

Frasle

A história de crescimento continua; atualização de modelo e preço-alvo

Bens de Capital

19 de dezembro de 2023

Atualizamos nossas estimativas para a Frasle (FRAS3) e introduzimos nosso novo preço-alvo de R\$21,20/ação para os próximos 12 meses (R\$18,50/ação anteriormente), resultando em um potencial de valorização de 24%, o que nos leva a manter nossa recomendação **Outperform** para as ações da companhia. Revisamos nosso modelo de valuation incorporando: (i) os últimos resultados trimestrais; (ii) resultados melhores do que o esperado para Juratek (adquirida em 16 de fevereiro de 2023); (iii) estimativas macroeconômicas atualizadas; e (iv) premissas mais otimistas para os resultados futuros da companhia. Com base em nossas novas projeções, a Frasle é atualmente negociada a um múltiplo P/L de 11,4x para 2024, em linha com seu múltiplo médio de cinco anos, 9% acima de seus pares domésticos e 2% acima de seus pares globais.

Assumindo margens estruturalmente mais altas. Desde nossa última atualização, a Frasle superou nossas expectativas, principalmente quanto às margens, pois a companhia se beneficiou de um ambiente de preços favorável e sinergias das empresas adquiridas, que levou sua margem EBITDA a atingir impressionantes 21% nos nove primeiros meses de 2023, ultrapassando nossa estimativa de 15%. Olhando à frente, não esperamos que a margem EBITDA da companhia permaneça nos níveis atuais em virtude principalmente de um ambiente de preços mais difícil devido à concorrência com produtos chineses, que sofreram restrições de produção relacionadas à pandemia de covid-19, o que pode levar a estratégias comerciais mais agressivas para recuperar sua participação de mercado. Acreditamos que se continuar se beneficiando do aumento de escala e sinergias, a companhia conseguirá manter suas margens acima de 19% em comparação com sua média histórica de seis anos de cerca de 16%.

Nossa tese de investimento para a Frasle está fundamentada nos seguintes fatores: (i) **forte histórico de aquisições assertivas gera crescimento e diversificação do portfólio** – a Frasle estabeleceu recentemente um sólido histórico de fusões e aquisições bem-sucedidas e está focada em executar novas aquisições estratégicas para expandir sua presença global em mercados nos quais ainda tem potencial de crescimento; (ii) **exposição ao mercado de reposição traz resiliência para as vendas** – cerca de 88% da receita da Frasle vem de vendas para o mercado de reposição, o que traz resiliência contra a sazonalidade usual das vendas para OEMs. Além disso, a ampla presença global da companhia e seu portfólio diversificado minimizam a exposição da companhia a flutuações econômicas em regiões específicas e expandem seu mercado potencial; (iii) **amplo portfólio de produtos premium fideliza clientes** – a Frasle tem uma ampla gama de produtos premium, com mais de 16.000 referências. A longa experiência da companhia com produtos para o mercado de reposição e seu portfólio diversificado possibilitaram à Frasle estabelecer um forte relacionamento com seus clientes, promovendo sua fidelidade. Esse posicionamento permitiu que a Frasle conquistasse participação de mercado significativa, principalmente nas linhas em que atua; (iv) **investimentos frequentes em P&D** – a Frasle continua aprimorando seu portfólio por meio de investimentos em tecnologia, o que lhe possibilita atender a demanda por produtos de maior valor agregado e contribuir para um aumento na geração de receita e nas margens.

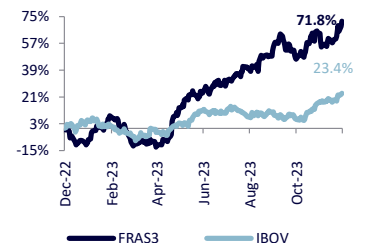
Principais riscos para a tese de investimentos: (i) **mudanças em regulamentos ambientais e tecnologias**, como veículos elétricos e autônomos, podem ser riscos para os produtos da Frasle no futuro, pois poderiam reduzir a demanda por seus produtos de fricção; (ii) **operações de M&A que não alcancem as sinergias esperadas** – a Frasle deve continuar promovendo uma estratégia de crescimento inorgânico, e dificuldades na integração de suas aquisições poderiam reduzir as sinergias esperadas; e (iii) **volatilidade no preço de commodities** – 65% dos custos da Frasle estão relacionados a matérias-primas, principalmente aço e cobre.

FRAS3	
Rating	Outperform
Preço atual	R\$ 17,09
Preço-alvo (12 meses à frente)	R\$ 21,20
Potencial de valorização	24%

Múltiplos	23E	24E	25E
EV/EBITDA	6,6x	6,4x	5,7x
P/L	12,9x	11,4x	11,3x

Dados de mercado	
Valor de mercado	R\$ 4.615 mi
Mínima/máxima de 52 semanas	R\$ 8,7 / 17,2
ADTV (3 mi)	R\$ 8 mi
Ações em circulação	270 mi
Free float	23%
Desempenho UDM	72%
Desempenho acumulado no ano	78%

FRAS3 vs. Ibovespa



Fonte: Bloomberg e Safr

Luiza Mussi
 +55 11 3175 3638
 luiza.mussi@safra.com.br

Rafael Rehder
 +55 11 3175 4611
 rafael.rehder@safra.com.br

Luiz Pecanha
 +55 11 3175 4284
 luiz.pecanha@safra.com.br

Índice

O que há de novo?	04
Tese de investimento	06
Riscos	10
Valuation e novas estimativas	11
Destaques das estimativas	14
Onde estamos ante o consenso	15

