 53%, auxiliado por um resultado financeiro favorável e uma menor alíquota efetiva de imposto. Importante destacar que o fluxo de caixa livre ajustado permaneceu positivo, em USD 214 mi, apesar da expansão contínua do crédito. Excluindo a dívida da fintech, MELI encerrou o trimestre com caixa líquido de USD 1,84 bi, praticamente estável a/a, confirmando que o negócio de Comércio continua financiando internamente seu ciclo de investimentos. No segmento de crédito, a margem financeira líquida após perdas (NIMAL) se recuperou sequencialmente para 20,7% (+290 p.b. t/t) após a normalização das provisões no Brasil, embora ainda esteja 230 p.b. abaixo do ano anterior devido ao maior peso dos cartões de crédito. MGLU apresentou números operacionais em linha: a receita líquida de BRL 8,9 bi e o EBITDA ajustado de BRL 709 mi (-2,5% a/a, margem de 8,0%) ficaram ambos amplamente alinhados às nossas estimativas. O varejo físico continuou superando as expectativas (+10,3% a/a), enquanto o e-commerce recuou 11,9% a/a, pressionado pelos aumentos globais de preços em categorias intensivas em chips de memória. O prejuízo líquido ajustado de BRL 50 mi ficou acima da nossa projeção de BRL 30 mi, devido a provisões para perdas de crédito acima do esperado (+30% ante a estimativa). A queima de caixa continua sendo a principal preocupação: a geração de caixa recorrente nos últimos 12 meses foi negativa em BRL 844 mi, excluindo dividendos e aportes na LuizaCred. Casas Bahia foi o evento negativo mais relevante do trimestre. A receita líquida de BRL 7,0 bi (+2% a/a) ficou 5,9% abaixo da nossa estimativa, enquanto o EBITDA ajustado de BRL 518 mi (-9% a/a) ficou 14,4% abaixo, com a margem recuando 91 p.b. a/a, para 7,4%. Isso ocorreu apesar da expansão relevante da margem bruta, de 284 p.b. a/a, para 33,7%, refletindo um mix de produtos mais favorável e as receitas de publicidade relacionadas à Copa do Mundo. O prejuízo líquido ajustado alcançou BRL 978 mi em bases recorrentes. Em termos reportados, o prejuízo líquido de BRL 10,1 bi resultou de BRL 3,5 bi em despesas operacionais não recorrentes e da baixa de BRL 5,7 bi em ativos fiscais diferidos, reduzindo o patrimônio líquido dos acionistas para BRL 8,3 bi negativos. A queima de caixa recorrente nos últimos 12 meses foi de aproximadamente BRL 400 mi, excluindo BRL 4,2 bi em dívida convertida em ações. Mais importante, em 16 de agosto, a companhia entrou com pedido de recuperação judicial, alegando liquidez restrita e o fracasso das alternativas estruturadas anteriormente, um evento que aumenta significativamente os riscos de execução e para os credores, ofuscando qualquer avanço operacional. A EY emitiu uma ressalva sobre a conclusão das demonstrações financeiras intermediárias devido aos riscos relacionados à continuidade operacional. Em relação às perspectivas, MELI deve continuar crescendo em ritmo robusto, embora a pressão sobre a margem bruta decorrente do frete grátis, da expansão do modelo 1P e dos investimentos relacionados ao crédito permaneça sendo um dos principais pontos de monitoramento. Para MGLU e BHIA, a trajetória do fluxo de caixa continua sendo o principal indicador, e não identificamos catalisadores no curto prazo que justifiquem uma visão mais construtiva sobre nenhuma das duas companhias.
		Ânima entregou resultados amplamente em linha, com EBITDA ajustado ex-IFRS 16 de BRL 307mn (+9% na comparação anual), em linha com a nossa estimativa e 3% acima do consenso, com margem de 29,2% (+125bps na comparação anual). Aumentos de ticket em todas as unidades de negócio sustentaram o crescimento de receita e compensaram uma taxa de evasão no Core que subiu para 7,0% ante 4,6% no 2T25, que a companhia havia sinalizado no 1T26, enquanto a Inspiral mais do que absorveu a pressão de provisionamento decorrente, à medida que as vagas de medicina adicionadas recentemente amadureceram. A geração de caixa livre foi sazonalmente negativa em -BRL 96mn em função do calendário de juros, e a alavancagem subiu levemente para 2,41x, ou 2,74x pro forma para a FMU. YDUQS entregou resultados operacionais em linha com miss no lucro por ação, com EBITDA ajustado de BRL 400mn 1% abaixo da nossa estimativa e margem de 28,7%, enquanto o lucro líquido ajustado de BRL 14mn veio 53% abaixo da nossa estimativa e 62% abaixo do consenso, com o desvio concentrado abaixo do EBITDA, em D&A. A adoção decrescente do DIS reduziu a receita de mensalidades em 39% na comparação anual e limitou a receita líquida consolidada a BRL 1.392mn (+1% na comparação anual), com o crescimento concentrado nas marcas premium. A administração reafirmou o guidance e espera que a base de DIS fique neutra a partir do 3T26, mas a geração de caixa ao acionista de BRL 437mn nos últimos doze meses, contra o guidance de 2026 de BRL 520mn a BRL 620mn, exigirá aceleração expressiva. Cogna entregou um beat leve com forte geração de caixa, com receita líquida de BRL 1.961mn (+18% na comparação anual) em linha conosco e EBITDA ajustado de BRL 589mn 1% acima da nossa estimativa e do consenso, com margem de 30,1% (-3,0pps na comparação anual), diluída pelo maior peso do PNLD. A Educação Básica liderou o trimestre, com receita subindo 51% na comparação anual em função de BRL 124mn de receita do PNLD e de 30,0% de participação de mercado no ciclo do Novo Ensino Médio, enquanto a Kroton cresceu 6% via aumentos de ticket em todas as modalidades, com a margem recuando 1,7pp por G&A. O FCF cresceu 53% na comparação anual e a alavancagem melhorou para 1,10x mesmo com a aquisição da Educubank, e, com o ciclo integralmente faturado, esperamos que o crescimento da Educação Básica normalize a partir do 3T26. Vitru apresentou resultados operacionais sólidos com continuidade da desalavancagem, com EBITDA ajustado de BRL 278mn (+9% na comparação anual) 3% acima da nossa estimativa e 7% acima do consenso e margem praticamente estável na comparação anual, à medida que uma queda de 13% na PDA absorveu a pressão de custos. O crescimento seguiu concentrado nos programas híbridos, que subiram 17% na comparação anual, com captação de 87,8 mil alunos engajados (+21% na comparação anual) e taxa de engajamento de 82,1% ante 72,5%. A alavancagem caiu para 1,36x ante 1,75x no 1T26, o menor patamar desde a combinação de negócios, com o follow-on de BRL 200mn concluído em abril respondendo pela maior parte da redução sequencial.

Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 11: Resumo do 2T26 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Energia Elétrica	Distribuição	Os resultados do segmento de distribuição vieram mais fracos do que o esperado, com bons volumes ofuscados por pressões de custos e inadimplência. Equatorial reportou resultados ajustados sólidos e em linha com as expectativas, e o forte crescimento do volume total e a inadimplência controlada mais do que compensaram as o aumento das provisões e a pressão de custos consolidados. Copel apresentou um trimestre sólido, conforme antecipado, e os fortes volumes das distribuidoras, impulsionados principalmente pelo segmento residencial, foram o principal destaque operacional. O resultado foi parcialmente compensado por provisões para litígios acima do esperado, enquanto a inadimplência ficou abaixo da estimada. Energisa apresentou um trimestre abaixo das expectativas, impactado por diversos itens não recorrentes e não caixa. A operação de distribuição foi pressionada pelo maior PMSO e pelas provisões, além de uma perda relevante na linha financeira. CPFL divulgou números em linha, com os bons volumes totais vendidos e os reajustes tarifários nas distribuidoras compensando os custos de PMSO acima do esperado no segmento de distribuição e os resultados mais fracos do que o esperado em geração. Cemig reportou números ajustados razoáveis e em linha com as expectativas do mercado, com volumes residenciais resilientes na distribuição e bom desempenho de custos, além do relevante estorno de provisões para inadimplência após uma revisão metodológica. Para os próximos trimestres, acreditamos que o PMSO e a inadimplência continuarão sendo os principais pontos de atenção para a maioria das empresas.
	Geração/ Integrados	O ambiente para o segmento de geração foi fraco, conforme esperado, com restrições de geração e recursos eólicos mais fracos pressionando as empresas renováveis, enquanto o despacho térmico e a dinâmica de comercialização contribuíram de forma mais positiva para algumas companhias. Eneva apresentou resultados acima das expectativas, impulsionados pelo forte desempenho da comercializadora de energia e pelo despacho sólido no complexo do Parnaíba, parcialmente compensados por maiores despesas com vendas, gerais e administrativas e pelo término dos contratos de PCS das usinas do Espírito Santo. Auren reportou resultados operacionais mais fracos do que o esperado, afetados por recursos eólicos menos favoráveis e pelos maiores impactos das restrições de geração, parcialmente compensados por ganhos de modulação. Pampa apresentou novamente indicadores operacionais sólidos, sustentados pela contínua entrada em operação de Rincón de Aranda e pelo bom desempenho do segmento de geração e de equivalência patrimonial. Axia reportou resultados operacionais ajustados fracos, conforme o esperado, e o controle de custos e as menores provisões foram os destaques positivos. Por outro lado, preços médios de venda inferiores ao estimado pressionaram a receita. A companhia também anunciou um resgate adicional de ações AXIA7. Engie apresentou números ajustados razoáveis, sustentados pelo forte desempenho da comercializadora, parcialmente compensado pelas restrições de geração ainda elevadas e pelos maiores custos de compra de energia, enquanto o reconhecimento de UBP contribuiu para o lucro líquido. A geração da Copel apresentou um bom trimestre, com preços sólidos do portfólio e a consolidação de Mata de Santa Genebra contribuindo positivamente, parcialmente compensados pela menor geração eólica e pelas restrições de geração acima das estimadas. A geração da Cemig apresentou volumes vendidos razoáveis, enquanto a comercialização foi impactada pela exposição negativa ao mercado à vista. Para os próximos trimestres, esperamos pressões negativas sobre os preços de energia decorrentes do El Niño, o que deve continuar afetando as empresas com maior exposição ao mercado à vista.
	Transmissão	De modo geral, os resultados do segmento de transmissão vieram em linha com as expectativas, impulsionados pela entrada gradual de novos projetos e pelos efeitos dos reajustes tarifários anuais do ciclo 2025/2026 da RAP. Alupar reportou números consolidados em linha com as estimativas, com crescimento sólido na operação de transmissão favorecido pelo início da operação de ativos nos trimestres anteriores e pelos reajustes tarifários. O desempenho foi parcialmente compensado por despesas de holding acima do esperado decorrentes do aumento do quadro de funcionários e dos pagamentos de participação nos lucros. Taesa apresentou resultados operacionais razoáveis e amplamente antecipados, com crescimento do EBITDA sustentado pelo reajuste anual da AAR e pelo início parcial e integral de novas linhas de transmissão e reforços. ISA Energia apresentou bons indicadores operacionais, impulsionados pela entrada em operação de novos projetos, maiores receitas de R&I e controle de custos, embora as despesas financeiras continuem pressionando os resultados devido ao elevado nível de alavancagem. O reajuste da AAR para o ciclo 2026/2027, previsto para o 3T26, pode contribuir positivamente para os resultados operacionais em um cenário de inflação ainda elevada, medida pelo IPCA e pelo IGP-M.

Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 12: Resumo do 2T26 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Farmácia	Farmácia	O setor farmacêutico apresentou mais um trimestre positivo, com resultados amplamente em linha ou acima de nossas estimativas e a geração de caixa como principal destaque. Raia Drogasil teve o melhor desempenho do grupo: a receita bruta cresceu 18% a/a, para BRL 12,8 bi, em linha com a estimativa do Safrá, sustentada por crescimento de vendas das mesmas lojas (SSS) de 11% nas lojas maduras, 316 aberturas líquidas nos últimos 12 meses e ganho contínuo de participação de mercado, para 19,7% (+170 p.b. a/a). O EBITDA ajustado de BRL 1,0 bi (+18% a/a) ficou 3,5% abaixo da estimativa do Safrá, devido a uma margem de 8,0%, 31 p.b. inferior à esperada, já que a diluição de despesas gerais e administrativas foi compensada por maiores despesas comerciais. O principal destaque do trimestre, contudo, foi a geração de caixa: o fluxo de caixa livre de BRL 550 mi e a geração total de caixa de BRL 1,2 bi, incluindo os recursos da venda da 4Bio, reduziram a dívida líquida ajustada em 25% a/a, para BRL 3,0 bi, com a alavancagem caindo para 0,8x, ante 1,3x no 2T25. Pague Menos também superou as expectativas de EBITDA em 5,1%, atingindo margem recorde de 6,5% (+35 p.b. a/a), favorecida pela diluição de 39 p.b. nas despesas com vendas, gerais e administrativas. A receita cresceu 9,3% a/a, em linha com a estimativa, embora o crescimento de SSS tenha desacelerado para 8,0%, ante 13% no 1T26, principalmente devido a bases de comparação mais difíceis e à menor contribuição dos medicamentos à base de GLP-1. O lucro líquido ficou 13,4% abaixo do esperado, pressionado por maiores despesas financeiras, enquanto a geração de caixa operacional continua sendo o ponto de atenção: excluindo os recursos da oferta subsequente e os dividendos, a dívida líquida aumentou BRL 138 mi ante o ano anterior. Paranel reportou números amplamente consistentes com as expectativas em todas as linhas da demonstração de resultados, com crescimento de 15% a/a na receita líquida e de 11,4% de SSS nas lojas maduras, EBITDA ajustado de BRL 88 mi (+26% a/a e +3,1% ante a estimativa do Safrá), expansão de margem de 45 p.b. a/a para 5,4%, e alavancagem saudável de 0,9x. No segmento industrial, Hypera apresentou a surpresa positiva mais relevante no lucro líquido. Receita e EBITDA vieram estritamente em linha com nossas estimativas, mas o lucro líquido de BRL 490 mi veio 4,4% acima das expectativas, favorecido por menores despesas financeiras após a captação de BRL 1,5 bi e pela menor carga tributária. O principal destaque foi o fluxo de caixa livre de BRL 638 mi (+212% a/a), impulsionado pela redução de estoques e pela queda de BRL 94 mi nos investimentos em comparação com o ano anterior. Com isso, a dívida líquida recuou aproximadamente BRL 986 mi nos últimos 12 meses, em bases que excluem a captação, levando a alavancagem para 2,1x, ante 6,0x um ano antes. Blau apresentou demonstração de resultados em linha com as estimativas, com receita líquida de BRL 487 mi (+5% a/a) e EBITDA ajustado de BRL 126 mi (+3% a/a). A principal surpresa positiva veio da geração de caixa: o fluxo de caixa operacional de BRL 186 mi, ante BRL 32 mi no 2T25, e o fluxo de caixa livre para a firma positivo em BRL 81 mi, ante consumo de BRL 84 mi no mesmo período do ano anterior, foram sustentados pela normalização do capital de giro. Consequentemente, a companhia encerrou o trimestre com caixa líquido de BRL 64 mi, ante dívida líquida de BRL 168 mi um ano antes. Para o 2S26, seguimos esperando crescimento saudável de receita para as varejistas farmacêuticas, apoiado pela expansão contínua da penetração dos medicamentos à base de GLP-1 e pelo lançamento esperado de genéricos dessa classe, que representa um importante catalisador para a cobertura. Na Hypera, a dinâmica de sell-out continuará sendo o principal ponto de monitoramento. Na Blau, acompanharemos o avanço das certificações da Anvisa para as duas linhas de produção concluídas, que devem contribuir para as receitas até o fim de 2026.
