

Renda Fixa | Crédito Privado

Mapeando os Riscos do Setor Imobiliário

Do risco setorial ao risco de crédito

Resumo. Neste relatório, mapeamos os riscos com maior relevância para as incorporadoras sob nossa cobertura, avaliando sua transmissão ao perfil de crédito de cada emissor. Em nosso cenário-base, incorporamos o ciclo de afrouxamento gradual da Selic (reduzida para 14,00% a.a. em ago/26, ainda em terreno restritivo), o esvaziamento da poupança como *funding* do crédito de mercado (SBPE), a execução do orçamento recorde do FGTS abaixo do ritmo linear no primeiro semestre, a persistência do INCC acima da inflação ao consumidor (+6,6% em 12 meses, puxado por mão de obra) e a reversão do ciclo de estoque no segmento médio/alto padrão, com desaceleração de vendas e aumento de distratos.

A assimetria de *funding* e de giro de estoque molda o risco de crédito do setor. Entre as companhias cobertas, ela é um *mix* dentro de cada emissor: a maioria mantém operações enquadradas no Programa Minha Casa Minha Vida (MCMV) que capturam *funding* do FGTS e giro rápido em parte do portfólio, enquanto a parcela de médio/alto padrão carrega o custo do *funding* de mercado e um ciclo de estoque que voltou a se alongar em 2026.

Introdução. O setor de incorporação residencial combina um ciclo de caixa longo, da aquisição do terreno à entrega das chaves e ao repasse do financiamento ao comprador, com forte sensibilidade ao custo e à disponibilidade de crédito. Isso expõe o perfil de crédito a três variáveis: (i) o custo e a disponibilidade de *funding* habitacional (Selic, poupança/SBPE e FGTS); (ii) a inflação de custos de construção (INCC), que pressiona a margem a apropriar; e (iii) a velocidade de vendas e o nível de estoque, que determinam a conversão de recebíveis em caixa e o risco de carregamento.

Os riscos transmitem-se de forma desigual entre os segmentos de renda. *Mix* de portfólio, disciplina de repasse de custos, velocidade de vendas e acesso a *funding* direcionado são os principais amortecedores. Em sentido contrário, a alavancagem acumulada no ciclo recente de lançamentos e entregas, a elevação de distratos no médio/alto padrão e a reversão da tendência de queda de estoque aumentam a sensibilidade do crédito a juros, custos e à velocidade de repasse dos recebíveis.

O cenário de curto prazo combina vetores de sentido oposto: de um lado, o ciclo de cortes da Selic e possíveis revisões das faixas do MCMV podem aliviar gradualmente o custo do crédito habitacional e beneficiar a demanda; do outro, o estoque do médio/alto padrão em alta, os distratos em aceleração e os primeiros sinais de deterioração na qualidade de ativos do crédito habitacional direcionado impõem um monitoramento mais próximo do que nos ciclos recentes.

Quanto ao perfil de crédito das incorporadoras, enxergamos três variáveis importantes que podem afetar o risco: (i) o *mix* entre baixa renda (MCMV) e médio/alto padrão dentro do portfólio, que determina a exposição a cada fonte de *funding*; (ii) a alavancagem e o perfil de vencimentos da dívida, dado o ciclo de obras e entregas característico do setor; e (iii) a velocidade de conversão do estoque em caixa, que determina a exposição ao custo de carregamento em um ambiente de juros ainda restritivo.

Yuri Machado

yuri.machado@safra.com.br

Roberto Pasqualini

roberto.felize@safra.com.br

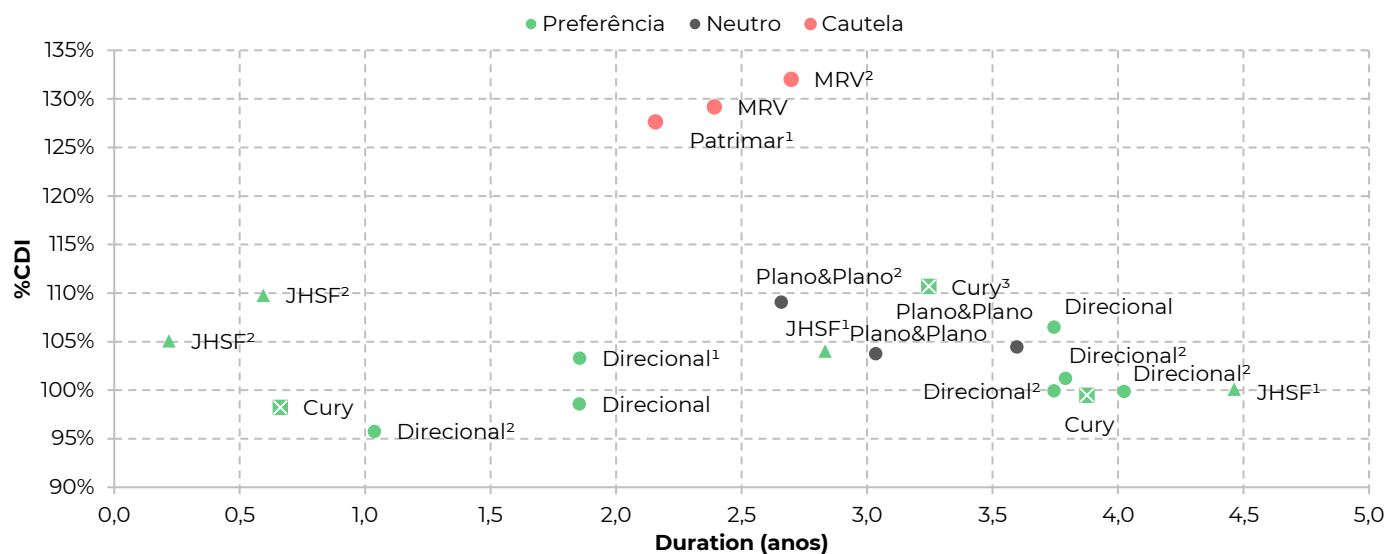
Rating	Fitch	Moody's	S&P
Cury	–	AAA.br	brAAA
Moura Dubeux	–	–	brAA
Direcional	–	–	brAAA
JHSF	–	–	–
Nortis	–	–	–
Plano&Plano	–	–	brAA+
Lavvi	–	AA+.br	–
Melnick	–	AA.br	–
MRV	–	–	brA+
Patrimar	–	–	–
One DI	–	–	–

Figura 1. Companhias: Riscos e Classificação

Perfil e nossa avaliação de risco de crédito estão consolidados na Parte 2 – Um Olhar Sobre as Companhias.

Companhia	Resumo da Tese	Fatores Defensivos	Posicionamento
Cury	Margens operacionais e velocidade de vendas acima do setor, posição de caixa líquido, landbank robusto	Alta exposição ao MCMV	Preferência
Moura Dubeux	Modelo de negócios no segmento de condomínios reduz exposição a ciclode construção e aumenta previsibilidade de receita, baixa alavancagem	Alta distribuição de dividendos combinado com expansão de lançamentos e ampliação de obras em andamento, além de entrada em MCMV	Preferência
Direcional	Indicadores operacionais adequados, cronograma da dívida bem distribuído e alavancagem moderada	Alta exposição ao MCMV	Preferência
JHSF	Diversificação de receitas, fluxo do segmento com caráter mais previsível e anticíclico, perfil da dívida alongado e alavancagem controlada	Execução do capex e expansão de projetos paralelos, monitoramento da incorporação de projetos à estrutura própria de FIIs	Preferência
Nortis	Liquidez robusta e estrutura desalavancada, combinada a boas métricas de vendas e estoques sob o MCMV	Pressão sobre o segmento de média/alta, aumento de provisão para distratos	Neutro
Plano&Plano	Forte presença no mercado de baixa renda em SP, liquidez robusta e alavancagem líquida moderada de 11,8% do PL	Alta exposição ao MCMV, desaceleração de vendas e monitoramento da expansão para Goiânia	Neutro
Lavvi	Rentabilidade elevada, forte posição de liquidez, cobrindo dívida de curto prazo em 5,0x	Elevação da alavancagem para 30,6%, concentração do VGV em projetos de longo ciclo, aumento de estoques prontos	Neutro
Melnick	Rápida elevação de alavancagem de 40,3% e de estoques prontos, maior representatividade de safras antigas e desaceleração de vendas	Liderança no mercado do RS, portfólio diversificado que beneficia formação de recebíveis e conversão de caixa	Neutro
MRV	Alavancagem líquida elevada em 114% do PL, impairments provenientes da venda da operação USA	Posição de caixa adequada, turnaround da operação Brasil, avanço nas vendas de ativos	Cautela
Patrimar	Alavancagem líquida elevada de 188% do PL, geração de caixa insuficiente para cobrir pagamentos com juros, baixa velocidade de vendas, elevados distratos	Geração de caixa por fluxo contratado permite margem para manutenção de covenants, venda de estoques a FIIs, landbank suportando lançamentos	Cautela
One DI	Altamente alavancada, com métrica de 219% do PL, rentabilidade abaixo da média e velocidade de vendas aquém do mercado	Reforço de liquidez por captação de CRI, ciclo de entregas em 2026	Cautela

Fonte: Safr.

Figura 2. Mercado Secundário: Spreads dos Emissores sob Cobertura — %CDI

Fonte: Anbima e Safr. (1) Títulos indexados ao CDI+. (2) Títulos indexados à inflação. (3) Títulos Pré-Fixados. No gráfico estimamos suas taxas equivalentes em %CDI.

Sumário

Parte 1 — Mapa de Riscos.....	5
Eixo A — Juros e <i>funding</i> habitacional	5
Eixo B — Custos de construção e margens.....	7
Eixo C — Demanda, velocidade de vendas e estoques.....	8
Parte 2 – Um Olhar Sobre as Companhias.....	10
Cury	12
Moura Dubeux	14
Direcional.....	16
JHSF.....	18
Nortis.....	20
Plano&Plano	22
Lavvi	24
Melnick	26
MRV	28
Patrimar	30
One DI	32

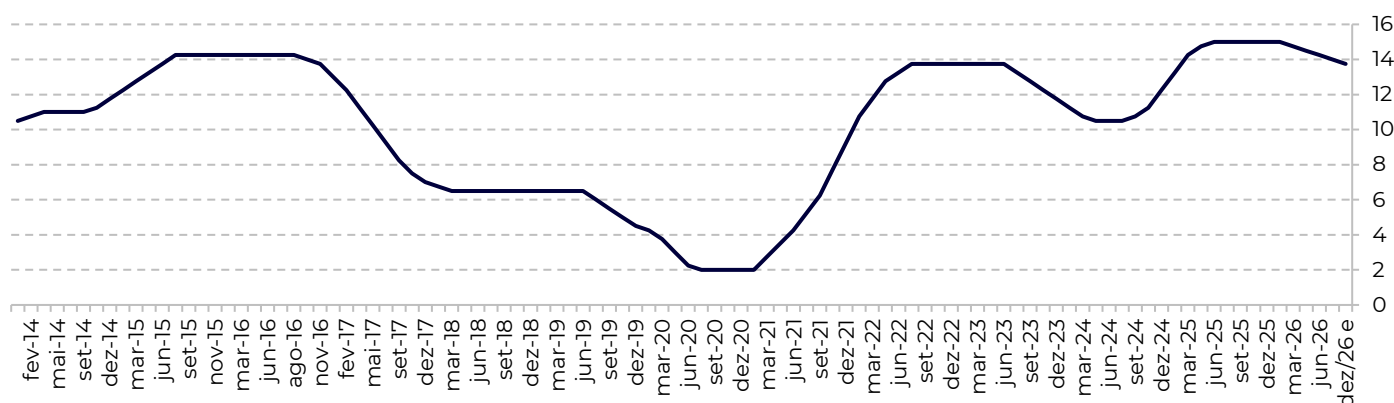
Parte 1 — Mapa de Riscos

Eixo A — Juros e *funding* habitacional

Para avaliar o risco de crédito das incorporadoras, é importante entender de onde vem o dinheiro que financia a compra de imóveis no Brasil. Existem, hoje, duas fontes principais de financiamento habitacional: o crédito de mercado, financiado pela poupança (SBPE), cujo custo acompanha a Selic, que ainda está em patamar elevado; e o crédito direcionado do FGTS, destinado principalmente à baixa renda, com juros mais baixos e menor sensibilidade à taxa básica de juros. Essa diferença de custo e de disponibilidade entre as duas fontes é o que explica o porquê companhias mais expostas ao público de médio/médio-alto padrão enfrentam hoje um cenário mais adverso do que as companhias voltadas à baixa renda — tema que percorre os três blocos a seguir.

Selic em queda, mas ainda restritiva. Em ago/26, o Copom reduziu a Selic para 14,0% a.a., quarto corte consecutivo do ciclo iniciado em mar/26. Apesar do menor patamar do ano, a taxa segue contracionista, mantendo elevado o custo do financiamento à produção e da parcela do comprador no crédito de mercado. Além disso, níveis de juros mais elevados acabam ampliando a competição por recursos, deixando o mercado imobiliário menos atrativo para Investidores, que redirecionam capitais para aplicações financeiras tradicionais.

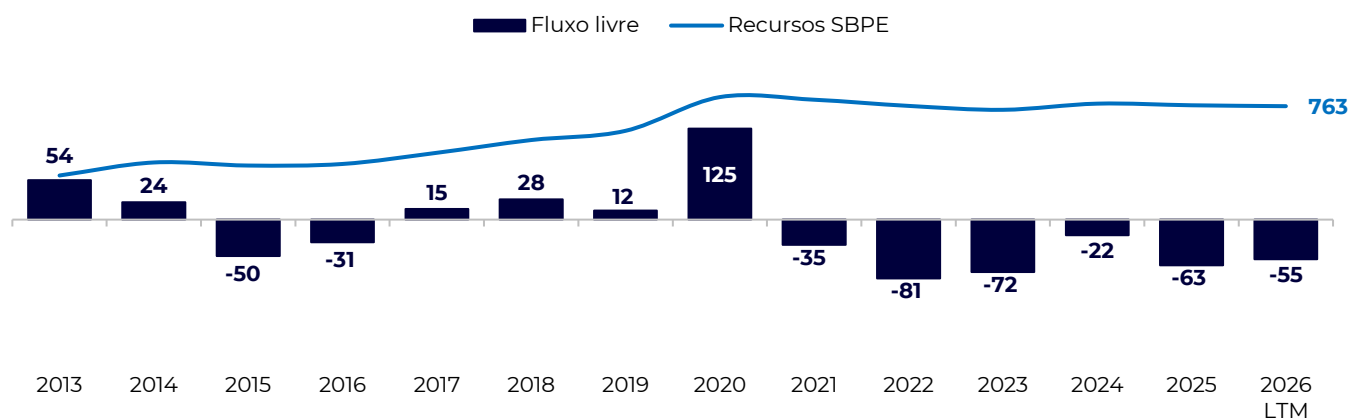
Figura 3. Evolução da Taxa Selic (%)



Fonte: Banco Central e Safra.