Figura 1: Múltiplos do setor

Companhia	País	Valor de mercado (US\$ mi)	ADTV (US\$ '000)	P/L			EV/EBITDA			EBITDA CAGR 222-24	Lucro líquido CAGR 222-24
				2022	2023	2024	2022	2023	2024		
Frasle	BRAZIL	948	1.580	22,7x	12,9x	11,4x	10,2x	6,6x	6,4x	26,3%	40,8%
Pares automotivos brasileiros											
Iochpe-Maxion	BRAZIL	423	2.625	4,6x	8,5x	4,4x	3,5x	3,9x	3,5x	0,1%	-1,0%
Mahle Metal Leve	BRAZIL	970	4.299	7,9x	6,3x	7,7x	5,9x	4,8x	5,1x	7,7%	3,0%
Marcopolo	BRAZIL	1.227	10.471	22,6x	10,0x	9,2x	19,8x	7,9x	6,2x	78,5%	74,5%
Randon*	BRAZIL	871	4.438	9,0x	16,7x	10,5x	4,2x	4,6x	3,8x	6,0%	-7,5%
Weg*	BRAZIL	31.401	37.906	36,3x	26,3x	24,7x	26,7x	20,4x	17,6x	23,3%	21,2%
Tupy	BRAZIL	799	2.558	7,5x	8,3x	6,7x	5,2x	4,6x	4,1x	12,3%	2,6%
Média		5.949	10.383	14,7x	12,7x	10,5x	10,9x	7,7x	6,7x	21%	15%
Pares globais											
EATON CORP PLC	UNITED STATES	95.093	387.906	31,5x	26,4x	23,9x	24,6x	20,7x	18,8x	14%	14%
JOHNSON CONTROLS INTERNATION	UNITED STATES	36.838	370.521	18,1x	15,3x	14,8x	12,3x	11,1x	10,5x	8%	9%
CUMMINS INC	UNITED STATES	34.659	185.752	15,2x	12,3x	12,6x	10,3x	8,0x	8,3x	12%	10%
VALEO	FRANCE	3.853	38.310	16,6x	11,9x	7,1x	3,8x	3,3x	3,0x	12%	53%
AISIN CORP	JAPAN	10.106	32.765	9,4x	17,8x	9,0x	4,7x	5,8x	4,4x	3%	2%
LEAR CORP	UNITED STATES	8.183	90.580	16,6x	11,6x	8,8x	7,0x	5,9x	5,0x	18%	34%
FORVIA	FRANCE	4.527	12	29,7x	10,9x	6,5x	5,0x	4,2x	3,8x	14%	104%
DENSO CORP	JAPAN	47.121	240.783	22,5x	20,1x	13,1x	9,6x	9,0x	7,0x	17%	29%
DANA INC	UNITED STATES	2.110	15.666	19,9x	19,2x	12,1x	6,5x	5,4x	5,0x	14%	30%
LKQ CORP	UNITED STATES	12.778	82.924	12,2x	12,7x	11,4x	9,7x	9,6x	8,6x	6,3%	0,3%
HYUNDAI MOBIS CO LTD	SOUTH KOREA	16.091	21.594	7,9x	5,9x	5,5x	4,9x	4,0x	3,5x	17,8%	18,8%
REV GROUP INC	UNITED STATES	1.085	4.996	22,9x	15,6x	11,5x	11,7x	8,8x	6,9x	30,5%	41,6%
MAGNA INTERNATIONAL INC	CANADA	16.649	52.145	13,6x	10,6x	8,7x	6,8x	5,8x	5,0x	16,0%	23,2%
FUYAO GLASS INDUSTRY GROUP-H	CHINA	13.266	7.966	18,6x	15,5x	13,8x	13,1x	11,2x	9,7x	16,5%	13,9%
HANON SYSTEMS	SOUTH KOREA	2.860	3.224	29,1x	22,3x	15,2x	8,6x	8,0x	7,1x	10,6%	38,5%
BREMBO SPA	ITALY	4.140	4.602	12,0x	12,1x	11,3x	6,6x	6,5x	6,1x	4,6%	3,3%
CIE AUTOMOTIVE SA	SPAIN	3.415	1.505	10,7x	9,6x	9,0x	7,2x	6,7x	6,3x	7,0%	8,0%
LINAMAR CORP	CANADA	2.960	9.788	10,2x	7,4x	6,7x	4,8x	3,9x	3,6x	16,7%	14,9%
Média		17.541	86.169	17,6x	14,3x	11,2x	8,7x	7,7x	6,8x	13%	25%

* Estimativas do Safrá

Fonte: Bloomberg e estimativas do Safrá

O que há de novo?

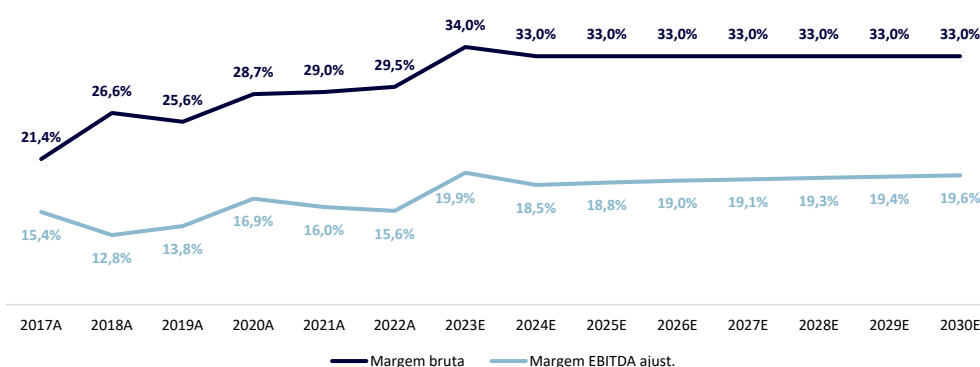
Atualizamos nosso modelo para refletir a melhora dos resultados da Frasle, que ultrapassaram nossas projeções. Desde nossa última atualização, os resultados da Frasle excederam consistentemente nossas expectativas. A sólida demanda dos mercados interno e externo de reposição, bem como a melhora nos resultados de sua empresa recém-adquirida (Juratek), geraram melhores resultados de forma generalizada. A companhia se beneficiou de um ambiente de preços favorável e de sinergias das empresas adquiridas, que levaram sua margem EBITDA a atingir impressionantes 21,4% nos nove primeiros meses de 2023, ultrapassando nossa estimativa de 15%. Olhando à frente, esperamos que a margem da companhia se estabilize gradualmente em uma média de 19%, acima de sua média histórica de seis anos de cerca de 16%.