		Orizon apresentou números mais fracos, com o negócio legado (Orizon standalone) pressionado pelo atraso na entrada em operação dos projetos de biometano, o que afetou a captura de biogás e as receitas relacionadas a créditos de carbono. Os custos permaneceram elevados devido à consolidação de novos ativos e à expansão das operações. Por outro lado, a unidade de Tratamento e Disposição de Resíduos foi o destaque positivo, com o início da operação de novos aterros e reajustes nas tarifas de disposição parcialmente compensando a fraqueza do segmento de biometano, cuja produção em Jabotão e Paulínia permaneceu abaixo das expectativas. A incorporação da Vital adicionou escala, mas trouxe margens inferiores às estimadas, o que também pressionou os números consolidados. Para os próximos trimestres, o foco permanecerá na normalização da entrada em operação dos projetos de biometano e nas potenciais sinergias da fusão com a Vital.
Gestão de Resíduos	Gestão de Resíduos	
Papel e Celulose	Papel e Celulose	Os resultados da Suzano, Klabin e Dexco ficaram acima das nossas estimativas. O desempenho operacional da Suzano superou nossa estimativa em 3%. Temos uma visão mista para os resultados do 3T26: os preços da celulose devem recuar, mas o BRL mais depreciado e o crescimento dos volumes vendidos devem compensar parcialmente esse efeito. Acreditamos que os custos, excluindo manutenção, devem cair sequencialmente, devido à menor quantidade de paradas programadas. Estimamos redução no FCL do 3T26, após a liberação de capital de giro observada no trimestre, que pode não se repetir, e uma contribuição significativamente menor dos derivativos. O EBITDA da Klabin ficou 9% acima das nossas estimativas, enquanto o FCL veio abaixo do esperado. Esperamos resultados sequencialmente mais fortes no 3T26, com volumes e preços em papel e embalagens mais elevados. Ainda assim, a Klabin manteve seu guidance de custo caixa total para 2026 em BRL 3,2 mil/t–BRL 3,3 mil/t, o que consideramos positivo diante das pressões inflacionárias globais. O EBITDA da Dexco ficou 5% acima da nossa estimativa, impulsionado principalmente pelos segmentos de Madeira e Metais e Louças Sanitárias. Para o próximo trimestre, seguimos construtivos com os resultados de Madeira, já que a captura integral dos reajustes recentes e a redução dos custos de ureia e metanol devem favorecer a expansão das margens. Para Deca, esperamos continuidade da melhora das margens, favorecida por preços, melhor posicionamento dos produtos, redução de custos fixos e ganhos de produtividade, embora o cobre continue sendo uma importante pressão de custos e a demanda por louças sanitárias permaneça fraca. Para revestimentos cerâmicos, esperamos resultado próximo do equilíbrio ou levemente positivo no 2S26, sustentado por ajustes de capacidade, menores custos fixos e variáveis e redução das despesas com frete.

Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 13: Resumo do 2T26 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Petróleo, Gás e Petroquímicos	Distribuição de Combustível	As distribuidoras de combustíveis apresentaram resultados muito fortes no 2T26, com margens unitárias acima de BRL 450/m ³ , sustentadas pelo aumento das tensões geopolíticas. As margens mais elevadas impulsionaram uma forte geração de caixa, possibilitando uma desalavancagem relevante e o anúncio de dividendos e juros sobre capital próprio. Para o 3T26, as margens unitárias devem recuar t/t, mas permanecer em níveis saudáveis, sustentando bons resultados e geração de caixa. Além disso, volumes sazonalmente maiores devem contribuir positivamente.
	E&P	As empresas de E&P foram beneficiadas pela alta do petróleo no 2T26 em meio à retomada das tensões geopolíticas, embora parte do ganho tenha sido compensada pelo imposto de exportação, pelos efeitos de hedge e pela valorização do BRL. Apesar da tendência de queda dos preços no 3T26 em relação ao 2T26, os níveis atuais permanecem favoráveis, e as perspectivas de produção mais positivas devem dar contribuição adicional para os resultados.
	Holding	O principal destaque do resultado da Cosan foi o avanço no processo de desalavancagem. Embora o índice de cobertura do serviço da dívida tenha alcançado apenas 0,2x, a meta da companhia de atingir 0,8x a 1,2x até o fim de 2026 oferece maior visibilidade sobre sua estrutura de capital. Adicionalmente, nos próximos trimestres a Cosan deve começar a capturar os benefícios da simplificação de sua estrutura corporativa.
Saneamento	Água e Esgoto	De modo geral, os resultados do segmento de saneamento ficaram abaixo do esperado, em grande parte distorcidos por itens não recorrentes, além da pressão sobre inadimplência e outros custos operacionais. Copasa apresentou resultados operacionais ajustados fracos, com o bom desempenho de volumes e PMSO sob controle compensando parcialmente uma série de provisões não recorrentes, incluindo para processos judiciais, ações trabalhistas, multas ambientais e a obrigação sob o acordo com o TCE-MG, que levou o EBITDA reportado para abaixo de nossas estimativas. Sabesp apresentou um trimestre mais fraco do que o esperado, com resultados ajustados pressionados por maiores custos operacionais e inadimplência elevada, além de diversos efeitos não recorrentes relacionados à transição do sistema de faturamento, ao incidente no Jaguaré e aos maiores custos para aprimorar a estratégia comercial para clientes corporativos. Sanepar reportou indicadores operacionais ajustados razoáveis, com forte crescimento de volumes, menor inadimplência e controle das despesas com PMS, mas os números reportados foram impactados pelo reconhecimento de uma provisão regulatória adicional relacionada ao pagamento de precatórios. No futuro, as pressões de custos devem continuar sendo um ponto de atenção para investidores.