Esvaziamento da poupança persiste, com originação do SBPE ainda resiliente. O *funding* tradicional do crédito do mercado imobiliário (a caderneta de poupança) acumulou a quarta captação líquida negativa consecutiva em base anual: -R\$55 bilhões nos doze meses até jun/26, ante -R\$63 bilhões em 2024, -R\$72 bilhões em 2023 e -R\$81 bilhões em 2022, reflexo da competição com instrumentos isentos (LCI, CRI, fundos). Apesar da captação negativa, o saldo do SBPE seguiu em expansão, para R\$763 bilhões (doze meses até jun/26), sustentado pela capitalização de juros sobre o estoque, com as taxas de financiamento imobiliário de mercado seguindo em patamar elevado, acompanhando o ciclo ainda restritivo da Selic.

Figura 4. SBPE's Captação Líquida e Balanço Total (R\$ bilhões)



Fonte: Banco Central, Abecip e Safra.

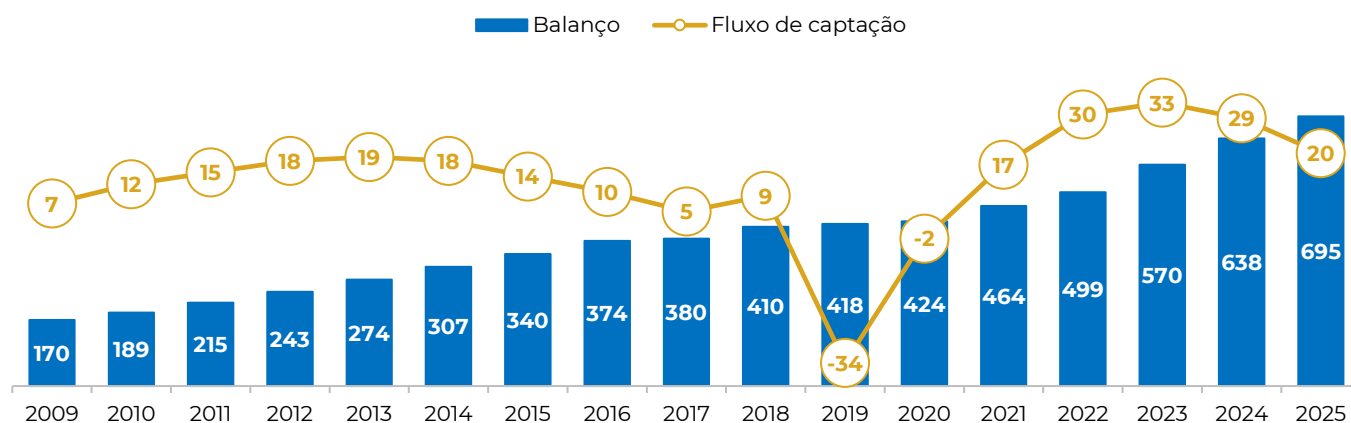
FGTS: ritmo de desembolso aquém do orçamento recorde, com Faixa 4 ainda incipiente. Apesar do orçamento habitacional recorde previsto para 2026, a execução ficou abaixo do ritmo esperado no primeiro semestre. Dos R\$144,5 bilhões do orçamento do FGTS destinados à habitação, apenas 45,4% haviam sido desembolsados até junho de 2026. Considerando o orçamento total de aproximadamente R\$200 bilhões para o ano, já incluindo os recursos do Fundo Social, a execução correspondia a 34,0%. Os desembolsos para habitação de baixa renda somaram R\$59,6 bilhões no 1S26, queda de 2% a/a. Os financiamentos a construtoras, por meio das linhas PJ, representaram cerca de 25% do total, ante 22% no 1S25. O novo Faixa 4, que ampliou o mercado endereçável do programa para famílias com renda mensal entre R\$9,6 mil e R\$13,0 mil, ainda apresenta ritmo de execução mais lento.

O menor ritmo de concessão de financiamentos refletiu condições temporariamente mais restritivas na política de crédito da Caixa Econômica Federal, que reduziu, durante parte do primeiro semestre, o limite de comprometimento de renda para novos contratos, em resposta à elevação da inadimplência e ao reforço dos controles de concessão de crédito. Essa medida já foi normalizada.

A menor execução orçamentária abriu espaço para discussões sobre eventual redução das taxas de juros do FGTS para as Faixas 3 e 4. Também seguem no radar do setor possíveis aumentos do LTV (*loan-to-value*, relação entre valor do empréstimo e valor total do ativo financiado) e do limite de comprometimento de renda. No entanto, segundo companhias e associações do setor, a proximidade do período eleitoral pode reduzir a probabilidade de avanços nessas medidas no curto prazo.

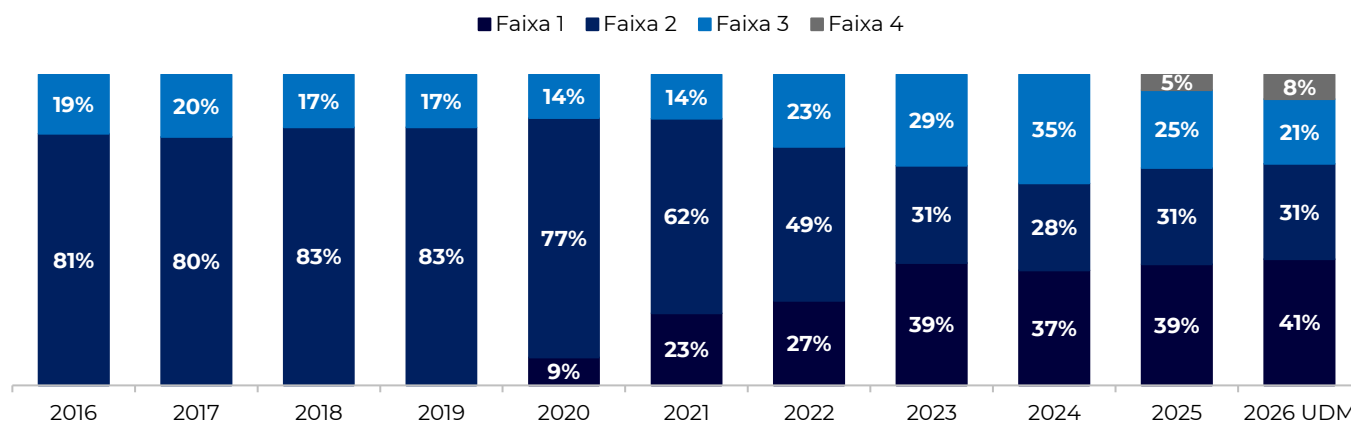
Vale destacar que o menor ritmo de execução não decorre de escassez de recursos. O saldo total do FGTS seguiu em expansão, alcançando R\$695 bilhões em 2025, com captação líquida positiva de R\$20,0 bilhões no ano. Assim, o descompasso está relacionado à velocidade de execução e originação dos financiamentos, e não à disponibilidade de *funding*.

Figura 5. FGTS Fluxo de Captação e Balanço (R\$ bilhões)



Fonte: FGTS e Safrá.

Figura 6. Detalhamento das Unidades Vendidas Financiadas pelo FGTS por Faixa



Fonte: FGTS e Safrá.

Qualidade de crédito habitacional em monitoramento. O endividamento das famílias segue elevado, com o comprometimento de renda com serviço da dívida em 49,8% da renda das famílias nos últimos doze meses, próximo de dois desvios-padrão acima da média histórica de 15 anos (~42%). Para o crédito habitacional de baixa renda (até 5 salários-mínimos), o índice de ativos problemáticos segue contido, em 7,2% (vs. média de 6,6% nos últimos doze meses), com maior deterioração na faixa de até 1 salário-mínimo (11,4%, +3,4 p.p. sobre a média). Na carteira imobiliária da Caixa Econômica Federal (cerca de 65% do mercado de crédito habitacional no Brasil), os créditos classificados como Estágio 3 (ativos problemáticos) subiram para 4,8% da carteira de R\$927 bilhões (ante 4,3% no 4T25 e 3,8% no 1T25), levando a um aumento de 11% t/t nas provisões totais para crédito habitacional; a provisão sobre os créditos em Estágio 3, no entanto, manteve-se estável em 26,7% (vs. 26,8% no 4T25), e o provisionamento total da carteira permaneceu em 2,0% (+0,2 p.p. t/t).

Eixo B — Custos de construção e margens

Além do custo de financiamento, a rentabilidade das incorporadoras depende diretamente do custo de construção. O INCC, que mede a variação dos preços de mão de obra e materiais no setor, é um dos principais determinantes das margens dos projetos.

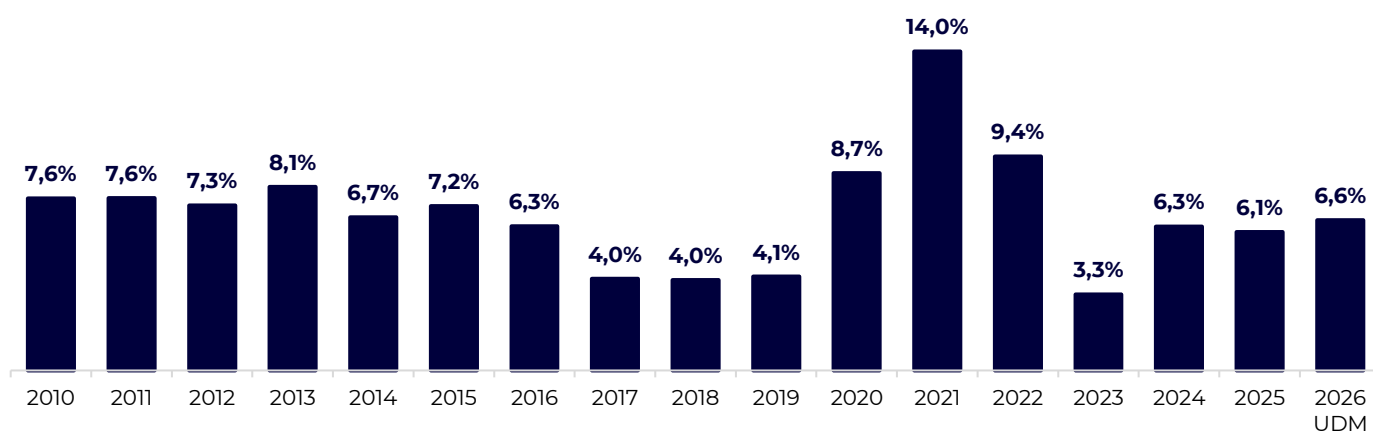
No início de 2026, a maior volatilidade das commodities pressionou os custos de materiais, com repasses para as construtoras. Mais recentemente, o índice voltou a acelerar, agora impulsionado principalmente pela mão de obra. O INCC-M avançou 0,85% em agosto de 2026, ante 0,65% em julho, elevando a variação acumulada em 12 meses para 6,6%, ante 7,49% no mesmo período do ano anterior.

A composição do índice, contudo, mudou. Os custos de mão de obra, que representam cerca de 40% do INCC, aceleraram pelo terceiro mês consecutivo, para 7,8% em 12 meses, refletindo os reajustes salariais ocorridos no primeiro semestre. Por outro lado, os materiais, com peso próximo a 55% do indicador, desaceleraram pelo quinto mês seguido, para 5,9% em 12 meses, à medida que se dissipam os impactos do choque de custos associado ao conflito entre EUA e Irã. Regionalmente, São Paulo apresentou a maior inflação de construção entre as capitais, com alta de 7,4% em 12 meses, seguindo um aumento do volume de lançamentos e unidades em andamento.

Como a receita é reconhecida pelo método PoC (*percentage of completion*, em que a receita é reconhecida conforme a progressão do projeto) sobre projetos vendidos a preço corrigido por índice, a alta do INCC comprime a margem bruta a apropriar (REF) quando o custo de obra sobe acima do reajuste dos recebíveis — efeito mais severo em projetos de ciclo longo (médio/alto padrão).

Nesse contexto, um risco estrutural específico é a discussão sobre o fim da escala 6x1 (PEC de redução da jornada de trabalho): por ser a construção uma atividade intensiva em mão de obra, uma eventual aprovação elevaria o custo de trabalho, via necessidade de mais turnos/contratações para manter o ritmo de obra, pressionando o componente do INCC que já lidera a alta e, no limite, a margem a apropriar dos projetos em andamento, a depender do regime de implementação.

Figura 7. Evolução do INCC



Fonte: FGV e Safr. (*) dados até ago/26.

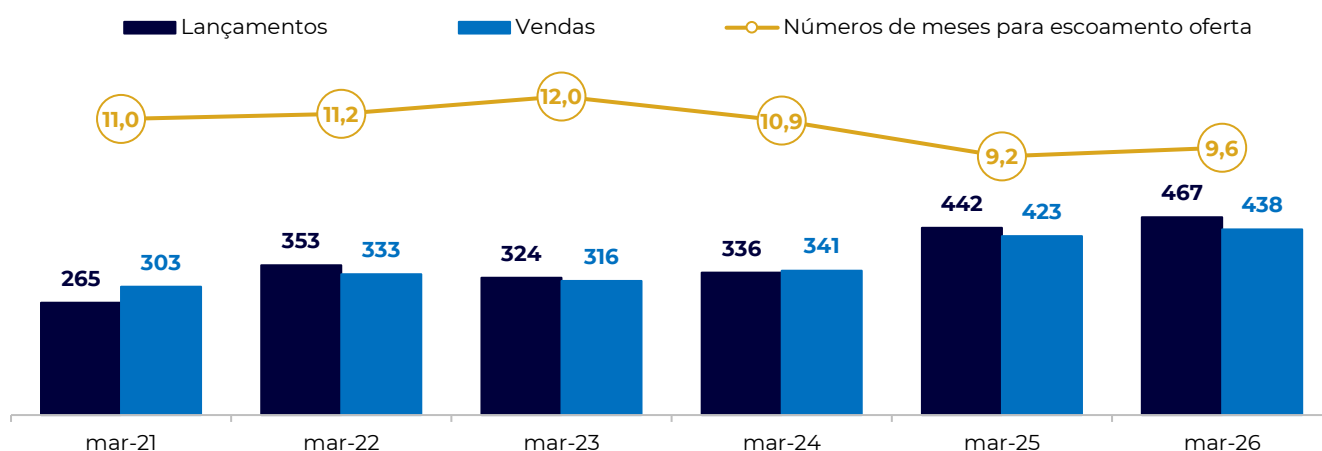
Eixo C — Demanda, velocidade de vendas e estoques

O ciclo de vendas do setor mostra sinais de mudança de direção. Depois de dois anos de demanda aquecida e redução consistente de estoques, os indicadores mais recentes já mostram sinais de desaceleração — mais evidentes no segmento médio/alto padrão do que na baixa renda, que segue amparada pelo *funding* do FGTS.

Estoque e VSO. Segundo o indicador da Abrainc/Fipe, a VSO trimestral do mercado encerrou mar/26 em 25,9%, mas com forte dispersão: no MCMV, 27,6%, contra 20,3% no médio/alto padrão (MAP). Em meses de estoque, a oferta total equivalia a ~10,8 meses (vs. 11,5 meses no mesmo período em 2025), sendo 10,1 meses no segmento MCMV e 13,5 meses no MAP.