Crescimento sólido da receita deve continuar. A Frasle está bem-posicionada para aproveitar a demanda aquecida no segmento do mercado de reposição. A companhia poderá também se beneficiar de oportunidades de vendas cruzadas para aumentar sua participação no mercado com novas linhas de produtos que foram recentemente adicionadas ao portfólio da companhia (por exemplo, amortecedores e suspensão – Nakata). A Frasle deve também continuar focando em sua expansão internacional, ao mesmo tempo em que se beneficia do crescimento esperado do mercado (Figuras 8 e 9). Com base no sólido histórico da Frasle em fusões e aquisições e na sua estrutura de capital desalavancada após o capital levantado (R\$ 629 mi) na oferta subsequente realizada em abril de 2022, espera-se que a companhia continue promovendo sua estratégia de crescimento inorgânico, embora essa possibilidade não tenha sido considerada em nossos números.

Projetamos que a companhia registrará margens médias de 19% daqui para a frente, superando seu nível histórico de cerca de 16%. As margens da Frasle passaram por uma mudança estrutural nos últimos anos, à medida que a companhia conseguia colher as sinergias de suas aquisições e tomar importantes medidas para melhorar a produtividade, como a integração do time comercial e a realocação da planta da Nakata de Diadema (SP) para Extrema (MG), o que fortaleceu seus canais de suprimento, aprimorando a integração logística entre as operações do conglomerado e aumentando as economias de escala. Essa estratégia, juntamente com o ambiente favorável para preços nos últimos anos e a deflação de custos, levou a companhia a entregar margens mais altas generalizadas.

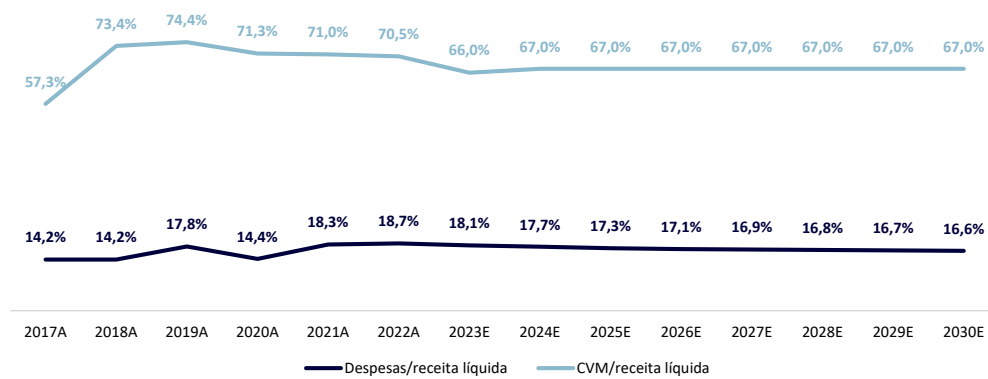
Olhando à frente, projetamos que a margem da Frasle se ajustará gradualmente como resultado de um ambiente mais desafiador para preços em virtude dos produtos da chineses, que sofreram restrições de produção relacionadas à pandemia de covid-19, o que pode levar a estratégias comerciais mais agressivas para recuperar sua participação de mercado. Além disso, a deflação de matérias-primas, principalmente do aço (cujos preços caíram cerca de 11% nos primeiros nove meses de 2023), deve se refletir nas margens da Frasle no curto prazo. No entanto, a manutenção dos benefícios advindos do aumento da escala e das sinergias deve sustentar a margem EBITDA acima de seu nível histórico.

Figura 2: Evolução das margens da Frasle



Fonte: companhia e Safr

Figura 3: Evolução dos custos e das despesas de vendas, gerais e administrativas da Frasle como % da receita líquida



Fonte: companhia e Safra

Tese de investimento

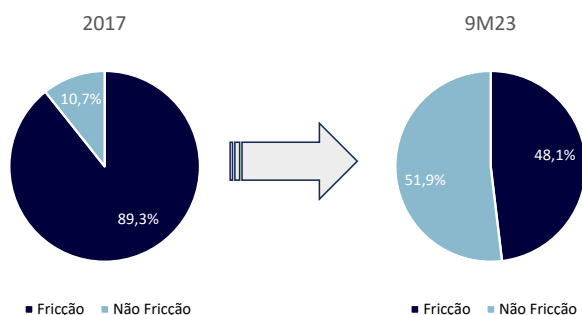
Sólido histórico de aquisições assertivas gera crescimento e diversificação do portfólio. A Frasle estabeleceu recentemente um sólido histórico de fusões e aquisições bem-sucedidas e está focada em captar oportunidades para executar novas aquisições estratégicas e expandir sua presença global em mercados nos quais ainda tem potencial de crescimento. Além disso, sua estratégia de fusões e aquisições também prevê a expansão de seu portfólio de produtos, reduzindo a exposição da Frasle a materiais de fricção e aproveitando sua ampla rede de distribuição para impulsionar oportunidades de vendas cruzadas. Destacamos também que a Frasle vem tendo sucesso na integração das empresas adquiridas, beneficiando-se de mais ganhos de sinergia do que anteriormente estimado e também do fato de pertencer ao Grupo Randon, o que aumenta significativamente os ganhos de escala e o poder de barganha com fornecedores.

Figura 4: Histórico recente de fusões e aquisições da Frasle

Aquisição	Data	Valor da aquisição (R\$ mi)	Receita (R\$ mi)	EBITDA (R\$ mi)	Margem EBITDA (%)	EV/EBITDA da aquisição	EV/EBITDA da Frasle
Fremax	18/08/2018	R\$ 180	R\$ 155	R\$ 26	17%	6,9	5,6
Nakata	17/12/2019	R\$ 457	R\$ 500	R\$ 75	15%	6,1	10,1
Juratek	16/02/2023	R\$ 102	R\$ 138	R\$ 14	10%	7,4	6,7
Média						6,8	7,5