Saúde	Diagnósticos e Outros	Fleury superou estimativas em todas as linhas, com receita líquida de BRL 2.317mn (+14% na comparação anual), EBITDA de BRL 613mn (+15% na comparação anual, 3% acima da nossa estimativa e 4% acima do consenso) com margem de 26,5%, e lucro líquido ajustado de BRL 231mn (+40% na comparação anual), 9% acima da nossa estimativa e 22% acima do consenso. A receita de unidades de atendimento cresceu 15% na comparação anual, com a marca Fleury subindo 12%, o B2B avançou 12% por ganhos de share of wallet e pelo surto de influenza, e New Links cresceu 16%, atingindo 8% da receita. Os ganhos de margem se concentraram na linha bruta (+173bps na comparação anual), dos quais 131bps vieram de menor D&A no custo, enquanto o fluxo de caixa operacional de BRL 696mn (+43% na comparação anual) e o capex 47% menor levaram o caixa livre a BRL 167mn. O resultado reforça nossa visão de que há espaço para revisões altistas nas estimativas de consenso. Qualicorp apresentou um resultado fraco, com churn reportado de 14,8% e adições líquidas de -38,7 mil em função da saída da carteira de uma operadora descontinuada, enquanto o EBITDA ajustado após CAC de BRL 90mn (-20% na comparação anual) veio em linha conosco. As evidências por trás do turnaround, no entanto, seguem se acumulando: excluindo essa carteira, o portfólio administrado está praticamente estável desde janeiro, o churn ajustado caiu para 8,1% ante 9,4% no 1T26, a menor leitura desde o 4T20, e o FCF dos últimos doze meses subiu para BRL 131mn ante BRL 108mn, a primeira alta desde o 1T25. Cerca de 14 mil vidas dessa carteira ainda estavam no portfólio reportado em junho, de modo que as adições líquidas reportadas devem seguir ruidosas no 3T26. Na DASA, Diagnósticos cresceu a receita líquida 9% na comparação anual, para BRL 2.034mn, com aumento de 10% no volume de exames e margem bruta ajustada de 33,2% (-160bps na comparação anual em escopo comparável), pressionada pelo maior peso do B2B, hoje 59% dos volumes. A base consolidada de custos seguiu em queda e o prejuízo líquido se reduziu para BRL 35mn, mas a geração de caixa permanece como restrição, com FCFE de -BRL 67mn e a alavancagem para fins de covenant subindo para 3,39x ante 2,88x no 1T26, contra o limite de 4,0x. Por fim, Viveo apresentou um beat operacional que a carga de dívida novamente absorveu por completo. O EBITDA ajustado de BRL 217mn (+22% na comparação anual) veio 7% acima da nossa estimativa e 8% acima do consenso, o maior patamar desde o 3T23, integralmente impulsionado por uma margem bruta de 16,6% (+160bps na comparação anual), enquanto as despesas financeiras líquidas de BRL 182mn ficaram 26% acima da nossa estimativa e levaram o prejuízo líquido ajustado a BRL 21mn. A alavancagem melhorou para 4,39x ante 5,19x um ano antes, contra o limite de covenant de 4,75x definido em junho, e o tamanho do aumento de capital, cujo período de subscrição vai até 31 de agosto a BRL 0,90 por ação ante BRL 0,62 de preço de tela, segue indefinido.

Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 14: Resumo do 2T26 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Saúde	Hospitais e Oncologia	Rede D'Or superou nossas estimativas nos dois lados do negócio, com EBITDA ajustado consolidado de BRL 2.888mn (+20% na comparação anual, 5% acima da nossa estimativa e em linha com o consenso) e margem de 19,4%, a mais alta desde a combinação com a SulAmérica. O beat veio de margem e não de volume: a margem bruta de Hospitais atingiu 26,5% (+227bps na comparação anual) e a sinistralidade da SulAmérica ficou em 78,9%, 300bps melhor na comparação anual, enquanto a taxa de ocupação caiu 270bps na comparação anual, para 80,2%, levando os pacientes-dia a recuar 1%. Preço e mix preencheram a lacuna, com cirurgias subindo 11% e o ticket médio diário 10% na comparação anual, e o lucro líquido ajustado de BRL 1.241mn veio 20% acima da nossa estimativa. Em nossa visão, o beat veio justamente onde o mercado tinha menos convicção. Mater Dei entregou mais um trimestre de execução consistente, com receita líquida de BRL 614mn (+12% na comparação anual) e EBITDA ajustado de BRL 139mn (+20% na comparação anual), com margem de 22,6% (+148bps na comparação anual). Esse trimestre também foi liderado por preço, com o ticket médio diário subindo 12% na comparação anual ante pacientes-dia praticamente estáveis (+0,4%), e a geração de caixa livre voltou ao terreno positivo, levando a alavancagem para 1,5x e o ROIC para 10,8% ante 7,2% em 2024. Na DASA, a divisão de Hospitais e Oncologia manteve a receita líquida praticamente estável em BRL 190mn, com Hospitais crescendo 15% na comparação anual contra uma contração de 16% em Oncologia em função da reestruturação do mix de pagadores, enquanto a margem bruta ajustada atingiu 32,0% (+150bps na comparação anual) e a ocupação no HBA chegou a 83,7% (+7,1pps na comparação anual).
	Operadores de saúde	Hapvida entregou um trimestre materialmente pior. A receita líquida de BRL 7.974mn veio 2% abaixo da nossa estimativa e o EBITDA ajustado de BRL 504mn caiu 44% na comparação anual e ficou 17% abaixo da nossa estimativa, levando a margem para 6,3% ante 10,2% no 1T26. A sinistralidade caixa piorou 303bps na comparação trimestral, para 75,2%, e a despesa com litígios voltou a acelerar, com BRL 211mn de caixa direcionados a novos depósitos judiciais. A melhora ficou no lado comercial, com adições líquidas de saúde de -16 mil ante -45 mil no 1T26, mas a geração de caixa reverteu o alívio do 1T26 e a alavancagem passou de 1,38x para 1,61x. A Bradsaúde reportou resultados amplamente neutros em seu segundo trimestre sob estrutura integrada, com lucro líquido de BRL 1.110mn (+25% na comparação anual) e ROAE de 12 meses de 25,8% (+410bps na comparação anual). As adições líquidas recordes sustentaram o trimestre, com a Bradesco Saúde somando 301 mil vidas nos últimos doze meses, enquanto o resultado financeiro de BRL 930mn (+29% na comparação anual) fez boa parte do trabalho na última linha. O contraponto veio da sinistralidade, com o índice consolidado em 83,8% (+170bps na comparação anual) e o ticket médio de saúde ex planos gerenciados subindo apenas 2% na comparação anual. A sinistralidade de saúde de 86,2% é o ponto de atenção para o 2S26, e nosso rating e preço-alvo para SAUD3 estão sob revisão.