Uma segunda leitura, do Secovi com amostragem nacional de cerca de 221 cidades, corrobora a mudança de direção do ciclo de estoque: depois de recuar de 12,0 para 9,2 meses de vendas entre mar/23 e mar/25, o indicador voltou a subir para 9,6 meses em mar/26, primeira alta em três anos. Ainda que marginal, a alta sinaliza para um movimento de lançamentos crescendo mais rápido que vendas no último ano (+5,7% a/a vs. +3,7% a/a), interrompendo o ciclo de redução de estoque em curso desde 2023.

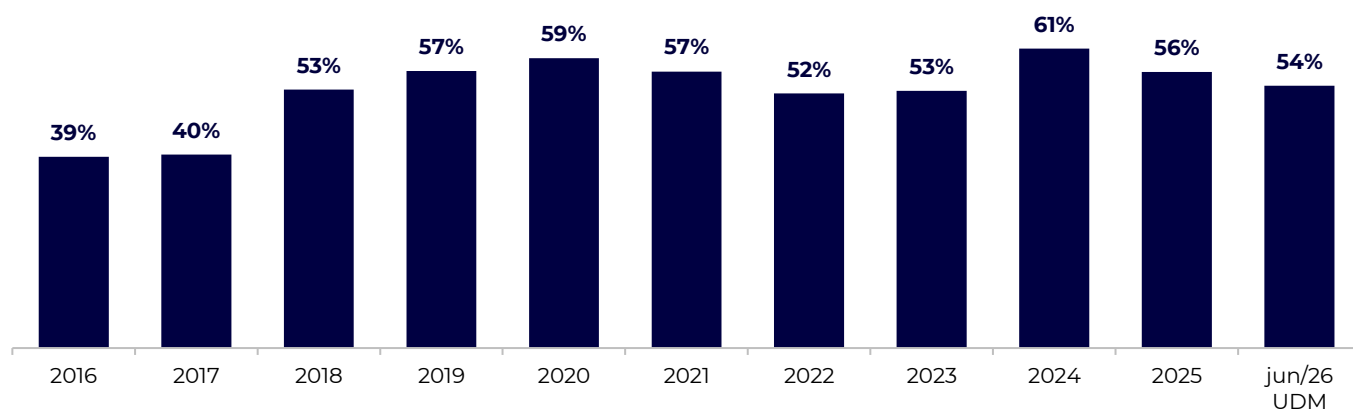
Figura 8. Absorção dos Lançamentos, Vendas e Meses de Estoque (mil unidades) – Amostra Nacional



Fonte: Secovi e Safr.

Na Cidade de São Paulo, os dados do Secovi-SP para jun/26 mostram o estoque do médio/alto padrão subindo para 12,9 meses de vendas (vs. 8,2 meses um ano antes), enquanto o de baixa renda está em 8,1 meses (vs. 5,9 meses); na cidade como um todo, a VSO acumulada em doze meses recuou para 53,6% (vs. 56% no final de 2025 e 61% no final de 2024).

Figura 9. Evolução da VSO na Cidade de São Paulo



Fonte: Secovi e Safr.

Distratos aceleram no 1T26, com incidência maior no médio/alto padrão. A taxa de distrato nacional atingiu 12,4% das vendas até jul/26 (+1,4 p.p. a/a), segundo o indicador Abrainc/Fipe, com dispersão relevante por segmento: 20,9% no médio/alto padrão ante 11,1% no MCMV. O movimento reflete a manutenção de níveis de juros ainda elevados e descasamento entre os juros contratados na planta e a taxa vigente na entrega das chaves.

MCMV resiliente, mas com maior pressão no faixa 3. A demanda estrutural pelo segmento MCMV permanece forte. Em junho de 2026, os lançamentos de baixa renda cresceram 21% a/a e representaram 81% do total lançado na cidade de São Paulo. No entanto, a velocidade de vendas apresentou desaceleração, com a VSO mensal recuando para 11,6%, o menor nível dos últimos dez meses. O principal ponto de atenção está na Faixa 3, cuja velocidade de vendas caiu cerca de 6 p.p. a/a, indicando um ambiente competitivo mais desafiador nesse segmento.

No segmento de médio padrão em São Paulo, a acessibilidade financeira segue como principal limitante. Juros elevados nos financiamentos, escassez de terrenos adequados e o alto custo da outorga onerosa têm direcionado a nova oferta para os extremos do mercado, entre MCMV e alto padrão, pressionando o segmento intermediário tradicional.

Aumento do uso do Pró-soluto. Um ponto de atenção crescente no segmento de baixa renda é a expansão da carteira de pró-soluto, modalidade de financiamento concedida diretamente pela incorporadora ao comprador para complementar o valor da aquisição quando os recursos do FGTS e os subsídios não cobrem integralmente o preço do imóvel. Trata-se de crédito sem garantia real, cuja relevância aumenta em um ambiente de maior endividamento das famílias e de dificuldade de financiamento da entrada.

A distinção entre parcelas pré-chaves, pagas durante a obra, e pós-chaves, devidas após a entrega do imóvel, é especialmente relevante, pois o saldo pós-chaves concentra maior risco de inadimplência ao ser cobrado quando o cliente já ocupa a unidade. Para o crédito, a expansão do pró-soluto: (i) eleva a exposição a recebíveis sem garantia e ao risco de inadimplência dos compradores; (ii) pode exigir maiores provisões, pressionando resultado e geração de caixa; e (iii) pode limitar a velocidade de vendas. Nesse contexto, a cessão de carteiras de pró-soluto a terceiros vem se tornando um instrumento mais frequente de gestão de liquidez e mitigação de riscos entre incorporadoras com maior exposição ao segmento.

Figura 10. Quadro-Resumo dos Riscos por Segmento

	Funding / Custo de Dívida	INCC / Custo	Estoque / Giro	Alavancagem / Caixa	Distrato	Pró-soluto / Inadimplência	Escala 6x1
Baixa renda (MCMV)	Baixo	Mod.-Alto	Baixo	Mod.-Baixo	Baixo	Mod.-Alto	Moderado
Média renda	Mod.-Alto	Moderado	Alto	Alto	Alto	Baixo	Moderado
Alto renda/luxo	Mod.-Baixo	Moderado	Mod.-Alto	Alto	Moderado	Baixo	Moderado

Fonte: Safr.

Parte 2 – Um Olhar Sobre as Companhias

Levantamos as principais métricas de crédito de 20 grupos do setor, sendo 15 com atuação predominante nos segmentos de médio/alto padrão e alto luxo e cinco focados em baixa renda. A análise compara margem bruta, alavancagem, medida por dívida líquida/patrimônio líquido, e liquidez entre o 2T25 e o 2T26 (Figura 12).

Vale ressaltar que essa classificação considera o principal segmento de atuação de cada grupo, não representando uma segmentação exclusiva. Nos últimos anos, diversas companhias historicamente concentradas em médio e alto padrão ampliaram sua presença no MCMV por meio de marcas próprias, como Lavvi (Novvo), Melnick (Open), Cyrela (Vivaz), Kallas (Kazzas) e Patrimar (Novolar). Esse movimento reforça a diversificação do portfólio e amplia a exposição a um segmento com menor descasamento de caixa e necessidade de capital de giro.

Do universo analisado, realizamos cobertura individual de 11 grupos: JHSF, Lavvi, Melnick, Moura Dubeux, Nortis, One DI e Patrimar, nos segmentos de médio/alto padrão e alto luxo; além de Cury, Direcional, MRV e Plano&Plano, no segmento de baixa renda.

No médio/alto padrão, a alavancagem média subiu de cerca de 24% para 29% do patrimônio líquido entre o 2T25 e o 2T26 (excluídos os outliers Patrimar e One DI, que operam com Dívida Líquida/PL acima de 180%), movimento consistente com o ciclo de estoque em alta e a queima de caixa associada à fase de obras e entregas, somados ao maior pagamento de dividendos por parte das companhias ao longo de 2025 e início de 2026. A elevação não é uniforme: concentra-se em companhias que aceleraram entregas e consumo de caixa recentemente em casos como o de Lavvi (de 3% para 31%) e Melnick (de 3% para 40%), enquanto Moura Dubeux e Eztec mantiveram alavancagem baixa ou reduziram no período, sustentadas por aumento de capital e por posição de caixa líquida, respectivamente. A liquidez ficou estável na média do grupo, mas com dispersão elevada: Eztec e Melnick registraram as maiores quedas na cobertura de caixa, enquanto a variação da Cyrela foi mais pontual, mantendo posição confortável; JHSF e Nortis, na direção oposta, ampliaram a cobertura, em parte refletindo operações de monetização de ativos.

No segmento de baixa renda, o quadro é mais resiliente: a margem bruta segue estável ou em leve alta na maior parte dos grupos, exceção feita à Plano&Plano, que recuou de 34% para 28%, e a alavancagem permanece controlada ou em queda em Cury, Plano&Plano e Tenda, com a MRV como o principal ponto fora da curva, operando com Dívida Líquida/PL acima de 100%. Entre as companhias sob nossa cobertura ativa, observamos de forma geral alavancagem inferior à média do respectivo segmento e posições de liquidez mais robustas.

Figura 11. Quadro-Resumo das Companhias

Companhias Média/Alta Renda	Margem Bruta		Alavancagem (DL/PL)		Liquidez (Caixa/Dívida CP)	
	2T25	2T26	2T25	2T26	2T25	2T26
Cyrela	33%	34%	13%	17%	5,1	4,4
Even	19%	14%	9%	30%	6,3	3,0
Eztec	41%	40%	7%	0%	19,4	2,2
Helbor	32%	31%	54%	63%	0,9	0,7
JHSF	62%	63%	53%	25%	3,5	12,3
Kallas	19%	28%	57%	61%	0,4	0,8
Lavvi	34%	35%	3%	31%	4,3	5,0
Melnick	27%	25%	3%	40%	4,1	1,1
Mitre	26%	32%	46%	46%	0,4	0,9
Moura Dubeux	33%	39%	11%	3%	8,9	5,1
Patrimar	22%	12%	186%	188%	0,7	0,6
Tegra	20%	7%	18%	29%	0,8	1,5
Trisul	30%	29%	27%	29%	1,6	1,7
Nortis*	34%	37%	6%	7%	4,6	17,0
One DI*	19%	27%	122%	219%	0,9	1,4
Baixa Renda						
Cury	40%	40%	-14%	-14%	9,8	9,1
Direcional	39%	40%	-6%	18%	8,4	8,2
MRV	29%	30%	103%	114%	1,4	1,4
Plano&Plano	34%	28%	20%	13%	4,1	9,8
Tenda	33%	38%	26%	20%	2,0	2,1

Fonte: Companhias e Safra. (*) Nortis e One DI com dados relativos a 2025.

Cury

Perfil. A companhia atua na construção e incorporação de imóveis enquadrados no programa MCMV, além de operar com linhas de financiamento SBPE. Sua presença é focada nas regiões metropolitanas dos estados de SP e RJ. Mesmo com crescimento no número de lançamentos, a Cury manteve velocidade de vendas (VSO) elevada e margem bruta acima da média no segmento de baixa renda.

Desempenho 2T26. A receita líquida foi de R\$1,7 bilhão (+26% a/a) com margem bruta de 39,5% (estável a/a), impulsionada pelo melhor andamento de obras e sustentada por vendas líquidas de R\$2,0 bilhões (-9,5% a/a). Além disso, o VGV repassado foi de R\$2,0 bilhões (-6,3% a/a). A VSO líquida UDM caiu para 72% (-2,3 p.p. a/a) e os estoques atingiram VGV de R\$7,8 bilhões (vs. R\$6,4 bilhões no 4T25), correspondente a 5,9 meses de vendas (+1,0 mês t/t), apesar da estabilidade de lançamentos no comparativo a/a. O *landbank* alcançou R\$26,1 bilhões (+6% vs. 2025), suficiente para cobrir lançamentos em 3,7 anos.

Fluxo de caixa. A geração de caixa operacional no trimestre é estimada em R\$230 milhões. Considerando desembolsos com juros de R\$49 milhões, investimentos de R\$9 milhões e dividendos pagos de R\$270 milhões, a queima de caixa do trimestre foi de R\$97 milhões (vs. geração de R\$110 milhões no 2T25).

Perfil da dívida. A dívida bruta encerrou o semestre em R\$1,3 bilhão, composta em 90% por debêntures, que preveem alavancagem (DL Ajustada / PL) máxima de 80%. A companhia possui caixa e equivalentes de R\$1,6 bilhão, apresentando um caixa líquido (dívida líquida negativa) de R\$291 milhões (vs. caixa líquido de R\$407 milhões no 1T26).

Nossa visão. Atribuímos à Cury risco de crédito baixo, com perspectiva neutra. A classificação é sustentada por: (i) escala, forte posição competitiva, e bom relacionamento com terrenistas, além da capacidade de crescimento com sustentação de margens operacionais próximas de 40%, acima da média do setor; (ii) VSO UDM líquida acima de 70% nos últimos 5 anos e baixa exposição a estoques prontos (~2%); (iii) posição de caixa líquido de R\$291 milhões.

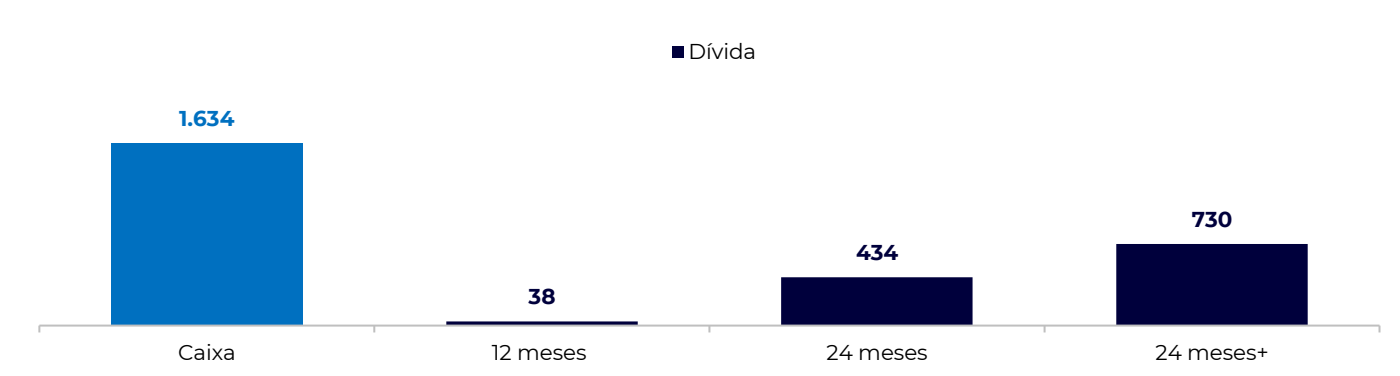
Como pontos de atenção, destacamos: (i) alta exposição ao programa MCMV; (ii) desaceleração da economia e comprometimento da renda das famílias com serviço da dívida; (iii) concentração geográfica em SP e RJ, mercados com forte competição; (iv) aceleração do INCC e indisponibilidade de mão de obra, que podem impactar despesas e cronograma de obras.

A perspectiva neutra da companhia condiz com o cenário para o segmento MCMV. A companhia sustenta bons indicadores operacionais e possui *landbank* robusto para se beneficiar de novas oportunidades no mercado.