Fonte: companhia e Safr

Figura 5: Exposição da receita da Frasle a materiais de fricção



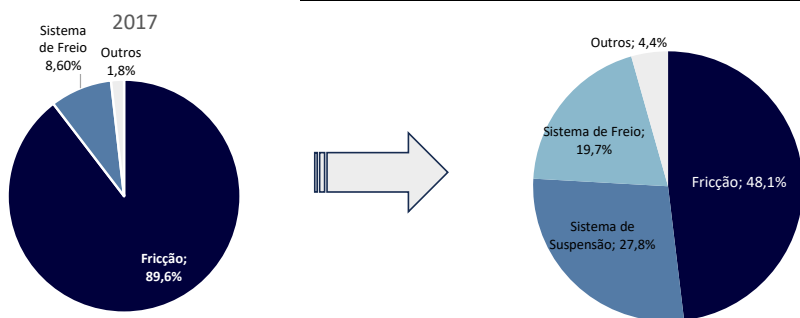
Fonte: companhia e Safr

Exposição ao mercado de reposição traz resiliência para as vendas. Aproximadamente 88% da receita da Frasle advém das vendas para o mercado de reposição, o que traz resiliência contra a volatilidade nas vendas para OEMs. Além disso, a ampla presença global da companhia e seu portfólio diversificado minimizam a exposição da companhia a flutuações econômicas em regiões específicas e expandem seu mercado potencial. A Frasle tem suas próprias estruturas comerciais no Brasil e em outros dez países, o que lhe permite atender montadoras de veículos e distribuidoras em mais de 125 países e suprir regiões com alto potencial de crescimento.

Frasle em resumo

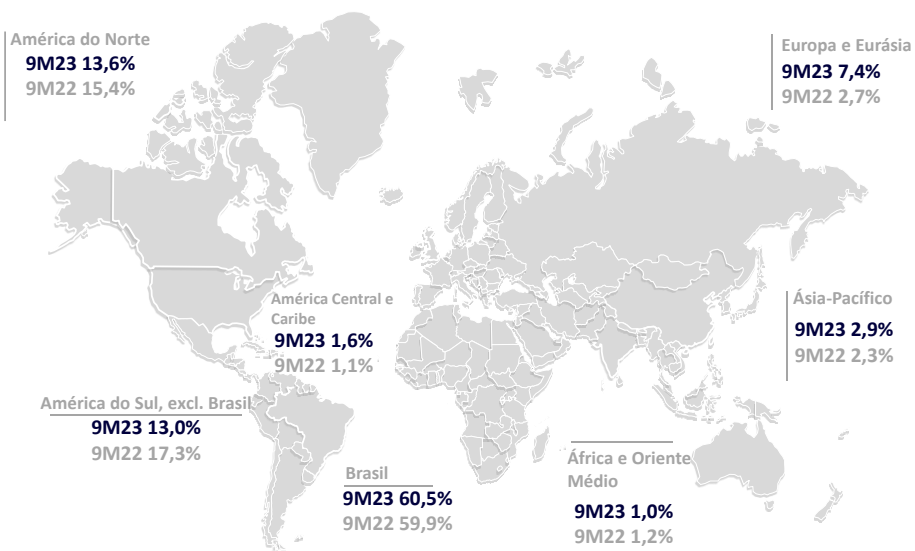


Figura 6: Evolução do portfólio de produtos da Frasle



Fonte: companhia e Safr

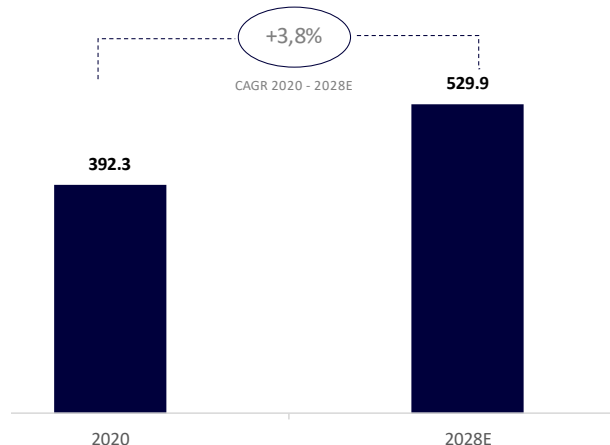
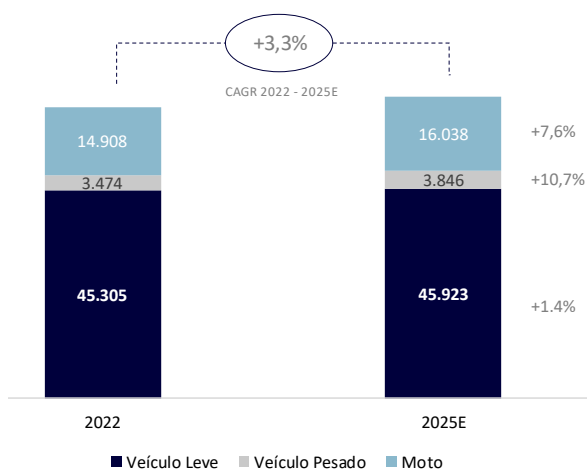
Figura 7: Diversificação geográfica da Frasle



Fonte: companhia e Safr

Figura 8: Expectativa de crescimento do mercado de reposição do Brasil (nº de veículos)

Figura 9: Expectativa de crescimento do mercado de reposição global (US\$ bi)



Fonte: companhia e Safr

Fonte: Fortune Business Insights e Safr

Ampla portfólio de produtos premium leva a maior fidelização de clientes. A Frasle tem uma ampla gama de produtos premium em seu segmento de fricção, com mais de 16.000 referências. A longa experiência da companhia com produtos para o mercado de reposição e seu portfólio diversificado possibilitaram à Frasle estabelecer um forte relacionamento com seus clientes, promovendo sua fidelidade. Esse posicionamento permitiu que a Frasle obtivesse participação de mercado significativa na maioria das linhas em que atua (Figura 10).

Figura 10: Participação de mercado da Frasle



Volume de OE é 7x menor do que o de IAM, embora a Frasle Mobility seja líder e player relevante no Brasil e nos EUA (>90% e 40% dos mercados OE CV brasileiro e norte-americano respectivamente)

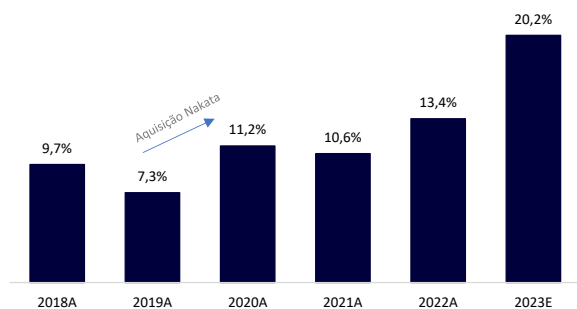
Notas: (1) Volume de vendas de reposição. (2) Considera veículo novo com configuração-padrão. (3) Considera 12.000 Km/ano para VL e 100.000 Km/ano para CV, sem avarias. (4) Considera recorrência para substituição de outros no cenário da nota (3).