Serviços Financeiros	Bancos Brasileiros	Negativo. Em geral, os resultados no setor bancário foram mais fracos, com a piora da qualidade dos ativos e a dinâmica mais branda da margem financeira pressionando os lucros e reforçando uma perspectiva mais cautelosa para os próximos trimestres. O Banco do Brasil foi o destaque negativo, já que o lucro por ação acima das expectativas, de baixa qualidade, foi ofuscado pela deterioração acentuada da qualidade dos ativos e pelos seus impactos negativos sobre o patrimônio líquido. Bradesco e Santander também reportaram piora nas tendências subjacentes de crédito. Banco Mercantil apresentou lucro estável, com desaceleração do crescimento em meio às mudanças no mercado de crédito consignado e à continuidade da pressão sobre a qualidade dos ativos. Itaú ficou mais próximo da neutralidade, dado que a receita de juros e as tendências de qualidade dos ativos se mostraram mais resilientes que as de seus pares. Em nota mais positiva, embora o Banco Pine também tenha enfrentado alguma pressão sobre a qualidade dos ativos, continuou sustentando uma trajetória positiva de resultados, negociado a uma avaliação descontada.
	Bancos Digitais	Misto. Nubank apresentou o resultado mais forte do grupo, com lucro acima das expectativas e expansão contínua da margem financeira ajustada ao risco. Inter também superou levemente as expectativas, embora a deterioração contínua da qualidade dos ativos tenha limitado a receptividade aos números.
	Mercado de Capitais	Neutro. Os resultados tiveram tom neutro no setor de mercados de capitais. BTG Pactual apresentou um trimestre forte, com lucro 36% acima da nossa estimativa, impulsionado pelo desempenho do segmento de crédito ao consumidor, que mais do que compensou a piora em Wealth Management e Investment Banking. Enquanto isso, B3 superou nossa estimativa de lucro em 24%, embora praticamente todo o ganho tenha vindo de itens não recorrentes, mantendo o desempenho operacional subjacente amplamente em linha com as expectativas.
	Pagamentos	Levemente negativo. Os resultados foram mais fracos no setor de pagamentos, com a pressão sobre as taxas, a qualidade dos ativos e as expectativas de rentabilidade continuando a afetar o sentimento. Stone reportou compressão das taxas, enquanto a piora da qualidade dos ativos permaneceu como uma preocupação relevante. PagBank apresentou números amplamente em linha, mas a visibilidade sobre o cumprimento da meta de lucro bruto para 2026 continua limitada.
	Seguradoras	Neutro. De modo geral os resultados do setor de seguros vieram em linha com as expectativas. IRB Brasil foi o destaque positivo, com lucro acima das expectativas, impulsionado pela redução dos sinistros. O sentimento também foi favorecido pelo potencial impacto positivo da aprovação do Projeto de Lei nº 3.540 na Câmara dos Deputados, que pode melhorar o ambiente competitivo. BB Seguridade apresentou apenas uma leve surpresa positiva, com melhores resultados financeiros compensando a evolução mais fraca da receita. Caixa Seguridade registrou uma modesta decepção, refletindo maiores sinistros de seguro prestamista e resultados financeiros mais fracos, já antecipados pelos dados da Susep. Por fim, o lucro da Porto ficou ligeiramente abaixo das expectativas, apesar do desempenho saudável da operação de seguros.

Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 15: Resumo do 2T26 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Shoppings e Propriedades	Shoppings	A maior sazonalidade do trimestre, decorrente do efeito do calendário da Páscoa e da menor circulação em junho devido à Copa do Mundo, levou a um crescimento médio mais fraco de 5% a/a nas vendas. Somado ao menor IGP utilizado nos reajustes dos contratos de aluguel, esse fator resultou em uma contração média de 1% na receita. A Allos apresentou resultados sólidos, com fortes receitas de mídia compensando o aumento das despesas operacionais e das provisões relacionadas ao Shopping Tijuca. A Multiplan superou levemente as expectativas, com Fundos das Operações Ajustados (AFFO) 1% acima do esperado, já que maiores despesas gerais e administrativas foram compensadas por menores provisões e maiores receitas de estacionamento. A Iguatemi também reportou resultados sólidos, com expansão de 10 p.p. na margem da divisão de varejo e melhora no resultado financeiro, impulsionando uma alta de 21% no AFFO por ação. Por fim, a LOG CP apresentou bons indicadores operacionais, sustentados pela expansão de 18% a/a no tíquete médio, embora a atividade de locação ainda tenha gerado um fluxo de caixa proveniente das operações (FFO) tímido, de BRL 8,5 mi.
	Minério de Ferro	A Vale reportou resultados 5% acima das nossas estimativas, mas a revisão do guidance e a visibilidade limitada sobre a sustentabilidade dos níveis de fluxo de caixa livre do trimestre ofuscaram a surpresa positiva. O desempenho do segmento de Soluções de Minério de Ferro ficou acima da nossa expectativa, enquanto os resultados de Metais Básicos vieram abaixo da estimativa, principalmente devido ao EBITDA de níquel mais fraco que o esperado. Para o 3T26, temos uma visão mista, em razão dos menores preços do minério de ferro, 6% abaixo da média do 2T26, compensados parcialmente pela perspectiva construtiva para o cobre, 1% acima desse nível. Operacionalmente, esperamos maiores embarques de minério de ferro e níquel, mas menores volumes de cobre. Os custos C1 do minério de ferro devem recuar, favorecidos pela estabilidade cambial e pela maior diluição dos custos fixos, embora os custos all-in possam aumentar devido ao frete marítimo mais elevado. O EBITDA da CSN Mineração ficou 6% acima da nossa projeção. Para o 3T26, esperamos pressão sobre os resultados do segmento de mineração, devido aos menores preços realizados e aos custos operacionais e de frete elevados, apesar da contribuição positiva dos maiores volumes.
Siderurgia e Mineração	Ouro	Os resultados da Aura no 2T26 ficaram 4% abaixo da nossa estimativa, principalmente devido às maiores despesas gerais e administrativas e com exploração, impulsionadas pela rotatividade de pessoal na MSG, por honorários profissionais em Era Dorada e pela expansão das atividades exploratórias. A Aura manteve o guidance para 2026, mas a necessidade de acelerar a produção e melhorar os custos no 2S26 eleva o risco de execução, com a produção tendendo ao limite inferior e os custos ao limite superior do guidance. Seguimos construtivos com os preços do ouro.
	Siderurgia	Os resultados das siderúrgicas brasileiras vieram acima das nossas expectativas. O EBITDA comparável da Gerdau ficou 8% acima da nossa estimativa, com surpresas positivas em todos os segmentos. Na América do Norte, as margens foram melhores que o esperado, e estimamos crescimento adicional no 3T26, impulsionado pelos reajustes de preços implementados no fim do 2T26. No Brasil, vemos espaço para uma modesta expansão t/t da rentabilidade, favorecida pela recuperação da atividade de veículos pesados. A geração de caixa deve aumentar significativamente devido à sazonalidade de menores pagamentos de juros e impostos, além da liberação de capital de giro, à medida que a companhia reduz os estoques relacionados à paralisação de Midlothian. Os resultados da Usiminas ficaram acima da nossa estimativa, beneficiados por ganhos não recorrentes, enquanto o FCF ficou abaixo do esperado. A companhia espera estabilidade nos resultados operacionais da divisão de siderurgia no 3T26, implicando potencial de queda ante o consenso de BRL 627 mi e também redução das margens. Na mineração, os resultados devem recuar t/t, refletindo menores volumes vendidos, preços do minério de ferro mais baixos e custos logísticos elevados. Os resultados da CSN ficaram 19% acima das nossas expectativas, com desempenho melhor do que o esperado em siderurgia, energia e logística, enquanto mineração e cimento ficaram em linha com nossas estimativas. O FCL também superou nossas expectativas. Para o 3T26, esperamos estabilidade nos resultados de siderurgia, com os benefícios da melhora nos preços domésticos sendo compensados pela pressão contínua dos custos de matérias-primas.