Figura 12. Dados Financeiros — Cury (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	6M25	6M26
Receita Líquida (R\$ Mi)	2.257	2.886	3.926	5.399	2.563	3.303
Margem Bruta	37,1%	38,0%	38,5%	39,8%	39,5%	39,6%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	330	482	650	976	450	573
Margem Líquida	14,6%	16,7%	16,6%	18,1%	17,6%	17,4%
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	-308	-379	-430	-316	-228	-291
Dívida Bruta/PL	55%	62%	75%	89%	83%	66%
Dívida Líquida/PL	-35%	-38%	-33%	-19%	-14%	-14%
Ativo CP/ Passivo CP	1,9	2,0	2,2	1,8	2,1	1,9
Caixa/Dívida CP	6,5	8,0	6,8	6,0	9,8	9,1
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	347	456	480	747	164	232
FCI	-32	-48	31	-32	-14	-17
FCF	-120	-205	-86	-341	-35	-372
Δ Caixa	195	203	424	375	115	-157

Fonte: Cury e Safrá.

Figura 13. Cronograma de Amortização — Cury (R\$ milhões)

Fonte: Cury e Safrá.

Moura Dubeux

Perfil. A Moura Dubeux é uma incorporadora fundada no Recife em 1983, tendo atuação em 7 estados do nordeste (CE, RN, PB, PE, AL, SE e BA), com foco em lançamentos nas respectivas capitais. A companhia atua na construção e incorporação de imóveis nos segmentos de luxo e alto padrão (Moura Dubeux), residenciais de médio padrão (Mood), além de possuir as marcas Única (Minha Casa Minha Vida faixas 3 e 4), Beach Class (Short e Long Stay/ segunda residência) e ITC (comercial). A Moura Dubeux, historicamente, mantém um volume de lançamentos concentrado nas marcas voltadas para os segmentos de alto e médio padrão, além de imóveis para segunda residência. Em 2024, foi lançada a marca Única, com foco nas faixas mais elevadas do programa Minha Casa Minha Vida (MCMV).

Desempenho 2T26. No 2T26, a companhia lançou 4 projetos, todos no modelo de condomínio, totalizando VGV (%MD) de R\$1,0 bilhão (-45,7% a/a) sobre base comparativa forte vs. o mesmo período de 2025. No acumulado semestral, os lançamentos somaram R\$2,3 bilhões (+2,5% a/a). As vendas líquidas (%MD) atingiram R\$1,0 bilhão no trimestre (-14,7% a/a e) e R\$2,1 bilhões no semestre (+17,6% a/a). Os distratos representaram 6,7% das vendas brutas no 2T26 (3,6% excluindo migrações e mudanças de titularidade), patamar acima da mínima histórica de 4,1% do 1T26. A VSO nos últimos 12 meses ficou em 51,1%, leve queda frente ao nível de 55,6% no 2T25, mas ainda em patamares saudáveis. O estoque encerrou o trimestre em R\$4,0 bilhões (%MD), cobrindo as vendas em 12 meses. O estoque pronto totalizou R\$109 milhões (2,7% do total), composto majoritariamente por unidades de Alto Padrão e Beach Class. O *landbank* soma R\$11,8 bilhões em VGV bruto potencial (60 terrenos, ante 57 no 1T26).

A receita líquida atingiu R\$731 milhões no 2T26 (+10,0% a/a), com R\$493 milhões provenientes do segmento de condomínio (+16,7% a/a) e R\$238 milhões da incorporação (-2,1% a/a). No 1S26, a receita somou R\$1,4 bilhão (+23,1% a/a). O lucro bruto ajustado, atingiu R\$294 milhões no 2T26 (+28,6% a/a e +11,9% t/t), com margem bruta ajustada de 40,2% (+5,8 p.p. a/a), sustentada pela contribuição de safras mais novas de lançamentos e pela maior participação relativa do segmento de incorporação, cuja margem bruta se situou em 43,9% no semestre contra 35,6% do condomínio.

Perfil da dívida. A dívida bruta totalizou R\$940 milhões no 2T26, sendo 65% em linhas de financiamento corporativo e 35% em financiamento à construção. A dívida líquida encerrou o 2T26 em R\$56 milhões, ante R\$84 milhões no 1T26 e R\$324 milhões no 4T25, com relação dívida líquida/PL de 2,5%. A trajetória de desalavancagem, iniciada no 1T26 com o *follow-on* de R\$483 milhões, se manteve no 2T26 pela geração de caixa operacional do período. Considerando o resultado a apropriar de incorporação (R\$468 milhões, com margem REF de 37,0%) somado à taxa de administração a incorrer no segmento de condomínio (R\$467 milhões), a companhia acumula cerca de R\$935 milhões de resultado contratado a reconhecer. Descontando as linhas de financiamento à construção, a companhia apresentaria uma alavancagem de -11,9%.

Nossa visão. Mantemos a Moura Dubeux com perfil de crédito de risco baixo e perspectiva neutra. A avaliação é sustentada por (i) estrutura de capital pouco alavancada, com dívida líquida de R\$56 milhões e relação dívida líquida/PL de 2,5% no 2T26, redução em relação aos 4,0% do 1T26 e aos 21,4% do 4T25; (ii) modelo de negócios com participação relevante do segmento de condomínio, que respondeu por 63% da receita líquida do 1S26 e 82% dos lançamentos UDM, reduzindo a exposição patrimonial da companhia ao ciclo de construção e reforçando a previsibilidade de receita, com taxa de administração a incorrer de R\$467 milhões no encerramento do trimestre; (iii) rentabilidade operacional consistente, com margem bruta ajustada de 40,2% no 2T26, EBITDA ajustado UDM de R\$615 milhões (+56,5% a/a na base semestral) e ROAE de 28,0%; e (iv) cronograma de amortização mantido em relação ao 1T26, com o perfil alongado (caixa de R\$824 milhões cobrindo os vencimentos de curto prazo em 6,0x).

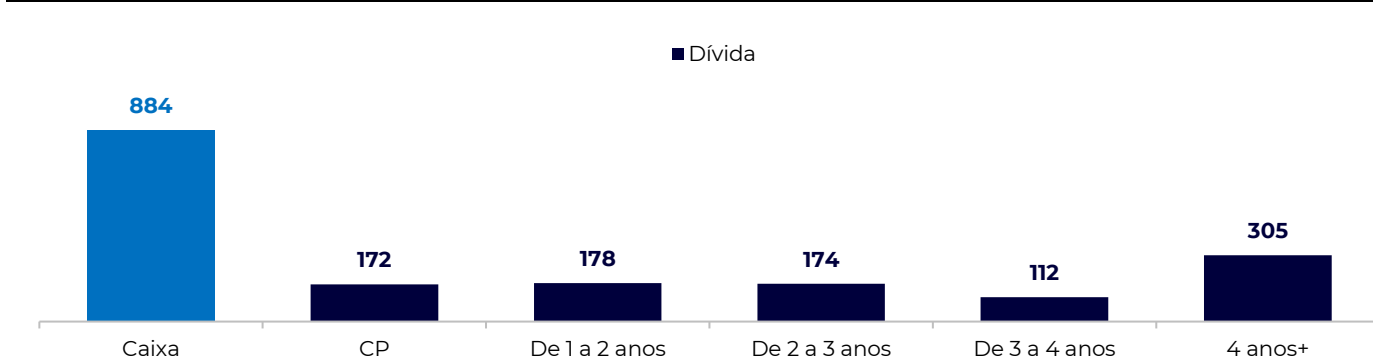
Por outro lado, ponderamos o ritmo de distribuição de dividendos, com R\$100 milhões pagos no 2T26 (ante R\$51 milhões no 4T25 e R\$50 milhões no 2T25), em ambiente no qual a companhia mantém programa de expansão de lançamentos e ampliação das obras em andamento (69 projetos, ante 65 no 1T26). Excluindo dividendos, a geração de caixa recorrente do trimestre teria sido de R\$127 milhões, quinto trimestre consecutivo de fluxo positivo nessa base.

Como pontos de monitoramento, seguimos acompanhando (i) a execução e o ramp-up dos projetos MCMV da marca Única, cuja relevância na carteira tende a se materializar ao longo de 2026 e 2027; (ii) a evolução da geração de caixa em ciclo de expansão do *landbank* (R\$11,8 bilhões em VGV bruto, com 23% ancorado em pagamento em dinheiro); e (iii) as condições de mercado, com juros ainda elevados, pressão do INCC sobre custos de construção e comportamento dos distratos (6,7% das vendas brutas no 2T26, ante mínima histórica de 4,1% no 1T26).

Figura 14. Dados Financeiros — Moura Dubeux (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	6M25	6M26
Receita Líquida (R\$ Mi)	800	1.151	1.570	2.357	1.104	1.359
Margem Bruta	33,3%	34,7%	33,5%	34,9%	33,5%	39,2%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	106	156	251	420	191	329
Margem Líquida	13,4%	17,6%	18,4%	20,8%	17,3%	24,2%
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	-129	37	107	324	182	56
Dívida Bruta/PL	11%	25%	33%	58%	29%	41%
Dívida Líquida/PL	-11%	3%	7%	21%	11%	3%
Ativo CP/ Passivo CP	2,8	2,4	2,5	2,2	2,5	2,4
Caixa/Dívida CP	14,3	3,2	2.366,1	3,4	8,9	5,1
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	78	-151	7	-79	-42	-183
FCI	-20	-27	-25	-41	-7	-28
FCF	11	227	121	267	-38	543
Δ Caixa	69	48	102	147	-88	332

Fonte: Moura Dubeux e Safrá.

Figura 15. Cronograma de Amortização — Moura Dubeux (R\$ milhões)

Fonte: Moura Dubeux e Safrá.

Direcional

Perfil. Incorporadora com atuação focada em unidades enquadradas no MCMV e médio padrão, com atuação em 8 estados brasileiros (AM, BA, CE, GO, MG, PE, RJ, SP), além do DF. A subsidiária Riva é voltada a empreendimentos de média renda, que representam 38% do estoque da companhia.

Desempenho 2T26. A receita líquida trimestral somou R\$1,3 bilhão (+20% a/a), impulsionada por vendas de R\$1,4 bilhão (+6% a/a) e evolução no andamento das obras. Apesar disso, foi observada queda na VSO trimestral que encerrou em 22,8% (-3,5 p.p. a/a), parcialmente afetada pela Copa do Mundo, além dos distratos de R\$469 milhões no 1S26 (+63% vs. 1S25), após descontinuação de cheques regionais. A margem bruta foi de 40% (+1,1 p.p. a/a), beneficiada pelo aumento de escala. Foi registrado aumento de 16% a/a nos repasses, que somaram R\$1,2 bilhão. Os lançamentos atingiram R\$1,6 bilhão (+12% a/a), levando a aumento nos estoques para R\$4,4 bilhões (+4% t/t), equivalente a 9,8 meses de vendas. O estoque concluído totaliza R\$86 milhões, representando cerca de 2% do volume total, sendo R\$43 milhões sob a marca Direcional e R\$43 milhões via Riva. O *landbank* foi de R\$63,1 bilhões (+27% a/a), cobrindo lançamentos em 9,5 anos.

Fluxo de caixa. O fluxo de caixa operacional do 2T26 foi de R\$110 milhões, neutralizado por investimentos de R\$44 milhões e desembolsos com juros de R\$67 milhões. No 2T25, a geração de caixa livre havia sido de R\$84 milhões.

Perfil da dívida. A dívida bruta apresentou um montante de R\$3,0 bilhões (83% CRIs e 17% SFH), cujo prazo médio era de 5,4 anos. O endividamento estava indexado ao IPCA (35%), CDI (26%), TR (16%), sendo o restante pré-fixado (23%). A dívida líquida encerrou em R\$492 milhões (-R\$154 milhões t/t), com alavancagem recuando para 18% (-6 p.p. t/t), abaixo do limite de 50% previsto nos covenants. Caixa e equivalentes somaram R\$2,5 bilhões, cobrindo a dívida de curto prazo em 8,2x.

Nossa visão. Atribuímos à Direcional risco de crédito moderado-baixo, com perspectiva neutra. A classificação reflete: (i) Margens brutas próximas a 40%, acima da média do setor; (ii) alavancagem moderada, com folga de covenants; (iii) cronograma da dívida alongado e bem distribuído.

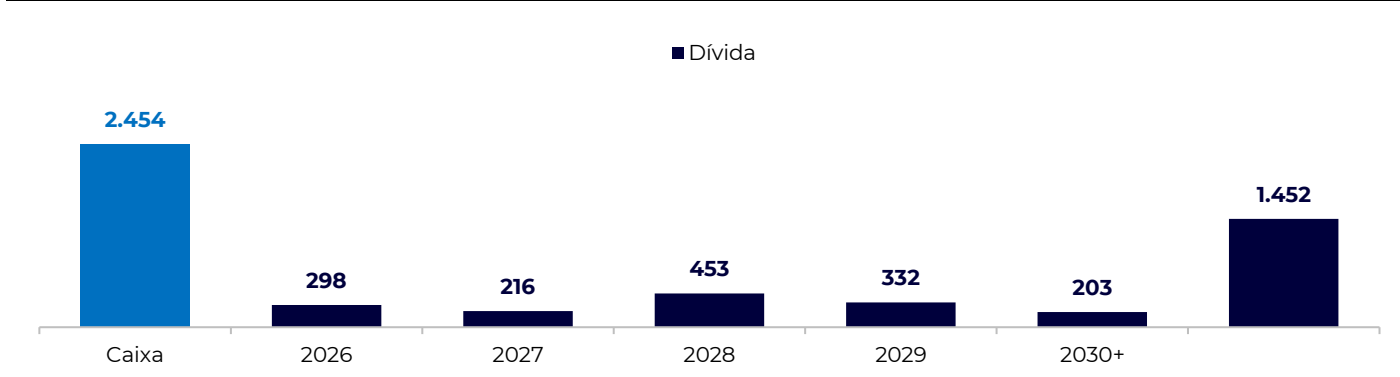
Como pontos de atenção, elencamos: (i) alta exposição ao programa MCMV; (ii) dependência de programas de habitação estaduais; (iii) desaceleração da economia e comprometimento da renda das famílias com serviço da dívida; (iv) aceleração do INCC e indisponibilidade de mão de obra, que podem impactar despesas e cronograma de obras.

A perspectiva neutra da companhia condiz com o cenário para o segmento MCMV do mercado imobiliário. A companhia possui operação diversificada e sustenta bons indicadores operacionais, com *landbank* robusto para absorção de novos lançamentos.

Figura 16. Dados Financeiros — Direcional (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	6M25	6M26
Receita Líquida (R\$ Mi)	2.163	2.355	3.348	4.343	1.959	2.444
<i>Margem Bruta</i>	36,7%	35,6%	36,4%	39,7%	41,6%	42,8%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	190	332	638	789	342	402
<i>Margem Líquida</i>	8,8%	14,1%	19,1%	18,2%	17,4%	16,4%
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	206	-13	-68	533	-138	492
Dívida Bruta/PL	108%	68%	70%	0%	82%	108%
Dívida Líquida/PL	16%	-1%	-3%	23%	-6%	18%
Ativo CP/ Passivo CP	3,0	3,4	3,0	3,8	2,9	4,2
Caixa/Dívida CP	3,8	5,6	8,0	7,9	8,4	8,2
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	220	-171	76	398	118	241
FCI	35	67	64	81	73	-25
FCF	-162	111	174	101	320	65
Δ Caixa	93	7	315	581	511	281

Fonte: Direcional e Safrá.