Fonte: companhia e Safr

Investimentos frequentes em P&D possibilitam à companhia adicionar mais valor aos seus produtos e estender sua vida útil. A Frasle continua aprimorando seu portfólio por meio de investimentos em tecnologia, possibilitando que atenda a demanda por produtos de maior valor agregado e contribuindo para um aumento na receita e nas margens. A companhia pretende manter seu foco em clientes high-end oferecendo produtos com maior qualidade e durabilidade. Para citar um exemplo, Randon e Frasle se associaram para criar uma empresa denominada Nione (55% e 45% de participação, respectivamente), que patenteou uma tecnologia para produzir nanopartículas de nióbio por meio de um processo mecânico que reduz o custo de produção em comparação com o método químico atualmente usado pelos concorrentes. Devido às suas numerosas aplicações, as partículas de nióbio podem ser usadas em diferentes setores, como automotivo, siderúrgico, saúde, entre outros.

Mais do que uma base industrial, a Frasle está se tornando um nome premium no segmento de peças automotivas. Em virtude de seus investimentos consistentes em tecnologia e sua forte marca (reforçada pelas recentes aquisições assertivas), a Frasle está se tornando uma designer premium de peças automotivas – um processo que já lhe possibilita terceirizar cerca de 30% de sua produção total para parceiros industriais no mundo todo. Graças a essa característica, a companhia consegue reduzir significativamente seus investimentos de capital em plantas industriais e maquinário, o que deve levar, conseqüentemente, a um aumento em seu ROIC daqui para a frente.

Figura 11: Evolução do ROIC



Fonte: companhia e Safra

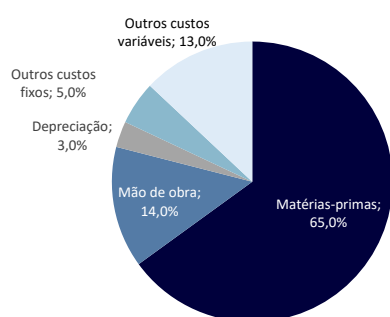
Administradores altamente qualificados e experientes, cujos interesses estão alinhados aos dos acionistas. A cultura corporativa da companhia está focada em valores e resultados. Além disso, seu time de administradores tem metas transparentes e vem entregando desempenho operacional excelente nos últimos anos. É importante destacar que a remuneração variável dos administradores da Frasle está baseada em três principais métricas: crescimento do EBITDA da companhia (40%), crescimento de seu ROIC médio (30%) e redução da alavancagem em três anos (30%). Além disso, há um prêmio de retenção correspondente a 30% do bônus total pago para seus principais executivos.

Riscos

Mudanças nos regulamentos ambientais e novas tecnologias podem representar riscos para os produtos da Frasle no futuro. O crescente foco em políticas ESG e discussões a respeito de legislações que promovam a descarbonização por meio de regulamentos aplicáveis a empresas estão levando a um ambiente corporativo mais favorável ao meio ambiente. Essa mudança poderia representar uma ameaça aos atuais motores a combustão. Consequentemente, o desenvolvimento de novas tecnologias para veículos, como veículos elétricos e autônomos, vem ganhando tração e pode demandar peças diferentes daquelas atualmente produzidas pela Frasle. Isso poderia reduzir significativamente a demanda pelos produtos de fricção da empresa.

Volatilidade no preço de commodities. Dos custos da Frasle, 65% estão relacionados a matérias-primas, principalmente aço e cobre. Portanto, eventuais aumentos em seus preços poderiam comprometer a capacidade da companhia de repassar esses custos para os preços de seus produtos finais, o que poderia prejudicar suas vendas e/ou margens. Além disso, se houver um aumento no custo da energia elétrica, como o causado pela recente crise hídrica, as margens de lucro da Frasle poderiam cair, já que a eletricidade responde por cerca de 8% de seus custos totais.

Figura 12: Composição do CMV da Frasle (3T23)



Fonte: companhia e Safr

Exposição ao mercado internacional se traduz em maior sensibilidade a oscilações no câmbio. A exposição da receita da Frasle aos mercados externos situa-se em cerca de 40%, e a companhia pretende continuar expandindo essa participação. Acreditamos que esse fato se traduza em uma sensibilidade mais alta à volatilidade do câmbio futuro e às condições econômicas de seus novos mercados-alvo.

Concentração da produção na planta de Caxias do Sul. Atualmente, aproximadamente 50% da produção da Frasle está concentrada em suas plantas em Caxias do Sul (RS). Essa concentração sujeita a companhia ao risco de uma interrupção repentina relacionada a eventos não gerenciáveis pela companhia, como pandemias, acidentes ou greves.

Valuation e novas estimativas

Principais premissas. Esperamos que a Frasle mantenha sua história de crescimento, registrando CAGR de dez anos de receita líquida de 6,6% (Figura 20), impulsionado pela demanda do mercado de reposição, segmento em que a companhia deverá continuar aumentando sua participação de mercado em linhas nas quais não é relevante e expandindo sua presença em outros mercados. Por outro lado, os ganhos de eficiência da companhia devem ajudar a manter margens robustas à frente – projetamos CAGR de dez anos (2023–33) de EBITDA de 6,7%, enquanto sua margem EBITDA deve alcançar 19,6% até 2030.

Valuation. Nosso preço-alvo de 12 meses para a Frasle de R\$21,20/ação deriva de nossa análise baseada no fluxo de caixa descontado para a firma (FCDF), na qual utilizamos um custo de capital (ke) de 12,72% e um custo de dívida depois dos impostos de 6,9%, resultando em um WACC de 11,9% (Figura 14).