TMT	Tecnologia	A temporada de resultados de tecnologia foi amplamente positiva, com rentabilidade e geração de caixa se destacando mais do que o crescimento nominal da receita. A TOTVS manteve crescimento recorrente de dois dígitos e apresentou benefícios concretos da adoção de IA, enquanto a LWSA entregou a maior surpresa positiva nos resultados e expansão de margens. A Intelbras também surpreendeu em rentabilidade e conversão de caixa, apesar da queda da receita.
	Telecom	O ruído competitivo ditou o tom da temporada de resultados das empresas brasileiras de telecomunicações. A Claro destacou o aumento da atividade promocional, enquanto a TIM apresentou a desaceleração mais clara da receita de serviços móveis; a Vivo mostrou maior resiliência, mantendo crescimento de 6,6% e entregando o desempenho mais forte de EBITDA entre as operadoras locais. De modo geral, a competição teve maior impacto sobre as perspectivas do setor do que sobre a rentabilidade atual, uma vez que a disciplina de custos continuou sustentando as margens e a geração de caixa.

Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 16: Resumo do 2T26 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Transportes	Infraestrutura	As empresas de infraestrutura apresentaram resultados mistos no 2T26. A Ecorodovias entregou um resultado neutro, com EBITDA ajustado de BRL 1,35 bi (-1,1% a/a, distorcido pelo término da concessão da Ecovias Sul em março de 2026), 0,9% acima da nossa estimativa e amplamente em linha com o consenso; em uma base comparável, o EBITDA aumentou 9,0% a/a, beneficiado pela gestão disciplinada de custos, embora as maiores despesas financeiras tenham pressionado o lucro líquido. A Motiva apresentou um resultado positivo, com lucro líquido ajustado de BRL 663 mi (+67,0% a/a), 7,2% acima da nossa estimativa e 22,5% acima do consenso, favorecido pelos ganhos de margem em todas as unidades de negócio. A Rumo reportou resultados em linha, uma vez que o forte crescimento dos volumes (+9,1% a/a) foi compensado por tarifas menores e maiores custos operacionais, levando o EBITDA ajustado a permanecer praticamente estável, em BRL 2,3 bi (-0,5% a/a). A Hidrovias do Brasil apresentou mais um trimestre fraco, com EBITDA ajustado recorrente de BRL 322 mi (-7,5% a/a), refletindo a menor contribuição dos volumes de maior margem do Sistema Integrado e os gargalos operacionais ainda presentes no Corredor Norte.
	Locação	As empresas de locação apresentaram resultados amplamente positivos no 2T26. A Localiza apresentou um trimestre sólido, com lucro líquido ajustado de BRL 1,00 bi, 5,7% acima da nossa estimativa e 3,8% acima do consenso, beneficiado pelo crescimento de 12,8% a/a do EBITDA de locação, impulsionado por ajustes tarifários em ambos os segmentos de locação e melhora de margem, enquanto o spread do ROIC ajustado aumentou para 6,1% no 1S26. A Movida apresentou desempenho robusto, com lucro líquido de BRL 136 mi (+100,7% a/a), sustentado por preços e ocupação mais fortes no RAC, expansão contínua de yield no GTF e EBIT recorde de BRL 1,0 bi (+29,3% a/a). A Vamos reportou desempenho sólido em locação, com a margem EBITDA de locação permanecendo resiliente em 88,0% e a utilização melhorando para 89,0%, embora a margem EBITDA consolidada tenha sido pressionada pela maior contribuição da venda de ativos e pelas maiores despesas financeiras. Ainda assim, o lucro líquido ajustado cresceu 21,8% a/a, para BRL 101 mi, ligeiramente acima da nossa estimativa e do consenso.
	Logística	As empresas de logística apresentaram resultados negativos no 2T26. A JSL apresentou um resultado levemente negativo, com EBITDA ajustado de BRL 494 mi, amplamente em linha com a nossa estimativa, uma vez que margens saudáveis foram compensadas por mais um trimestre de crescimento limitado da receita, relacionado ao encerramento de contratos de menor rentabilidade, e pela contração dos resultados. O lucro líquido ajustado caiu 16,6% a/a, para BRL 30 mi, embora tenha superado tanto a nossa estimativa quanto o consenso. A Simpar apresentou um resultado negativo, pois o forte desempenho da Movida e a execução operacional sólida da Vamos foram mais do que compensados pelas maiores despesas financeiras, levando a um prejuízo líquido ajustado de BRL 19 mi no trimestre.
Varejo Alimentar	Varejo Alimentar	O trimestre do varejo alimentar foi marcado por vendas nas mesmas lojas (SSS) fracas, resultados operacionais amplamente em linha com o esperado e avanço contínuo, embora gradual, na desalavancagem, em um cenário de consumo ainda desafiador para a população de menor renda. Assaí reportou receita bruta de BRL 21,4 bi (+2,4% a/a, em linha com a estimativa do Safrá), com SSS de 0,9% permanecendo abaixo da inflação de alimentos, de 3,0%, refletindo a pressão sobre o ticket médio, apesar do crescimento de 3,4% a/a no fluxo de clientes e da marca de mais de 40 mi de clientes mensais. A margem bruta expandiu 37 p.b. a/a, para 17,1% (em linha com a expectativa), enquanto o EBITDA ajustado ex IFRS 16, de BRL 1,1 bi, ficou praticamente estável a/a (-0,7%) e em linha com nossa estimativa. A surpresa positiva veio abaixo do EBITDA: o lucro líquido reportado de BRL 537 mi ficou bem acima da nossa estimativa, impulsionado por créditos tributários e por um resultado financeiro melhor que o esperado, com as despesas financeiras líquidas recuando 25,5% a/a, beneficiadas pela redução da dívida e dos custos de desconto de recebíveis. A alavancagem continuou melhorando, com a dívida líquida/EBITDA recuando 0,8x a/a, para 2,4x, enquanto o fluxo de caixa livre nos últimos 12 meses, de BRL 2,7 bi, sustentado por menores investimentos e BRL 210 mi provenientes de operações de sale and leaseback, contribuiu para uma nova normalização do balanço. Grupo Mateus apresentou um resultado misto: a receita líquida consolidada de BRL 9,9 bi ficou em linha com nossa estimativa (+12% a/a), principalmente impulsionada pela combinação com o Novo Atacarejo. Contudo, o crescimento de SSS consolidadas de -8% a/a piorou sequencialmente, ante -7,3% no 1T26, refletindo o elevado endividamento das famílias, mudanças no mix de compras dos consumidores e a redução deliberada do canal Balcão nos estados do Nordeste, onde a divisão Novo Atacarejo apresentou crescimento de -13,6% a/a em SSS. Como ponto positivo, a margem bruta de 23,5% ficou 60 p.b. acima da nossa estimativa, enquanto o EBITDA de BRL 681 mi superou a expectativa do Safrá em 6,6% (margem de 6,9%, 52 p.b. acima da estimativa), refletindo a melhora do mix de canais e a otimização comercial em andamento. Entretanto, o lucro líquido ajustado recuou 35,7% a/a, para BRL 242 mi, em linha com as estimativas, já que a desalavancagem operacional e a deterioração de 18% a/a no resultado financeiro compensaram a menor despesa com imposto de renda. A dívida líquida de BRL 1,1 bi permanece saudável, equivalente a 0,5x EBITDA. Comparando as duas companhias, a trajetória de desalavancagem mais consistente e a maior geração de fluxo de caixa livre de Assaí oferecem um suporte fundamental mais claro, enquanto o desafio do GMAT é agravado pelo efeito negativo da integração do Novo Atacarejo e pela ausência de uma inflexão convincente em SSS no curto prazo. Mantemos recomendação Neutra para ambas e acompanharemos a evolução de SSS, das margens de EBITDA e da redução da alavancagem como principais variáveis no 2S26.