Figura 17. Cronograma de Amortização — Direcional (R\$ milhões)

Fonte: Direcional e Safrá.

JHSF

Perfil. A JHSF opera de forma integrada em imóveis e serviços de alto padrão, organizada em duas frentes: Incorporação e Renda Recorrente. A Incorporação desenvolve empreendimentos residenciais e loteamentos de luxo (ex: Boa Vista e o complexo Cidade Jardim). A Renda Recorrente reúne cinco linhas: Shoppings (Cidade Jardim, Catarina Outlet, CJ Shops); Hospitalidade e Gastronomia (Fasano hotéis e restaurantes); Operações de Aeroportos (Aeroporto Executivo Catarina), JHSF Residences e Clubs (locação de imóveis próprios) e a JHSF Capital, gestora que estrutura os fundos imobiliários (FII) por meio dos quais a Companhia monetiza estoques e participações.

Composição de estoques e monetização. Os estoques de incorporação estão concentrados em projetos de alto padrão e ciclo longo, como Boa Vista, Cidade Jardim e residências Fasano. A companhia utiliza a estrutura do FII JHSF Capital para converter estoques e participações em caixa. No 2T26, a companhia reconheceu a primeira tranche da venda de estoques do Boa Vista Estates ao fundo, operação anunciada em dezembro de 2025. Essa estratégia antecipa a conversão dos estoques em caixa e reduz o capital imobilizado da JHSF. A companhia ainda possui aproximadamente R\$30 bilhões em VGV potencial a ser desenvolvido em seu *landbank*.

Ampliação das operações de renda recorrente. A JHSF vem expandindo suas operações de renda recorrente, com o objetivo de reduzir a dependência dos lançamentos imobiliários e sustentar uma geração de caixa mais previsível. A companhia busca alcançar, no médio e longo prazo, R\$2,0 bilhões de EBITDA nesse segmento, ante R\$733 milhões registrados nos últimos 12 meses até o 2T26. Como parte dessa estratégia, a JHSF anunciou a aquisição do Hotel Conrad, no Uruguai, por US\$160 milhões, além de expansões nas operações de shopping centers, aeroportos e unidades destinadas à locação.

Desempenho 2T26. No 2T26, a receita líquida foi de R\$935 milhões (+88% a/a), com margem bruta de 62,9% (vs. 62,3% no 2T25). A variação da receita decorreu, em parte, do reconhecimento da primeira tranche da venda de estoques do Boa Vista Estates ao FII, no segmento de Incorporação. Além disso, o avanço de 30,3% na receita do segmento de renda recorrente, que atingiu R\$440 milhões no trimestre, com destaque para os avanços da receita nas operações de shoppings, aeroportos e locação de imóveis. O EBITDA ajustado somou R\$503 milhões (+103% a/a) com margem de 53,7% (+3,9p.p. vs. 2T25) beneficiado pelo avanço do reconhecimento das vendas na operação de incorporação.

Perfil da dívida. A dívida bruta totalizou R\$6,4 bilhões, sendo composta majoritariamente por linhas de mercado de capitais (95%) e Bancos (5%), com duration de 5,3 anos e custo médio de CDI+0,90%, sendo 64% das linhas indexadas ao CDI e 28% indexadas ao IPCA. A dívida líquida, por sua vez, atingiu R\$2,0 bilhões (vs. R\$3,4 bilhões no 2T25) com a queda sendo atribuída a operação de venda de estoques anunciada em dez/25, com a primeira tranche já recebida. Considerando o recebimento da segunda tranche, ainda não desembolsada, de R\$2,9 bilhões, a companhia teria uma condição de caixa líquido em R\$1,2 bilhão. A alavancagem (dívida líquida/EBITDA) atingiu 0,9x (vs. 3,9x no 2T25) com a alavancagem (dívida líquida/PL) em 25%. O índice de cobertura de juros (EBIT/despesas financeiras) atingiu 1,8x (vs. 1,7x no 2T25).

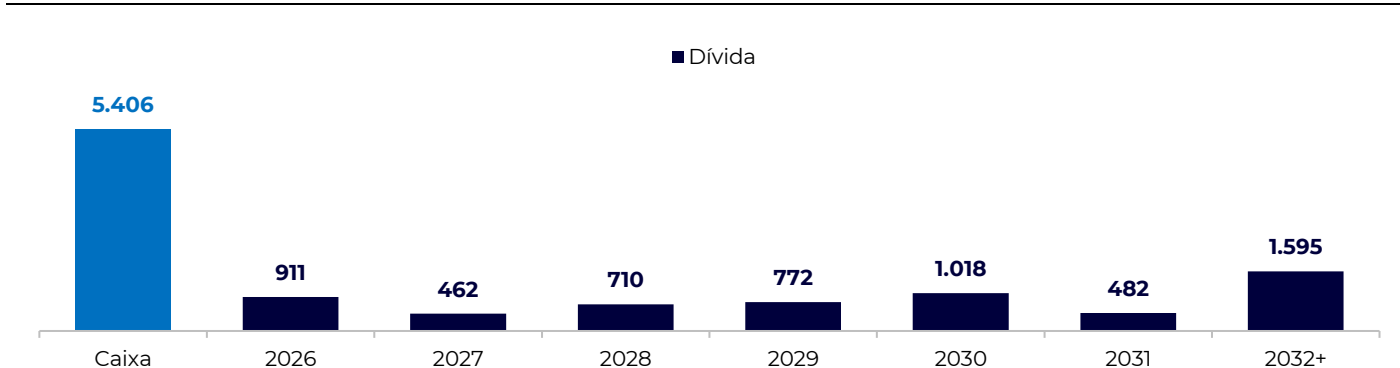
Nossa visão. Atribuímos à JHSF um perfil de crédito de risco moderado-baixo, com perspectiva neutra. A avaliação apoia-se em (i) diversificação de receitas, com o segmento de renda recorrente respondendo por cerca de 50% do EBITDA, além de possuir base de fluxo mais previsível e voltada a um público de alta renda, cuja demanda tende a resistir melhor a fases adversas do ciclo econômico; (ii) perfil de dívida alongado, resultado de um relevante processo de *liability management* realizado nos últimos dois anos, com a emissão de cerca de R\$3,4 bilhões em CRIs, que alongou a duration para 5,3 anos e reduziu o custo da dívida ao menor patamar histórico da Companhia (CDI+0,90%); e (iii) alavancagem controlada, embora tenha subido no trimestre, segue em patamares abaixo de 1,0x, beneficiada pela operação de venda de estoques e a entrada da primeira tranche da venda dos imóveis ao FII; considerada a segunda tranche dessa operação, ainda não desembolsada (R\$ 2,9 bilhões), a companhia estaria em posição de caixa líquido de R\$ 1,2 bilhão.

Como pontos de atenção, monitoramos (i) a execução do ciclo de capex e a condução paralela de projetos de expansão, que tendem a pressionar o fluxo de caixa livre no curto e médio prazo, ainda que a recente reestruturação do passivo amplie a folga financeira para sustentar essa estratégia; (ii) a evolução do resultado da Incorporação no reconhecimento da venda de estoques (Boa Vista Estates) à estrutura própria de fundos (JHSF Capital/FII); e (iii) a evolução do custo de dívida em um cenário de Selic a 14,0%.

Figura 18. Dados Financeiros — JHSF (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	6M25	6M26
Receita Líquida (R\$ Mi)	1.936	1.593	1.608	3.479	899	1.473
Margem Bruta	60,0%	59,1%	57,1%	63,4%	62,2%	62,1%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	932	689	753	1.844	586	816
Margem Líquida	48,1%	43,2%	46,8%	53,0%	65,1%	55,4%
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	2.136	2.620	2.818	-2.303	3.396	2.001
Dívida Bruta/PL	61%	63%	77%	82%	87%	79%
Dívida Líquida/PL	43%	50%	48%	-32%	53%	25%
Ativo CP/ Passivo CP	4,1	2,2	1,8	1,8	2,4	1,7
Caixa/Dívida CP	6,8	2,4	1,4	5,9	3,5	12,3
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	-215	107	330	3.653	-43	214
FCI	-576	-280	-618	-769	-321	-322
FCF	821	-116	847	632	917	-5
Δ Caixa	30	-289	559	3.516	553	-113

Fonte: JHSF e Safrá.

Figura 19. Cronograma de Amortização — JHSF (R\$ milhões)

Fonte: JHSF e Safrá.

Nortis

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

Desempenho 2T26. Ao longo de 2025, a companhia realizou lançamentos que totalizaram R\$1,8 bilhão, mais do que dobrando o volume de R\$717 milhões registrado em 2024. Desse total, 11 empreendimentos foram lançados pela marca Vibra, somando R\$1,4 bilhão em VGV, enquanto a marca Nortis realizou um lançamento, com VGV de R\$376 milhões. As vendas contratadas totalizaram R\$1,3 bilhão, crescimento de 29% na comparação anual. A velocidade de vendas (VSO) atingiu 49% no período, abaixo dos 57% registrados em 2024 e da média de 56,4% reportada pelo Secovi para a cidade de São Paulo, mas ainda em patamar considerado adequado.

Adicionalmente, destacamos o baixo nível de estoques da companhia, que totalizavam R\$371 milhões ao final do período, dos quais R\$360 milhões correspondiam a unidades em construção. Esse montante equivale a aproximadamente 3,5 meses de vendas, abaixo da média de 9 meses observada pelo Secovi na cidade de São Paulo, indicando boa absorção comercial dos empreendimentos.

A Nortis reportou receita líquida consolidada de R\$1,1 bilhão em 2025, alta de 22,7% a/a, com ganho de rentabilidade em toda a cadeia: margem bruta de 37,0% (+2,7 p.p. a/a), com custo dos imóveis vendidos crescendo 17,6% a/a, abaixo da receita, e margem EBITDA de 22,4% (+1,9 p.p. a/a). O único ponto de pressão está no SG&A, que subiu 29,5% a/a, acima da receita, e passou a 16,1% da receita líquida (15,3% em 2024), puxado por despesas comerciais de R\$107 milhões (+49,4% a/a) atreladas ao maior volume de lançamentos.

Perfil da dívida. A dívida líquida encerrou 2025 em R\$17 milhões (vs. R\$19 milhões em 2024), com alavancagem (dívida líquida/PL) em 6,7% do PL (vs. 6,3% em 2024). Ao longo do ano, a companhia realizou o reperfilamento do passivo com as 3ª e 4ª emissões de debêntures (R\$100 milhões cada, com vencimentos em 2030 e 2032) liquidando antecipadamente as 1ª e 2ª emissões e o swap, reduzindo o spread de CDI+2,50% para o equivalente a cerca de CDI+0,3 a 0,45 p.p. A alavancagem para fins de covenants, desconsiderando as linhas de financiamento à construção, ficou em -29% (vs. -23% em 2024), com os covenants mais restritivos prevendo uma alavancagem máxima de 50%.

A liquidez segue robusta, com caixa e equivalentes de R\$276 milhões, cobrindo as amortizações da dívida de curto prazo em 17,0x. A melhora da cobertura sobre os vencimentos de curto prazo vem tanto do reforço de caixa quanto do alongamento das novas emissões.

Nossa visão. Atribuímos à Nortis perfil de crédito moderado-baixo, com perspectiva neutra. A avaliação é sustentada por (i) estrutura de capital conservadora, com dívida líquida de R\$24 milhões e caixa líquido no critério dos covenants; (ii) liquidez fortalecida, com R\$277 milhões em caixa e aplicações cobrindo 17,0x as amortizações de curto prazo, com torres de vencimento alongadas; (iii) rentabilidade em expansão, com margem bruta de 37,0% (+2,7 p.p. a/a) e margem de backlog de 40,5%; e (iv) robustas métricas de vendas e estoques, com maior posicionamento nos últimos anos no segmento MCMV.

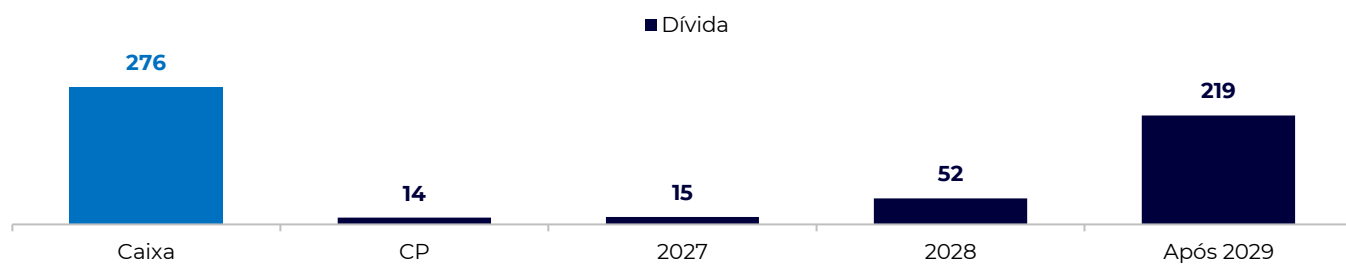
Como pontos de monitoramento, acompanhamos com maior cautela a exposição, ainda que limitada, ao segmento de média e alta renda por meio da marca Nortis, caracterizado por tickets mais elevados, ciclo de vendas mais longo e maior sensibilidade ao nível de juros e ao risco de distratos em comparação ao segmento econômico. Além disso, fatores como a queima de caixa, descontando efeitos de dividendos e permuta no giro, aumento de provisão para distratos (+76% a/a) e de recebíveis vencidos há mais de 90 dias merecem acompanhamento.

No radar do setor, monitoramos o aumento da concorrência por terrenos, inflação de materiais e mão de obra no mercado imobiliário de São Paulo, fatores que podem pressionar custos e rentabilidade dos novos projetos.

Figura 20. Dados Financeiros — Nortis (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2021	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	316	553	738	869	1.066
Margem bruta	38,2%	29,8%	29,0%	34,3%	37,0%
Lucro líquido (R\$ Mi)	32	52	73	112	142
Margem líquida	10%	9,4%	10,0%	12,9%	13,3%
Dívida e Liquidez					
Dívida Líquida (R\$ Mi)	-7	38	146	19	17
Dívida Bruta/PL	119%	87%	167%	79%	116%
Dívida Líquida/PL	-5%	21%	70%	6%	7%
Ativo CP/ Passivo CP	2,2	2,5	2,3	2,8	2,7
Caixa/Dívida CP	2,7	13,2	3,5	4,6	17,0
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)					
FCO	3	-26	-54	129	203
FCI	14	-1	-35	-8	-43
FCF	54	-7	162	-122	-160
Δ Caixa	71	-35	73	-2	0

Fonte: Nortis e Safrá.

Figura 21. Cronograma de Amortização — Nortis (R\$ milhões)

Fonte: Nortis e Safrá.