Figura 13: Análise de sensibilidade do valuation

		WACC						
		9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%
g (nominal)	3.20%	23.40	21.60	20.00	18.70	17.50	16.40	15.50
	3.70%	24.70	22.60	20.90	19.40	18.10	16.90	15.90
	4.20%	26.20	23.80	21.9	20.2	18.8	17.50	16.40
	4.70%	28.00	25.30	23.0	21.2	19.6	18.20	17.00
	5.20%	30.20	27.00	24.4	22.3	20.5	18.90	17.60
	5.70%	33.00	29.10	26.10	23.60	21.50	19.80	18.30
	6.20%	36.70	31.80	28.10	25.20	22.80	20.80	19.20

Figura 14. Premissas para o WACC

Custo médio ponderado de capital (WACC)		
Premissas para o custo de capital		
(a) Tít. Tesouro 10a EUA - US\$	3,00%	
(b) Risco-Brasil	2,75%	
(c) = (a+b) Risco-país Brasil - Tít. bras. 10a US\$	5,75%	
(d) Câmbio (R\$/US\$)	2,50%	
(e) = (c+d) Risco-Brasil 10a - R\$	8,25%	
Prêmio de risco de mercado	5,25%	
Beta	0,85	
Custo de capital (Ke)	12,72%	
Premissas para o custo da dívida		
Custo da dívida (R\$)	10,5%	
Alíquota de imposto efetiva	34,0%	
Custo da dívida depois dos impostos (Kd)	6,9%	
Estrutura de capital		
Patrimônio líquido	70%	
Dívida	30%	
WACC	11,0%	
Crescimento perpetuidade (g)	4,7%	

Fonte: Safrá

Fonte: Safrá

Figura 15: Análise da sensibilidade da margem da Frasle ao preço-alvo

		Margem EBITDA						
		23,1%	22,0%	20,9%	19,4%	18,6%	17,5%	16,4%
g (nominal)	3,20%	22,70	21,40	20,20	18,70	17,80	16,60	15,40
	3,70%	23,50	22,30	21,00	19,40	18,50	17,30	16,00
	4,20%	24,50	23,20	21,90	20,20	19,30	18,00	16,70
	4,70%	25,70	24,30	22,90	21,20	20,20	18,80	17,50
	5,20%	27,00	25,60	24,10	22,30	21,30	19,80	18,40
	5,70%	28,60	27,10	25,60	23,60	22,50	21,00	19,40
	6,20%	30,60	29,00	27,30	25,20	24,00	22,40	20,80

Fonte: Safrá

Estimativas anteriores vs. atuais

Figura 16: Estimativas anteriores vs. atuais

	2023E			2024E			2025E		
	Anterior	Novo	Varição	Anterior	Novo	Varição	Anterior	Novo	Varição
Receita líquida	3.392	3.501	3,2%	3.852	3.910	1,5%	4.099	4.292	4,7%
Lucro bruto	977	1.192	22,0%	1.109	1.380	24,4%	1.180	1.515	28,3%
Margem bruta (%)	28,8%	34,0%	18,2%	28,8%	35,3%	22,6%	28,8%	35,3%	22,6%
EBITDA	510	683	33,9%	586	814	38,9%	627	908	44,8%
Margem EBITDA (%)	15,0%	19,5%	447 bps	15,2%	20,8%	560 bps	15,3%	21,1%	585 bps
Lucro líquido	249	358	43,7%	302	471	56,0%	338	477	41,2%
Margem líquida (%)	7,4%	10,2%	288 bps	7,8%	12,1%	421 bps	8,2%	11,1%	287 bps
Capex	117	106	-9,4%	135	183	35,9%	144	204	41,6%

Fonte: companhia e Safrá

Cenários pessimista e otimista

Quais seriam os impactos de uma condição de mercado mais difícil? Nesta seção, apresentamos nossas visões pessimista e otimista para o crescimento da receita da companhia.

Em nosso cenário pessimista, estimamos um preço-alvo de R\$15,60 para FRAS3 e projetamos um CAGR de dez anos da receita líquida de 6,0% ocasionado por desaceleração na expansão orgânica e um cenário competitivo mais adverso, resultando em uma dinâmica comercial mais difícil e menor diluição de despesas e custos fixos, resultando, portanto, em uma desaceleração no desempenho do EBITDA, para o qual pressupomos CAGR de dez anos de 4,0%, com margem de EBITDA média de 15,7%.

Em nosso cenário otimista, estimamos um preço-alvo de R\$27,70 para FRAS3 e um CAGR de dez anos da receita de aproximadamente 8,6%, como resultado do crescimento orgânico mais alto e melhora nas margens, levando a um CAGR de dez anos do EBITDA de 9,7%, com margem de EBITDA média de 21,3%.

Figura 17: Frasle – Cenários pessimista e otimista (potenciais de valorização e desvalorização)

	Pessimista	Base	Otimista
Preço-alvo	15,60	25,60	27,70
Potencial de valorização	-9%	50%	62%
CAGR da receita líquida (2023-2033)	6,0%	6,6%	8,6%
CAGR EBITDA (2023-2033)	4,0%	8,0%	9,7%
Margem EBITDA média	15,7%	21,7%	21,3%

Fonte: companhia e Safrá

Múltiplos históricos

A Frasle é atualmente negociada a um EV/EBITDA para 2024 de 6,4x, 4% abaixo de sua média histórica de cinco anos de 6,7x.

Figura 18: Múltiplos EV/EBITDA históricos



Fonte: Bloomberg e Safrá

Figura 19: Múltiplos P/L históricos



Fonte: Bloomberg e Safrá

Destaques das estimativas

Figura 20: Receita líquida (R\$ bi)

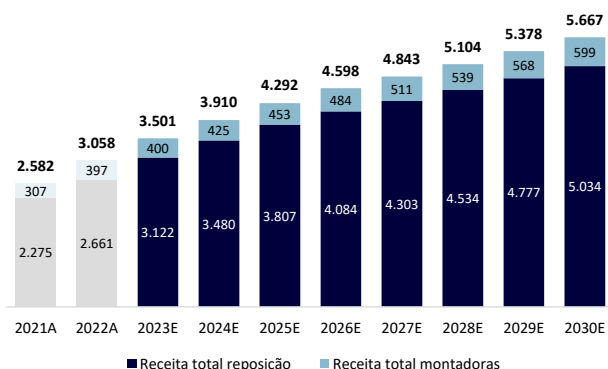
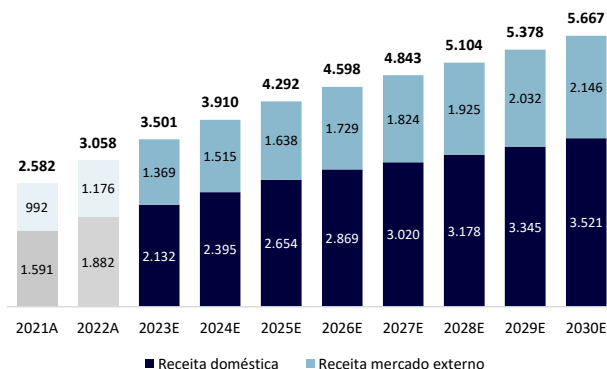