Fonte: Bloomberg e Safrá.

Figura 17: Resumo do 2T26 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Varejo Geral	Varejo Geral	Varejo geral. A Smart Fit apresentou mais um trimestre positivo, com crescimento de receita de 22% a/a, amplamente em linha com as expectativas, beneficiado por uma precificação eficaz, retenção resiliente de clientes e continuidade da execução de sua estratégia de expansão. Apesar do ritmo ainda acelerado de inaugurações, as margens permaneceram resilientes, com expansão de 50 p.b. a/a na margem EBITDA, impulsionada pelos ganhos de alavancagem operacional, pela maior contribuição do TotalPass no lucro bruto e pela manutenção da forte rentabilidade nas unidades maduras. A maturação contínua das lojas mais novas e o ritmo sustentado de expansão reforçam a tese de expansão de margens da companhia no médio prazo. A Natura apresentou desempenho fraco, ainda impactado por desafios operacionais e pela dinâmica da reestruturação. As vendas recuaram na maioria das regiões, com a fraqueza contínua da Natura Brasil e a contração ainda em curso da Avon Brasil, apesar de alguma resiliência nos mercados hispânicos, levando a uma queda consolidada de 9% a/a nas vendas líquidas. A rentabilidade também se deteriorou significativamente, com contração de 160 p.b. a/a na margem EBITDA, refletindo a perda de alavancagem operacional e os desafios persistentes de execução. Dada a visibilidade limitada sobre uma recuperação sustentável, especialmente diante dos ventos contrários macroeconômicos e dos esforços ainda em curso para a reestruturação, permanecemos cautelosos em relação às perspectivas da companhia.
	Luxo Acessível	Luxo acessível. Os resultados da Vivara vieram, de modo geral, em linha com as expectativas. A companhia manteve crescimento razoável de receita, com vendas líquidas 9,5% maiores a/a, marcando uma desaceleração acentuada em comparação com 2025 (~17% a/a). A rentabilidade continuou sendo negativamente impactada pela redução dos subsídios relacionados a impostos sobre vendas, além de maiores despesas com pessoal, marketing e frete, levando a uma contração relevante de 220 p.b. a/a na margem EBITDA. Embora os dias de estoque tenham melhorado sequencialmente, ainda permanecem elevados, em aproximadamente 580 dias, e continuam exigindo monitoramento próximo. Apesar de o crescimento da receita permanecer saudável, ainda que em desaceleração, a deterioração da rentabilidade e a visibilidade limitada sobre o nível sustentável de margem nos mantêm cautelosos para os próximos períodos. Em relação à AZZAS, a companhia apresentou novamente um conjunto fraco de resultados, ainda que amplamente em linha com as expectativas, com as vendas líquidas recuando 7% a/a em meio ao desempenho ainda fraco das divisões de Calçados & Bolsas e Básicos. Além disso, o negócio de vestuário feminino, que anteriormente sustentava o crescimento, agora registra contração de um dígito baixo (-3% a/a). A perda de alavancagem operacional persistiu, resultando em uma contração significativa de 420 p.b. a/a na margem EBITDA, refletindo a dinâmica mais fraca das vendas e a diluição limitada de custos. Projetamos que o crescimento da receita permanecerá pressionado nos próximos trimestres, o que deve limitar a recuperação da alavancagem operacional e manter a rentabilidade sob pressão em um ambiente macroeconômico desafiador.
Vestuário, Calçados e Jóias	Popular	Varejo de vestuário mainstream. No 2T26, os varejistas de vestuário apresentaram resultados mistos, em meio a uma base de comparação difícil e ao menor fluxo de clientes nas lojas durante os dias de jogos da Copa do Mundo, parcialmente compensados por um clima de inverno melhor que o esperado, que sustentou a demanda sazonal. A Riachuelo (Guararapes) se destacou pela execução sólida, registrando crescimento nas vendas de mesmas lojas (SSS) de vestuário de 7,8%, crescimento de receita de 3,3% a/a e forte expansão de 300 p.b. a/a na margem bruta, apoiada por uma política de preços assertiva, disciplina de portfólio e ganhos de eficiência, enquanto sua divisão financeira permaneceu robusta e a alavancagem se manteve estável em 0,9x dívida líquida/EBITDA. A C&A reportou recuperação consistente das tendências de vestuário, levando a uma forte expansão de 4,1% nas SSS de vestuário, mas ainda foi impactada pelos ventos contrários sobre a receita decorrentes da descontinuação da categoria de Eletrônicos e de uma postura de crédito mais conservadora, resultando em crescimento consolidado das vendas de 1,2% a/a. Além disso, a rentabilidade permaneceu resiliente, com expansão de 140 p.b. a/a na margem bruta impulsionada pela melhor disciplina de preços e pelas mudanças na Fashiontronics, enquanto o braço de serviços financeiros voltou a surpreender positivamente, apoiado pela melhora na qualidade de crédito e pelo controle de custos. Lojas Renner apresentou resultados decepcionantes, com crescimento de 1,5% nas SSS de vestuário, refletindo sua incapacidade de mitigar o impacto dos dias de jogos da Copa do Mundo com a mesma eficácia de seus pares. Além disso, a rentabilidade foi prejudicada pela perda de alavancagem operacional, com contração de 130 p.b. a/a na margem EBITDA subjacente. De modo geral, o 2T26 refletiu um momento saudável para as vendas no setor, e a maioria das empresas apresentou crescimento positivo, apesar dos ventos contrários relacionados à Copa do Mundo. Para os próximos períodos, esperamos que o momento permaneça favorável, sustentado por uma base de comparação significativamente mais fácil no 2S26. Calçados e roupas esportivas. A Track & Field apresentou um trimestre positivo, com desempenho sólido de receita, impulsionado por aumento de 16% a/a nas vendas decorrente da abertura de novas lojas e de reformas, enquanto a margem EBITDA expandiu 10 p.b. a/a, ligeiramente acima da nossa expectativa, apesar do mix de canais menos favorável, uma vez que a maior participação das receitas de sell-in continuou pressionando a rentabilidade. De modo geral, os resultados reforçam a força do modelo de franquias da companhia, que deve sustentar a continuidade do crescimento e a recuperação de margens à medida que o sell-out e os royalties ganharem tração nos próximos trimestres. A Alpargatas também apresentou um trimestre sólido, com receita acima das expectativas e volumes internacionais registrando forte recuperação a/a, com alta de quase 12% a/a. A companhia manteve sua maior base de rentabilidade, com expansão de aproximadamente 580 p.b. a/a na margem EBITDA, refletindo o controle disciplinado de custos após as baixas contábeis de estoques realizadas em 2024. O Grupo SBF apresentou desempenho sólido, com forte crescimento das vendas de 22% a/a, impulsionado pela Centauro e pela recuperação contínua da Fisio, especialmente apoiada pela demanda relacionada à Copa do Mundo e pela força do atacado. Além disso, a rentabilidade se expandiu, com a margem EBITDA aumentando 200 p.b. a/a, principalmente em razão da recuperação da alavancagem operacional. Para os próximos dois trimestres, acreditamos que o forte momento de receita, juntamente com os ventos contrários do câmbio sobre os custos, deverá sustentar o crescimento e a expansão da rentabilidade.