Plano&Plano

Perfil. Fundada em 1997, a Plano&Plano inicialmente atuava na incorporação de empreendimentos de média e alta renda, mas passou a focar em projetos do segmento MCMV em 2006, ao formar uma joint venture com a Cyrela.

Desempenho 2T26. Receita líquida trimestral de R\$915 milhões (+17% a/a), acompanhando evolução de obras e vendas. Vendas líquidas somaram R\$828 milhões (+7% a/a), beneficiadas pela evolução de 2% a/a no preço médio e pelo ganho de 2,1 p.p. a/a na VSO líquida UDM, que atingiu 51,8%. Lançamentos somaram R\$781 milhões (-41% a/a), integralmente no segmento Faixa 2. Os estoques, assim, caíram 1,7% t/t, totalizando R\$3,8 bilhões, ou 11 meses de lançamentos. Os repasses somaram R\$1,3 bilhão (+31% a/a) e a margem bruta trimestral foi de 30,2% (-6,5 p.p. a/a), impactada pelo custo de transportes e materiais. A margem de novas vendas (REF) atingiu 37,3%, com recuo de cerca de 1,5p.p. no t/t mas ainda mantendo níveis robustos para o segmento. O *landbank*, por sua vez, encerrou o trimestre em R\$34,2 bilhões, cobrindo 7,5 anos de lançamentos. Vale destacar, que a companhia segue ampliando sua carteira de pró-soluto, tendo atingido R\$696 milhões no 2T26 (+38% a/a) sendo 60,1% do montante em linhas pré-chaves e 39,9% em pós-chaves.

Fluxo de caixa. O trimestre apresentou queima de caixa de R\$173 milhões (vs. queima de R\$30 milhões no 2T25), proveniente de uma geração operacional de R\$125 milhões, queima de giro de R\$165 milhões, investimentos de R\$9 milhões e despesas com juros e amortizações de R\$124 milhões.

Perfil da dívida e liquidez. A dívida bruta somou R\$1,0 bilhão, composta em 72% por CRIs e 28% por SFH. A dívida líquida atingiu R\$163 milhões (+R\$95 milhões t/t), com alavancagem de 11,8% (+5,9 p.p. t/t). Caixa e equivalentes totalizaram R\$884 milhões, cobrindo a dívida de curto prazo em 9,8x.

Nossa visão. Atribuímos à Plano&Plano risco de crédito moderado-baixo, com perspectiva neutra. A classificação reflete: (i) ampla presença no mercado de baixa renda de SP; (ii) *landbank* robusto para os próximos anos; (iii) alavancagem moderada e forte liquidez.

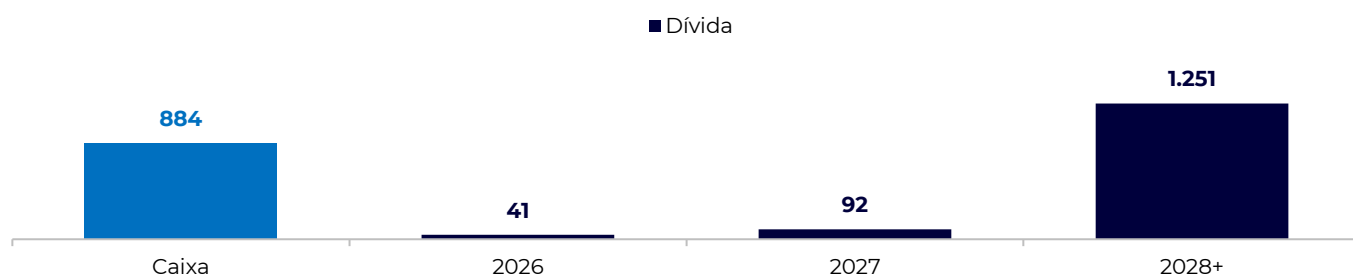
Por outro lado, destacamos (i) alta exposição ao programa MCMV; (ii) desaceleração da economia e comprometimento da renda das famílias com serviço da dívida; (iii) elevada competição no segmento MCMV no mercado de São Paulo; (iv) aceleração do INCC e indisponibilidade de mão de obra, que podem impactar despesas e cronograma de obras.

A perspectiva neutra da companhia é associada com o cenário para o segmento MCMV. Por outro lado, ficam como pontos de monitoramento o processo de expansão das operações para Goiânia, iniciado em agosto com foco em empreendimentos nas faixas 2 e 3 e uma maior competição na cidade de São Paulo, limitando os volumes de lançamentos e reduzindo *market share* da Plano&Plano na região que saiu de 25% em 2024 para 23% em 2025 e 16% no 1S26.

Figura 22. Dados Financeiros — Plano&Plano (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	6M25	6M26
Receita Líquida (R\$ Mi)	1.492	2.072	2.589	3.282	1.392	1.653
<i>Margem Bruta</i>	28,8%	33,9%	33,1%	31,1%	33,2%	27,5%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	134	269	344	362	184	111
<i>Margem Líquida</i>	9,0%	13,0%	19,1%	17,4%	13,2%	6,7%
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	193	-38	-186	-5	199	163
Dívida Bruta/PL	1,3	60%	64%	96%	76%	86%
Dívida Líquida/PL	47%	-6%	-20%	0%	20%	12%
Ativo CP/ Passivo CP	3,4	2,6	3,7	2,4	3,7	3,0
Caixa/Dívida CP	2,9	3,2	-	10,8	4,1	9,8
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	-56	-71	290	-76	-119	-130
FCI	-75	-231	11	19	-27	-31
FCF	187	255	113	424	-90	-56
Δ Caixa	56	-47	414	367	-235	-217

Fonte: Plano&Plano e Safrá.

Figura 23. Cronograma de Amortização — Plano&Plano (R\$ milhões)

Fonte: Plano&Plano e Safrá.

Lavvi

Perfil. Fundada em 2016 como uma joint venture entre Cyrela e RH empreendimentos, a Lavvi é uma incorporadora e construtora que atua através de 2 marcas (Lavvi e Novvo) em empreendimentos residenciais e não residenciais na cidade e Região Metropolitana de São Paulo. A companhia realizou seu IPO em 2020, levantando cerca de R\$1,2 bilhão em recursos para suportar a ampliação do seu volume de lançamentos, que atingiu R\$2,4 bilhões de VGV (% Lavvi) em 2025. A marca Lavvi tem como foco os segmentos de médio, alto padrão e luxo. Já a marca Novvo, lançada em jun/23, possui atuação dedicada ao segmento econômico, com empreendimentos enquadrados no MCMV.

Desempenho operacional. No trimestre, o VGV lançado (% Lavvi) foi de R\$848 milhões (-28% a/a), em dois empreendimentos, sendo 1 via marca Lavvi com VGV (100%) de R\$ 1,3 bilhão e 44% vendido, e a primeira fase do Novvo Santa Marina, no segmento econômico, com VGV de R\$ 121 milhões e 51% vendido. As vendas líquidas somaram R\$545 milhões (-11% a/a), sendo 87% pela marca Lavvi e 13% pela Novvo. A VSO consolidada foi de 22% no trimestre e 50% em doze meses, com a Novvo em 79% e a Lavvi em 45%. O *landbank* encerrou o trimestre em R\$6,9 bilhões. O estoque atingiu R\$2,4 bilhões, sendo 8,7% de unidades prontas.

A receita líquida foi de R\$495 milhões (+3% a/a), com margem bruta de 34,7% e margem bruta ajustada (ex-SFH) de 37,6% (+1,3 p.p. a/a). A margem de novas vendas (REF) atingiu de 38,8% (+2,4 p.p. a/a).

Fluxo de caixa. A geração de caixa operacional, excluída a aquisição de terrenos, foi positiva em R\$72 milhões no 2T26 (R\$102 milhões no 1S26). Considerando os desembolsos com terrenos, a companhia registrou consumo de caixa ajustado de cerca de R\$58 milhões no trimestre, reflexo do ciclo de reposição de *landbank*, pagamento de dividendos e do investimento nos lançamentos de alto padrão.

Perfil da dívida. A dívida bruta atingiu R\$1,5 bilhão (+7% t/t), sendo composta por linhas bancárias de financiamento à construção (42% da dívida bruta) e por CRIs (58% da dívida bruta). A dívida líquida, por sua vez, totalizou R\$525 milhões (+12% t/t) com a alavancagem (dívida líquida/PL) em 30,6 (vs. 28,8% no 1T26 e 2,7% no 2T25). O aumento na alavancagem foi puxado sobretudo pelo pagamento de R\$275 milhões em dividendos no 4T25, seguidos por novos pagamentos de R\$30 milhões ao longo do 1T26 e 2T26.

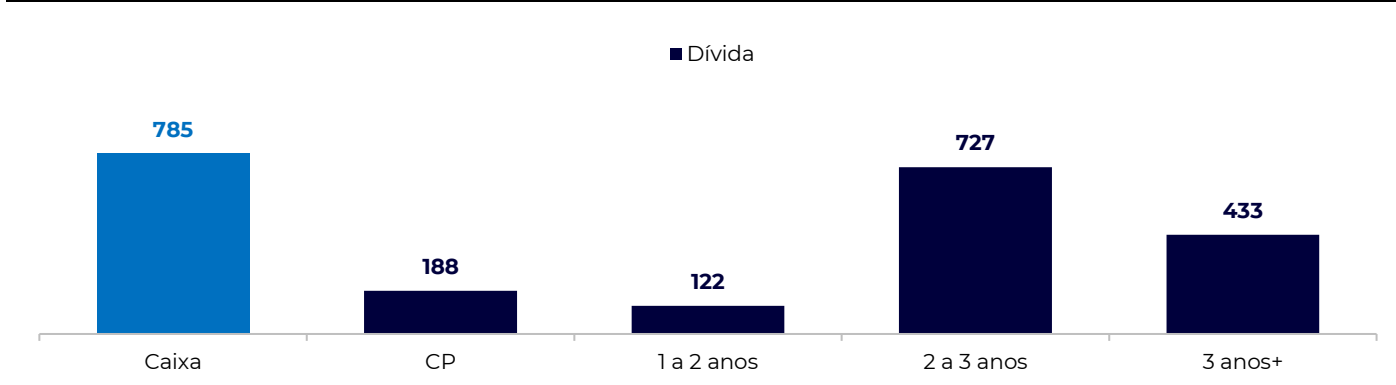
Nossa visão. Atribuímos à Lavvi perfil de crédito com risco moderado, perspectiva neutra. A visão é ancorada em: (i) a elevação da alavancagem, de 2,7% para 30,6%, explicada principalmente pelo pagamento de R\$363 milhões em dividendos e maiores desembolsos relacionados à aquisição de terrenos; (ii) a concentração do VGV em projetos de ciclo longo, como o Jardim da Hípica, com VGV de R\$1,3 bilhão na primeira fase e R\$2,5 bilhões no total; (iii) o crescimento dos estoques prontos, que representam cerca de 8,7% do estoque total, com concentração de unidades nos empreendimentos Villa e Grand Square, que podem demandar maiores descontos para conclusão das vendas; e (iv) a maior exposição ao segmento de alta renda, que vem apresentando menor absorção de unidades em um contexto de aumento da oferta, elevado custo de oportunidade e juros ainda altos.

Por outro lado, dentre os fatores que sustentam a visão de crédito, destacamos: (i) rentabilidade ao longo dos últimos anos entre as mais altas da cobertura, com margem REF de 38,8% e ROE de 24%; (ii) posição de liquidez de R\$944 milhões, cobrindo em 5,0x as amortizações de curto prazo; e (iii) *landbank*, na participação da Lavvi, de R\$6,9 bilhões, suficiente para suportar cerca de três anos de lançamentos.

Figura 24. Dados Financeiros —Lavvi (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	6M25	6M26
Receita Líquida (R\$ Mi)	555	903	1.549	1.761	817	868
Margem Bruta	33,6%	33,1%	33,8%	34,9%	35,5%	33,5%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	115	231	343	414	205	152
Margem Líquida	20,7%	25,6%	22,1%	23,5%	25,2%	17,6%
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	-494	-163	-129	394	49	525
Dívida Bruta/PL	0%	28%	37%	26%	47%	86%
Dívida Líquida/PL	-39%	-12%	7%	22%	3%	31%
Ativo CP/ Passivo CP	4,8	4,9	4,9	4,5	3,8	3,9
Caixa/Dívida CP	1.649,5	15,6	36,4	4,9	4,3	5,0
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	80	-251	7	-217	-81	-133
FCI	-54	192	-263	156	51	39
FCF	-128	65	316	206	56	102
Δ Caixa	-102	6	61	145	27	8

Fonte: Lavvi e Safrá.

Figura 25. Cronograma de Amortização — Lavvi (R\$ milhões)

Fonte: Lavvi e Safrá.

Melnick

Perfil. A Melnick é uma das maiores incorporadoras do Rio Grande do Sul e opera com foco nos setores de média e alta renda. Dentre seus segmentos operacionais, atua em loteamentos através do veículo Urbanizadora, em parceria com a Arcadia. Já sua marca Open é centrada em projetos financiados pelo MCMV desde 2018. Além disso, também possui a MPartners como seu braço de investimentos imobiliários, prospectando projetos em cidades de regiões diversas. Com 30% do *market share* dos lançamentos na cidade de Porto Alegre. Recentemente, a companhia vem buscando diversificar seu portfólio, ao incorporar mais projetos do segmento MCMV, além de buscar parcerias em outros estados, como Santa Catarina e São Paulo.

Desempenho 2T26. No trimestre, a companhia lançou um único empreendimento, com VGV bruto (% Melnick) de R\$115 milhões, ante R\$355 milhões no 2T25. A dinâmica de vendas seguiu a mesma direção, com vendas contratadas de R\$108 milhões (-66,8% a/a). O estoque encerrou o 2T26 em R\$1,4 bilhão, com o estoque pronto correspondendo a R\$251 milhões, ou 18% do total, sendo R\$104 milhões em unidades comerciais, R\$117 milhões em unidades residenciais e R\$29 milhões em loteamentos. Do estoque pronto, R\$47 milhões (19%) estão alugados com opção de compra. Quanto a VSO, estimamos que a velocidade de vendas tenha atingido 38,7% nos últimos 12 meses, vs. 39,5% no 2T25 UDM.

A receita líquida foi de R\$271 milhões no 2T26 (-19,8% a/a), com a queda no comparativo trimestral refletindo a base forte do 2T25. O lucro bruto totalizou R\$67 milhões com margem bruta ajustada de 30,9%, +1,1 p.p. a/a. O resultado a apropriar (REF) alcançou R\$429 milhões, com margem REF de 30,5%, podendo ser beneficiada pela indexação da carteira pelo INCC e das receitas de serviços. O lucro líquido atingiu R\$34 milhões (-13,1% a/a), com margem líquida de 18,6%.