Figura 21: Decomposição da receita líquida (R\$ bi)



Fonte: companhia e Safrá

Fonte: companhia e Safrá

Figura 22: Lucro bruto (R\$ mi) e margem bruta (%)

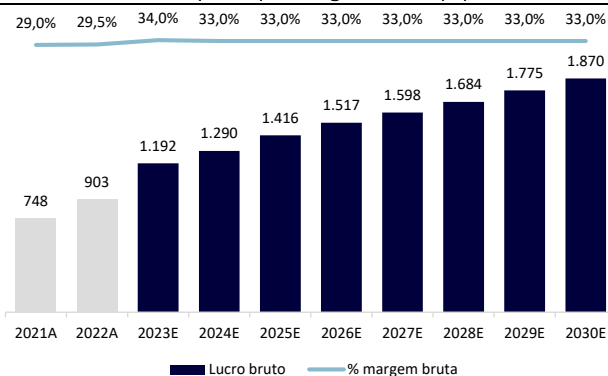
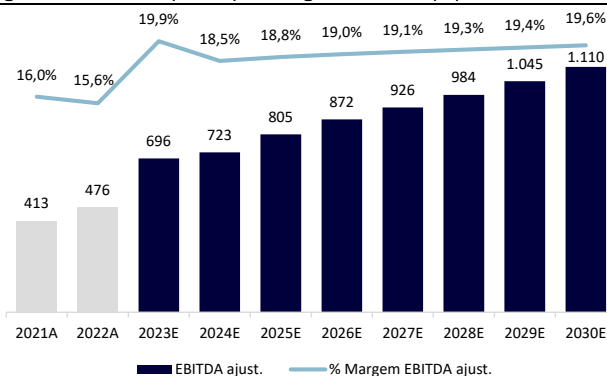


Figura 23: EBITDA (R\$ mi) e margem EBITDA (%)



Fonte: companhia e Safrá

Fonte: companhia e Safrá

Figura 24: EBIT (R\$ mi) e margem EBIT (%)

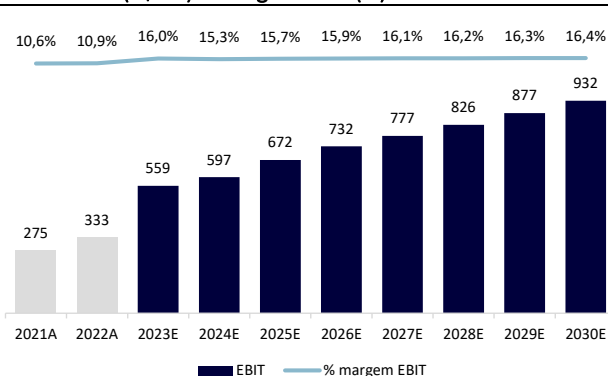
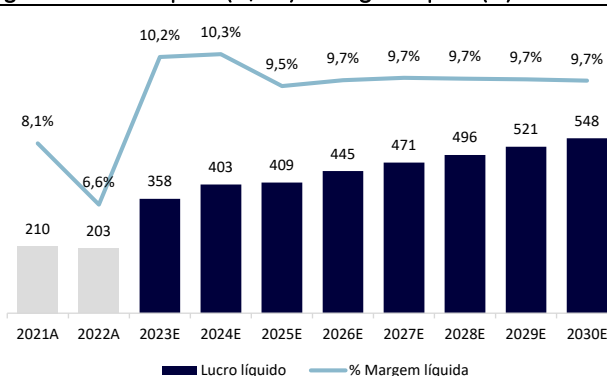


Figura 25: Lucro líquido (R\$ mi) e margem líquida (%)



Fonte: companhia e Safrá

Fonte: companhia e Safrá

Figura 26: ROIC e ROE da Frasle (últimos 12 meses)

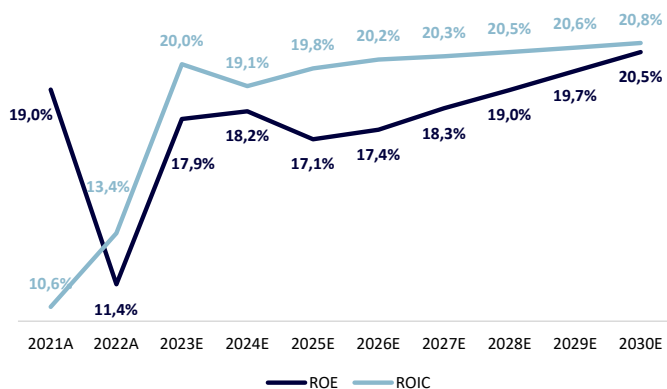
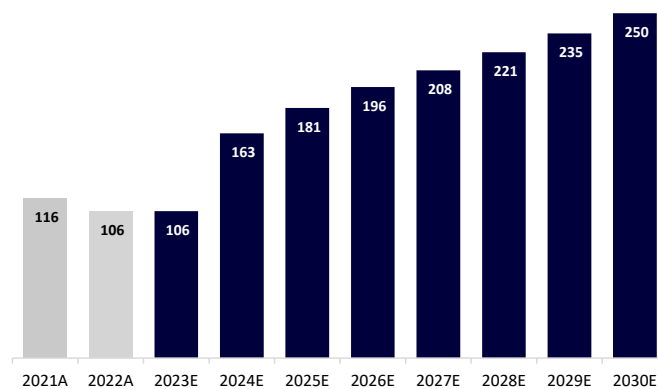


Figura 27: Capex (R\$ mi)