Fonte: Bloomberg e Safr.

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

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

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:

Açucareira Quatá S.A., Aldebaran Fiagro Direitos Creditorios - Responsabilidade Limitada, Alianza Trust Renda Imobiliária FII - 8ª Emissão, Alibra Ingredientes S.A., Allos S.A., Ancar IC S.A., Ártemis FII - 3ª Emissão, AZ Quest Infra-Yield II FIP - 3ª Emissão, B3 S.A. Brasil, Bolsa, Balcão, Balaroti - Comercio de Materiais de Construção S.A., Banco BTG Pactual, Banco GM S.A., Banco Pine S.A., Banco RCI S.A., Bem Brasil Alimentos S.A., Bocaina Infra CDI FIC FI Infra - 1ª Emissão, BRF S.A., BTG Pactual Crédito Agrícola Fiagro - 2ª Emissão, BTG Pactual Logística - 16ª Emissão, C.Vale Cooperativa Agroindustrial, Capitânia Logística FII - 5ª Emissão, CashMe Solucoes Financeiras S.A., Cattalini Terminais Marítimos S.A., Centrais Elétricas do Norte do Brasil S.A., Cerradinho Bioenergia S.A., Cimed & Co. S.A., Claro S.A., Cloudwalk Instituição de Pagamento e Serviços LTDA, Colombo Agroindústria S.A., Companhia de Saneamento de Minas Gerais - Copasa, Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig, Companhia Paulista de Força e Luz, Companhia Pernambucana de Gás - Copergás, Companhia Pernambucana de Gás, Companhia Piratininga de Força e Luz, Concessionaria do Sistema Anhanguera-Bandeirantes S.A., Concessionaria do VLT Carioca S.A., Construtora Adolpho Lindenberg S.A., Construtora Baggio LTDA, Convef Administradora de Consorcios LTDA, Cooperativa Regional de Cafeicultores em Guaxupé LTDA, Copel Distribuição S.A., Cordeiro Fios e Cabos elétricos LTDA, Cosan S.A., CPFL Energia S.A., CPFL Transmissão S.A., CRI CashMe Soluções Financeiras S.A., Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações, Dexco S.A., Direcional Engenharia S.A., Eldorado Brasil Celulose S.A., Eletrozema S.A., Energisa S.A., Engie Brasil Energia S.A., Epo Participações LTDA, Equatorial Alagoas Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Goiás Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Para Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Piauí Distribuidora de Energia S.A., Eucatex S.A. Indústria e Comércio, Eztec empreendimentos e Participações S.A., FII Jubarte BGS Logística de Grãos - 1ª Emissão, Fleury S.A., Fulwood Condomínios Logísticos e Industriais, Fundo Exes FII RL - 5ª Emissão, Gafisa S.A., GDM Genética S.A., Grupo Cereal S.A., GSH Corp Participacoes S.A., Hedge Brasil Shopping FII - 11ª Emissão, Ifood.com Agência de Restaurantes Online S.A., Inter Oportunidade Imobiliária FII - 1ª emissão, Itamaraty Indústria e Comercio S.A., JBS S.A., JHSF Participações S.A., JS Aluguéis, JS Crédito Estruturado II FI Imobiliário Responsabilidade Limitada, JS Properties Empreendimentos Imobiliários LTDA, JS Renda Ativa II, Kinea FI-Infra - 7ª Emissão, Kinea Rendimentos Imobiliários FII - 12ª Emissão, Kinea Unique HY CDI FII - 4ª emissão, Klabin S.A., Lar Cooperativa Agroindustrial, Lavvi Empreendimentos Imobiliários S.A., Localiza Rent A Car S.A., Lotisa Construtora LTDA, Mantiqueira Alimentos S.A., Marfrig Global Foods S.A., Maxi Renda FII - 11ª Emissão, Mills estruturas e Serviços de engenharia S.A., Moas Indústria e Comércio Importação e Exportação LTDA, Motiva Infraestrutura de Mobilidade S.A., Moura Dubeux Engenharia S.A., MRS Logística S.A., Newport Renda Urbana FII - 2ª Emissão, Nortis Incorporadora e Construtora S.A., Oncoclínicas do Brasil Serviços Médicos S.A., Pacaembu Construtora S.A., Pague Menos S.A., Pátria Crédito Infra Renda FI, Pátria Log FII - 10ª Emissão, Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Plano & Plano Desenvolvimento Imobiliário S.A., Porto Seguro S.A., Prati, Donaduzzi & Cia LTDA, Quod - Gestora de Inteligência de Crédito S.A., RB Investimentos

Multiestratégia - 1ª Emissão, REC Master Fundo de CRI Cotas Amortizáveis FII - 2ª emissão, RGE Sul Distribuidora de Energia S.A., Rocha Terminais Portuários e Logística S.A., Rojemac Importacao e Exportacao Limitada, Rumo S.A., São Martinho S.A., São Salvador Alimentos S.A., SLC Agrícola S.A., Sulamérica FIC FI-Infral, Suzano S.A., Tegra Incorporadora S.A., Timberland do Brasil Comércio e Representações LTDA, Tramontina S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., TRX Hedge Fund FII - 3ª Emissão, TRX Real Estate FII - 11ª emissão, TRX Real Estate FII - 12ª emissão, Union Agro S.A., Usina Açucareira São Manoel S.A., Usina Batatais S.A., Usina Uberaba S.A., V.Tal - Rede Neutra de Telecomunicacoes S.A., Vale S.A., Valora CRA Fiagro - 5ª Emissão, Valora Infra - 2ª Emissão, VBS Gestao de Performance de Agencias LTDA, Vibra Energia S.A., Vinci Offices FII - 1ª Emissão, XP Malls FII - 14ª Emissão.