Perfil da dívida. A dívida bruta encerrou o 2T26 em R\$818 milhões, sendo composta por financiamento à construção (64%) e 36% em dívida corporativa (CRI + desconto de recebíveis). A dívida líquida, por sua vez, totalizou R\$492 milhões, com a alavancagem (dívida líquida/PL) em 40,3% (vs. 33,6% no 1T26 e 3,2% no 2T25), evolução que reflete a queima de caixa dos últimos cinco trimestres associada ao ciclo de investimento em obras e pagamento de R\$115 milhões em dividendos. Desconsiderados as linhas de financiamento à construção, a Melnick apresenta posição de caixa líquido de R\$33 milhões. Caixa, equivalentes somavam R\$326 milhões ao final do 2T26, cobrindo as amortizações da dívida de curto prazo em 1,1x.

Nossa visão. Atribuímos à Melnick perfil de crédito de risco moderado, com perspectiva negativa. A avaliação reflete a rápida elevação da alavancagem, que saiu de 3,2% no 2T25 para 40,3% no 2T26, o elevado estoque pronto, de R\$251 milhões, equivalente a 18% do estoque a valor de mercado, com maior participação de ativos comerciais de safras mais antigas, e a desaceleração da velocidade de vendas, que atingiu 7,2% no último trimestre, ante 17,9% no 1T26 e 20,3% no 2T25.

Por outro lado, o perfil de crédito ainda é sustentado pela liderança consolidada no mercado do Rio Grande do Sul, pelo portfólio composto por três marcas que atendem a diferentes faixas de renda e pelo robusto ciclo de entregas no 6M26, de R\$553 milhões na participação da Melnick. Esse volume deve favorecer a formação de recebíveis performados e sua conversão em caixa nos próximos trimestres.

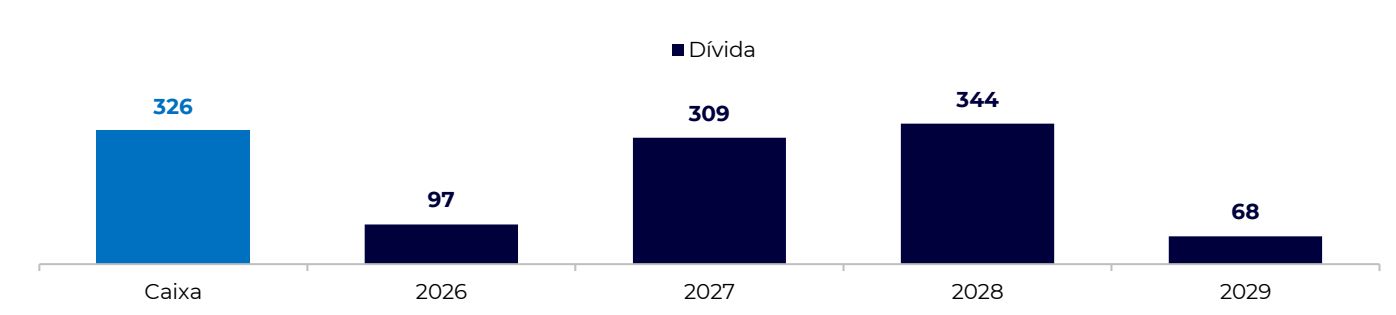
A perspectiva negativa está associada à piora dos indicadores de crédito, com aumento da alavancagem decorrente da maior pressão sobre o caixa, relacionada ao crescimento da operação da MPartners, e redução da liquidez em função do maior volume de investimentos e da demanda adicional por capital de giro.

Como pontos de monitoramento, destacamos a evolução da alavancagem, o nível ainda elevado de estoque pronto, especialmente de ativos comerciais, a concentração geográfica no Rio Grande do Sul e os potenciais impactos do atual patamar de juros sobre a capacidade de pagamento dos compradores de média e alta renda e sobre o custo de eventuais rolagens de dívida.

Figura 26. Dados Financeiros — Melnick (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	6M25	6M26
Receita Líquida (R\$ Mi)	1.030	1.184	1.029	1.117	563	592
Margem Bruta	22,8%	20,6%	21,7%	24,4%	24,9%	24,5%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	84	104	71	112	53	59
Margem Líquida	8,2%	8,8%	6,9%	10,0%	9,3%	10,0%
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	-187	-114	-102	424	39	492
Dívida Bruta/PL	13%	22%	26%	50%	36%	67%
Dívida Líquida/PL	-16%	-9%	-8%	40%	3%	40%
Ativo CP/ Passivo CP	3,1	2,9	2,9	2,6	2,7	2,4
Caixa/Dívida CP	7,6	2,7	3,7	1,9	4,1	1,1
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	-129	-15	119	-138	61	-41
FCI	-10	-6	-48	-99	31	-87
FCF	90	15	-61	-67	-95	179
Δ Caixa	-48	-6	10	-304	-3	51

Fonte: Melnick e Safrá.

Figura 27. Cronograma de Amortização — Melnick (R\$ milhões)

Fonte: Melnick e Safrá.

MRV

Perfil. A MRV está entre as maiores construtoras e incorporadoras do Brasil, com empreendimentos em diversas regiões do país e portfólio distribuído entre as faixas do MCMV, além de participar de outros programas estaduais e municipais de habitação. O grupo MRV&Co é formado por 4 subsidiárias: (i) A MRV incorporadora atua nacionalmente com foco em unidades do programa MCMV; (ii) a Urba concentra-se no desenvolvimento e comercialização de lotes em bairros planejados, voltados para baixa e média renda; (iii) a Luggo atua no segmento *multifamily*; (iv) a Resia constrói e administra condomínios populares para aluguel nos EUA, além de vender ativos arrendados para investidores institucionais.

Desempenho 2T26. A MRV&Co registrou receita líquida consolidada de R\$3,0 bilhões, aumento de 10,7% a/a e de 8,0% t/t, o que reflete melhora nas vendas líquidas e em repasses na incorporadora. As operações Urba também se destacaram pelo maior volume de vendas, além de aceleração do uso de recebíveis, priorizando geração de caixa no segundo semestre. A margem bruta atingiu 30,2% (+0,8 p.p. a/a), beneficiada por novas vendas. A margem de novas vendas atingiu 35% no trimestre.

As vendas líquidas totalizaram R\$2,7 bilhões (+3,4% a/a), com ticket médio de R\$271 mil (+1,1% a/a). Os lançamentos foram de R\$3,0 bilhões (-14,4% a/a), com 10.679 unidades. As unidades produzidas totalizaram 10.922 (+10,6% a/a), enquanto os repasses atingiram 9.803 unidades (+8,6% a/a). A margem bruta ficou em 31,2% (+0,2 p.p. t/t e +1,0 p.p. a/a), crescimento reduzido em razão da antecipação de distratos dos clientes com perfil de maior inadimplência. Como forma de ampliar margens, a companhia tem ampliado o uso de permuta, que atingiu 93% do *landbank* comprado no 2T26, processo que pode economizar R\$200 milhões no estoque pago ao longo do ano de 2026.

Perfil da dívida. Na visão consolidada, a dívida bruta totalizou R\$9,9 bilhões (+R\$0,4 bilhão t/t), enquanto a dívida líquida atingiu R\$6,0 bilhões (-1,7% t/t). A alavancagem, medida por dívida líquida/PL, encerrou o período em 114%, (+11,6 p.p. t/t e +10,9 p.p. a/a). O indicador foi impactado pelo impairment de US\$110 milhões registrado na operação da Resia após a venda de ativos, permanecendo, portanto, em patamar elevado.

Considerando também as obrigações relacionadas à cessão de recebíveis, de aproximadamente R\$4,7 bilhões, a alavancagem ajustada alcança 204% (+26 p.p. t/t e 8 p.p. a/a). Para fins de *covenant*, a alavancagem encerrou o período em 57%, ante 58% no 1T26, permanecendo abaixo do limite de 65% previsto nas emissões. Já o índice de cobertura dos recebíveis atingiu 4,0x, ante 3,7x no 1T26, acima do mínimo contratual de 1,6x.

Nossa visão. Mantemos a classificação de risco moderado-alto com perspectiva neutra para a MRV, em linha com a combinação de alavancagem ainda elevada, Dívida Líquida/PL de 114% (57% para fins de *covenant*) e queima de caixa no semestre, ficando negativo em R\$440 milhões após pagamento de juros. Conta a favor a liquidação dos ativos da Resia (EUA), cuja venda de R\$484 milhões no semestre cobriu a queima de caixa. Mesmo com a melhora operacional observada no negócio de incorporação no Brasil, que já apresenta turnaround mais convincente, reportando margens em expansão e ganhos no FCO, o perfil de crédito consolidado segue pressionado pelo elevado custo de carregamento da dívida. Além disso, a inclusão do passivo de cessão eleva de forma relevante a dívida líquida ajustada/PL, que já vinha se deteriorando não apenas pelo elevado peso da dívida, mas também pela queda do PL com acumulação de prejuízos.

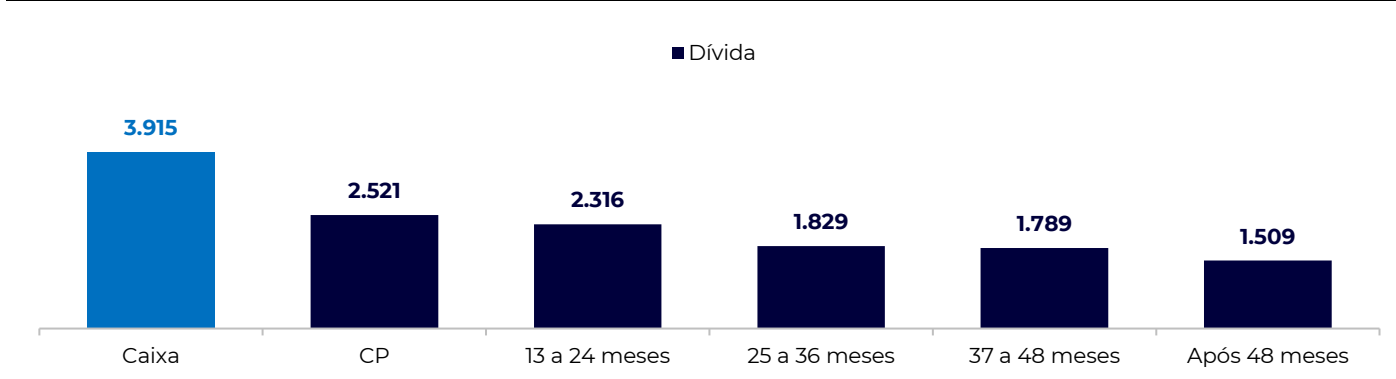
Por outro lado, importante citar fatores favoráveis ao crédito e que impedem a piora na classificação de risco: (i) posição de caixa adequada (R\$3,9 bilhões, frente a uma dívida de curto prazo de R\$2,9 bilhões); (ii) melhora visível na operação, com ganho de margem e avanço do FCO, favorecida pela capacidade da operação brasileira de moradia popular, cuja demanda é estruturalmente sustentada por subsídio do governo; e (iii) a continuidade da execução do plano de desinvestimento da Resia nos EUA.

A perspectiva é neutra, pois o plano de desinvestimento da Resia pode reduzir materialmente a dívida líquida, mas o cenário macro de juros altos no Brasil limita a velocidade de desalavancagem orgânica, ainda que a expansão do MCMV beneficie a companhia. Eventuais pressões adicionais associadas à inflação de custos de construção e a revisões de orçamento das obras seguem como pontos de monitoramento ao longo do ano.

Figura 28. Dados Financeiros — MRV (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	6M25	6M26
Receita Líquida (R\$ Mi)	6.645	7.430	9.009	10.906	4.992	5.776
Margem Bruta	19,8%	22,7%	26,4%	29,3%	29,1%	29,8%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	-177	-30	-503	-1.042	-1.201	-722
Margem Líquida	12,4%	6,5%	10,8%	10,6%	-24,1%	-12,5%
Dívida e Liquidez*						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	4.667	5.050	6.252	6.374	6.210	5.927
Dívida Bruta/PL	113%	104%	131%	160%	154%	189%
Dívida Líquida/PL	71%	67%	84%	104%	103%	114%
Ativo CP/ Passivo CP	2,0	2,1	1,7	2,1	1,7	2,0
Caixa/Dívida CP	2,5	2,4	1,3	1,4	1,4	1,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	-301	-824	-401	542	150	370
FCI	-1.354	-1.121	-282	128	-51	303
FCF	1.611	2.224	1.232	-1.458	-1.110	-367
Δ Caixa	-44	279	549	-788	-1.011	306

Fonte: MRV e Safrá.

Figura 29. Cronograma de Amortização — MRV (R\$ milhões)

Fonte: MRV e Safrá.

Patrimar

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

Desempenho 2T26. A receita líquida cresceu 19,8% a/a no 2T26, para R\$531 milhões (R\$845 milhões no 6M26, +10,5% a/a). A margem bruta reportada recuou para 12,3% no 2T26 (ante 22,4% no 2T25), pressionada pelo deságio da venda de imóveis na operação com o FII Belvedere; a margem bruta ajustada por encargos financeiros e ex-FII atingiu 28,9% (+2,5 p.p. a/a). A margem a apropriar consolidada avançou para 32,3% no 2T26 (vs. 31,3% no 1T25). As despesas comerciais e G&A somaram 14,0% da receita líquida (vs. 12,5% no 2T25). Vendas líquidas totalizaram R\$546 milhões no 2T26 (+53% a/a) e R\$752 milhões no 6M26 (+42% a/a), com VSO líquida consolidada de 14% (vs. 6% no 1T26); beneficiada pela operação com o FII Belvedere. O volume de distratos ficou em 17,7% das vendas brutas no trimestre (vs. 20,5% na comparação UDM), com 34% concentrados em unidades revendidas ao FII Belvedere. O lucro líquido consolidado foi negativo em R\$30 milhões no 2T26 (margem de -5,7%), ante lucro de R\$36 milhões no 2T25 (margem de 8,2%).

Perfil da dívida. A dívida bruta consolidada somou R\$1,5 bilhão ao final do 2T26, com custo médio de 94,9% do CDI (vs. 92,5% em dez/25), refletindo maior participação de dívida pós-fixada. A dívida líquida consolidada recuou para R\$1,1 bilhão (vs. R\$1,3 bilhão no 1T26), levando a Dívida Líquida/PL a 188% (vs. 227% no 1T26), ainda em patamar elevado. A dívida corporativa líquida/PL para fins de covenant recuou de 84% no 1T26 para 50% no 2T26, com os covenants mais restritivos prevendo uma alavancagem máxima de 50%, mensurada ao final do ano.

Nossa visão. Recalibramos o perfil de crédito da Patrimar para moderado-alto, com perspectiva negativa. A avaliação reflete a alavancagem elevada, com dívida líquida equivalente a 188% do patrimônio líquido (50% para efeitos de covenant sem margem de folga) e geração de caixa insuficiente para cobrir juros no semestre. Nossa reclassificação para moderado-alto se justifica porque há fluxo contratado suficiente a ser transformado em caixa antes que a estrutura rompa o covenant. A saber, o backlog tem margem a apropriar de 32,3%, além de espaço para absorver os custos a incorrer nas unidades vendidas; monetização relevante do estoque, ainda que favorecida no semestre pela operação do FII Belvedere; e cobertura do passivo de construção adequado. O risco para a companhia é o tempo necessário para vender unidades e se desalavancar, dado que o covenant é medido em dez/26 e não há folga; isso tudo em um cenário de juros restritivo, por isso nossa perspectiva é negativa.

No trimestre, observamos sinais positivos, como a reversão da queima de caixa, com geração de R\$117 milhões no 2T26, e a redução da dívida líquida sobre o patrimônio líquido, para fins de covenant, de 84% no 1T26 para 50% no 2T26, mas largamente explicada pela venda de estoques ao FII Belvedere (R\$250 milhões em venda de unidades, com R\$188 milhões já recebidos) e pela reclassificação da participação do FII Alicerce (+R\$87 milhões no PL). A margem bruta ajustada, excluindo os efeitos do FII, atingiu 28,9%, avanço de 2,5 p.p. a/a. A companhia também possui *landbank* de aproximadamente R\$17,2 bilhões, suficiente para suportar o ciclo de lançamentos estimado entre R\$2,5 bilhões e R\$3,0 bilhões nos próximos anos.

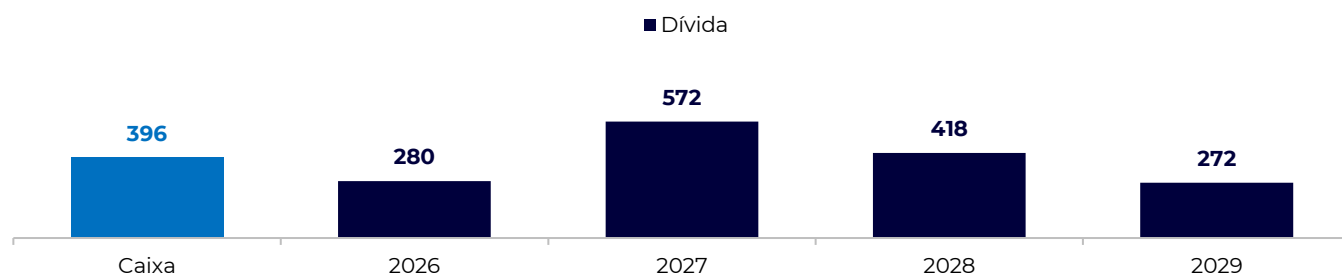
Contudo, o resultado também mostrou que há ainda fatores de atenção, tais como: velocidade de vendas (VSO) abaixo da observada entre os pares, e tempo de estoque acima de 30 meses; cautela quanto à demanda pelos empreendimentos de média e alta renda, que representam 67% dos estoques; e o nível ainda elevado de distratos, equivalente a 17,7% das vendas brutas, concentrados nas mesmas unidades transferidas ao fundo.

Para monitoramento, destacamos a evolução da alavancagem para fins de covenant, cuja apuração ocorrerá apenas em dez/26; a cobertura do passivo de construção, atualmente em 1,3x; o ritmo de lançamentos e a entrada no segmento MCMV na cidade de São Paulo; e a cessão da carteira de recebíveis pro soluto do MCMV, anunciada para o 3T26.

Figura 30. Dados Financeiros — Patrimar (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025	6M25	6M26
Receita Líquida (R\$ Mi)	829	1.355	1.465	1.463	765	845
<i>Margem Bruta</i>	25,3%	21,6%	20,3%	22,2%	21,4%	17,6%
Lucro Líquido (R\$ Mi)	73	80	35	33	40	-23
<i>Margem Líquida</i>	8,7%	10,4%	9,0%	2,2%	5,3%	-2,8%
Dívida e Liquidez						
Dívida Líquida (R\$ Mi)	17	206	790	1.057	1.123	1.146
Dívida Bruta/PL	0,8	140%	217%	273%	241%	253%
Dívida Líquida/PL	0,0	36%	140%	191%	186%	188%
Ativo CP/ Passivo CP	2,7	2,3	2,2	2,2	2,3	2,0
Caixa/Dívida CP	4,7	3,6	1,7	1,0	0,7	0,6
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)						
FCO	-12	-74	-486	-212	-297	-71
FCI	-6	-60	-90	-35	41	16
FCF	146	284	403	251	204	35
Δ Caixa	127	150	-173	4	-52	-20

Fonte: Patrimar e Safrá.

Figura 31. Cronograma de Amortização — Patrimar (R\$ milhões)

Fonte: Patrimar e Safrá.

One DI

Perfil. Fundada em 2013, a One Innovation é uma incorporadora com foco em empreendimentos residenciais compactos e de média/alta renda na cidade de São Paulo. Ao longo dos últimos anos, a companhia acelerou seu ritmo de crescimento, alcançando mais de R\$2,3 bilhões em lançamentos em 2025. Sua operação está segmentada em três marcas principais: My One, Nex One e Essential. As duas primeiras concentram-se em unidades compactas, com metragens de até 55 m². A linha My One prioriza bairros com maior disponibilidade de terrenos a preços mais acessíveis, enquanto a Nex One tem como foco empreendimentos localizados próximos a eixos de mobilidade, especialmente nas regiões Sul e Oeste da cidade de São Paulo. Já a marca Essential é voltada para o segmento de média e alta renda, com empreendimentos de padrão superior e unidades que podem alcançar aproximadamente 200 m² de área privativa.

Desempenho 2025. Ao longo de 2025, a companhia realizou lançamentos que totalizaram cerca de R\$2,3 bilhões, crescimento de 67,8% em relação a 2024. As vendas líquidas somaram R\$1,7 bilhão no mesmo período. A velocidade de vendas (VSO) consolidada encerrou o ano em 26,1%, patamar inferior à média de 56,4% registrada pelo Secovi para a cidade de São Paulo ao longo de 2025, indicando um ritmo de absorção comercial abaixo do observado no mercado.

Adicionalmente, destacamos a venda de um terreno do *landbank* da companhia por R\$420 milhões. O ativo estava inicialmente destinado ao desenvolvimento de um empreendimento de alta renda, com Valor Geral de Vendas (VGV) estimado em cerca de R\$2,0 bilhões, projeto que acabou sendo descontinuado pela empresa.

A receita líquida anual foi de R\$1,7 bilhão (+34,9% a/a), com o avanço do número de lançamentos nos últimos anos e a venda do terreno por R\$420 milhões. Desconsiderando a venda do terreno, a receita de venda de imóveis registrou avanço de 10% a/a. A margem bruta, por sua vez, avançou de 19,1% em 2024 para 26,5% em 2025, com o avanço das safras mais novas de lançamentos, com melhores margens de vendas. No entanto, vale destacar, que o atual nível de margem se encontra abaixo de outros players listados com atuação na cidade de São Paulo no segmento de média/alta renda, que apresentaram margem bruta média de 34% no ano fiscal de 2025 (vs. 32% em 2024). As despesas operacionais atingiram R\$155 milhões (vs. R\$92 milhões) com o aumento das despesas com marketing e em unidades prontas.

Perfil da dívida. A dívida bruta encerrou o ano fiscal em R\$989 milhões (+11,6% a/a), com a companhia tendo captado R\$700 milhões e amortizado R\$609 milhões em linhas de financiamento. Dentre os instrumentos de captação, a companhia possuía linhas de financiamento à construção (56%), cédulas de crédito bancário (7%), CRIs (22%) e debêntures (15%). A dívida líquida, por sua vez, atingiu R\$723 milhões (+27,3% a/a), refletindo a queima de caixa no período. A alavancagem (dívida líquida/PL) foi de 219%, número elevado frente aos demais players do setor.

Ajustando a dívida líquida pelos passivos relacionados a credores por imóveis, excluindo as linhas de financiamento à incorporação e as permutas vinculadas à aquisição de terrenos, estimamos uma dívida líquida ajustada de R\$354 milhões, aumento de R\$295 milhões a/a. Com isso, a alavancagem atingiria 107%, acima do limite de 70% previsto nos covenants das emissões.

Nossa visão. Atribuímos à One Innovation risco de crédito alto, com perspectiva neutra. O perfil é pressionado sobretudo por (i) alavancagem elevada, com dívida líquida (corporativa e construção)/PL de 219%; (ii) rentabilidade operacional ainda aquém dos pares, com margem bruta de 26,5% em 2025 ante média de 34% das incorporadoras listadas com atuação na região de São Paulo; e (iii) velocidade de vendas abaixo do mercado, com VSO consolidada de 26,1% contra 56,4% na média apurada pelo Secovi para a cidade em 2025.

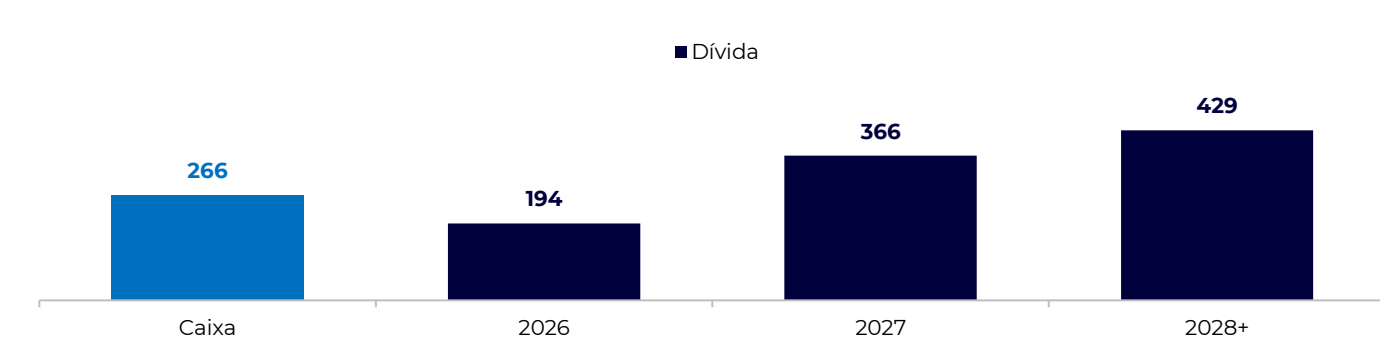
A perspectiva neutra é derivada de fatores como (i) reforço da liquidez com a captação de um CRI no início de 2026; (ii) a melhora da margem bruta no comparativo anual; e (iii) ciclo de entregas concentrado ao longo de 2026, que deve favorecer a geração de caixa. Por outro lado, o acelerado ritmo de lançamentos a uma VSO abaixo da média de São Paulo preocupa quanto à capacidade de absorção do mercado e com efeitos de alta no endividamento de construção sem geração de caixa proporcional.

Como pontos de monitoramento, acompanhamos a elevada alavancagem da companhia em um ambiente ainda marcado por juros e custos de captação elevados, além da inflação dos custos de construção e da disponibilidade de mão de obra e terrenos, fatores que vêm sendo agravados pelo aumento da concorrência entre incorporadoras na cidade de São Paulo. Também destacamos o potencial impacto do atual patamar de juros sobre a demanda por unidades e possíveis efeitos de um ambiente regulatório mais restritivo (R2V e HIS/HMP).

Figura 32. Dados Financeiros — One DI (R\$ milhões)

Resultado Operacional	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida (R\$ Mi)	901	969	1.232	1.662
<i>Margem Bruta</i>	<i>21,6%</i>	<i>15,4%</i>	<i>19,1%</i>	<i>26,5%</i>
Lucro Líquido (R\$ Mi)	98	59	93	142
<i>Margem Líquida</i>	<i>10,9%</i>	<i>6,1%</i>	<i>7,6%</i>	<i>8,6%</i>
Dívida e Liquidez				
Dívida Líquida (R\$ Mi)	134	360	569	723
Dívida Bruta/PL	68%	118%	190%	300%
Dívida Líquida/PL	39%	90%	122%	219%
Ativo CP/ Passivo CP	2,8	2,4	2,2	2,1
Caixa/Dívida CP	1,7	0,6	0,9	1,4
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)				
FCO	-117	-201	-206	-89
FCI	16	-51	11	-12
FCF	41	255	382	50
Δ Caixa	-60	3	186	-52

Fonte: One DI e Safr.

Figura 33. Cronograma de Amortização — One DI (R\$ milhões)

Fonte: One DI e Safr.

Figura 34. Dados Operacionais Consolidados do 2T26 UDM

Resultado Operacional (R\$ Mi)	Cury	Direcional	MRV	Plano&Plano	JHSF	Lavvi	Melnick	Moura Dubeux	Nortis*	One DI*	Patrimar
Lançamentos 12M	7.126	7.123	11.920	4.571	-	3.166	1.035	5.224	1.808	2.300	2.754
%MCMV	100%	57%	100%	100%	-	21%	0%	0%	79%	0%	14%
%Média/Alta	0%	43%	0%	0%	-	79%	100%	100%	21%	100%	86%
Vendas Líquidas 12M	7.733	6.396	11.920	4.326	-	3.160	880	1.043	1.289	1.670	1.330
VSO 12M	72%	47%	-	52%	-	50%	46%	51%	49%	26%	33%
VSO Trimestral 2T26	40%	23%	-	-	-	22%	7%	21%	-	-	14%
Estoques	3.008	5.612	-	3.828	-	3.065	1.518	3.970	371	-	3.388
%Andamento	98%	98%	-	98%	-	93%	78%	97%	97%	-	99%
%Concluído	2%	2%	-	2%	-	7%	22%	3%	3%	-	1%
Meses de Estoques	5,9	10,5	-	50,1	-	11,6	20,7	12,0	3,5	-	30,6
Landbank	26.093	63.149	53.895	34.200	-	9.489	4.604	11.846	-	-	17.159
Resultado Financeiro											
Margem Bruta	40%	40%	30%	29%	63%	34%	24%	38%	37%	27%	20%
Margem Líquida	20%	23%	-3%	10%	52%	20%	10%	21%	13%	9%	-2%
Dívida Bruta (R\$ Mi)	1.343	2.956	9.825	1.048	6.272	1.469	818	940	294	989	1.542
Dívida Líquida (R\$ Mi)	-291	492	5.927	163	2.001	525	492	56	17	723	1.146
Dívida Bruta / PL	66%	108%	189%	86%	79%	86%	67%	41%	116%	300%	253%
Dívida Líquida / PL	-14%	18%	114%	13%	25%	31%	40%	3%	7%	219%	188%
Ativo CP / Passivo CP	1,9	4,2	2,0	3,0	1,7	3,9	2,4	2,4	2,7	2,1	2,0
Caixa / Dívida CP	9,1	8,2	1,4	9,8	12,3	5,0	1,1	5,1	17,0	1,4	0,6
Fluxo de Caixa (R\$ Mi)											
FCO	815	522	762	-88	3.623	-269	-239	-219	203	-89	15
FCI	-35	-17	482	15	-781	145	-216	-62	-43	-12	-59
FCF	-678	-154	-715	458	-290	252	206	849	-160	50	82
Δ Caixa	103	351	529	385	2.552	127	-250	567	0	-52	37

Fonte: Companhias e Safr. (*) referentes a 2025.

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

Analysts	1	2	3	4
Yuri Machado				
Roberto Pasqualini				

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. securities analyst(s) involved in preparing this report are associated with individuals who work for the issuers addressed herein.

INFORMAÇÕES IMPORTANTES SOBRE O SAFRA

A Safrá 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, Concessionária do Sistema Anhanguera-Bandeirantes S.A., Concessionária 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-Infra, 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.