Fonte: companhia e Safrá

Fonte: companhia e Safrá

Onde estamos ante o consenso

Figura 28: Estimativas do Safrá vs. consenso

	Estimativas Safrá			Estimativas Consenso			Safrá vs. Consenso		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Receita	3.501	3.910	4.292	3.530	3.917	4.188	-0,8%	-0,2%	2,5%
EBIT	559	597	672	571	561	623	-2,1%	6,4%	7,9%
% Margem EBIT	16,0%	15,3%	15,7%	16,2%	14,3%	14,9%	-20 bps	93 bps	79 bps
EBITDA	683	723	805	692	701	771	-1,2%	3,2%	4,4%
% Margem EBITDA	19,5%	18,5%	18,8%	19,6%	17,9%	18,4%	-8 bps	60 bps	34 bps
Lucro líquido	358	403	409	374	391	460	-4,2%	3,2%	-11,1%
% Margem líquida	10,2%	10,3%	9,5%	10,6%	10,0%	11,0%	-36 bps	33 bps	-145 bps

Fonte: Bloomberg e Safrá

Figura 29: Principais números

Demonstração do resultado							Taxa de crescimento ante o ano anterior						
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Receita líquida	2.582	3.058	3.501	3.910	4.292	4.598	Receita líquida	54,5%	18,4%	14,5%	11,7%	9,8%	7,1%
CVM	(1.834)	(2.155)	(2.309)	(2.620)	(2.875)	(3.081)	Lucro bruto	55,9%	20,7%	32,0%	8,2%	9,8%	7,1%
Lucro bruto	748	903	1.192	1.290	1.416	1.517	Despesas de vendas, gerais e adm.	97,4%	20,4%	11,0%	9,6%	7,2%	5,6%
Margem bruta	29,0%	29,5%	34,0%	33,0%	33,0%	33,0%	EBITDA	46,1%	15,1%	46,3%	3,9%	11,3%	8,3%
Despesas de vendas, gerais e adm.	(474)	(570)	(633)	(694)	(744)	(786)	EBIT	14,4%	21,3%	67,9%	6,7%	12,7%	8,8%
EBITDA ajust.	413	476	696	723	805	872	Lucro líquido	15,4%	-3,2%	76,3%	12,4%	1,5%	8,8%
Margem EBITDA	16,0%	15,6%	19,9%	18,5%	18,8%	19,0%	Dividendos	92,2%	14,7%	-44,8%	196,4%	21,5%	24,7%
EBIT	275	333	559	597	672	732							
Margem EBIT	10,6%	10,9%	16,0%	15,3%	15,7%	15,9%	Retorno e outros						
Resultado financeiro líquido	-49	-84	-67	-52	-53	-58	ROIC	10,6%	13,4%	20,0%	19,1%	19,8%	20,2%
% da receita	-1,9%	-2,8%	-1,9%	-1,3%	-1,2%	-1,3%	ROE	19,0%	11,4%	17,9%	18,2%	17,1%	17,4%
Lucro antes dos impostos	225	249	492	545	620	674	Giro de ativos	0,84	0,81	0,89	0,99	1,11	1,16
Impostos	(15)	(46)	(133)	(142)	(211)	(229)	WACC	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Alíquota de imposto (%)	-6,8%	-18,3%	-27,1%	-26,0%	-34,0%	-34,0%	Custo do capital	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Lucro líquido	210	203	358	403	409	445	Dividend yield	3,5%	4,5%	1,4%	4,1%	5,0%	6,3%
Margem líquida	8,1%	6,6%	10,2%	10,3%	9,5%	9,7%	Rendimento do FCLE	0,7%	12,8%	6,0%	6,8%	6,9%	7,9%
Dividendos	102	117	65	191	232	290							

Balanco patrimonial							Alavancagem e métricas do balanço						
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Disponibilidades de caixa	364	1.062	1.005	818	560	484	Capital de giro	538	776	744	911	1.018	1.115
Contas a receber	296	272	380	435	477	512	Dias de estoque	162	143	140	135	135	135
Estoque	825	858	897	984	1.078	1.157	Dias de contas a receber	41	32	39	40	40	40
Outros ativos circulantes	127	98	76	76	76	76	Dias de contas a pagar	68	64	57	55	55	55
Total de ativos circulantes	1.612	2.289	2.358	2.313	2.190	2.228	Liquidez corrente	2,0	2,7	2,6	2,8	2,9	3,0
Realizável a longo prazo	120	143	128	128	128	128	Dívida líquida	612	-140	-161	-162	-158	-156
Ativo permanente	1.350	1.334	1.454	1.490	1.539	1.595	Capital investido	1.718	1.638	1.847	2.058	2.239	2.395
Ativos totais	3.082	3.766	3.941	3.931	3.857	3.951	Dívida líquida/patrimônio líquido	0,36	-0,09	-0,09	-0,08	-0,07	-0,07
Contas a pagar	346	386	365	401	439	471	Dívida líquida/EBITDA	1,48	-0,29	-0,23	-0,22	-0,20	-0,18
Dívida de curto prazo	196	166	254	197	121	98	Dívida líquida/capital total	0,29	-0,05	-0,06	-0,06	-0,06	-0,05
Exigível a curto prazo	284	310	301	234	198	180	Dívida líquida/ativos totais	0,20	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04
Total de exigíveis a curto prazo	826	862	920	831	758	749	Valor de mercado	2.918	2.595	4.615	4.615	4.615	4.615
Dívida de longo prazo	780	756	590	459	281	229	Preço da ação	13,6	9,61	17,09	17,09	17,09	17,09
Outros exigíveis a longo prazo	371	370	410	410	410	410	Total de ações em circulação	214,56	270,02	270,02	270,02	270,02	270,02
Total de exigíveis a longo prazo	1.151	1.125	1.012	880	703	651	Valor da empresa	3.530	2.455	4.453	4.452	4.457	4.458
Minoritários	10	15	18	18	18	18							
Patrimônio líquido	1.106	1.778	2.008	2.220	2.396	2.551							
Total do passivo	3.082	3.766	3.941	3.931	3.857	3.951							

Demonstração de fluxo de caixa livre							Valuation						
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	275	333	559	597	672	732	EV/EBITDA	8,5x	5,2x	6,4x	6,2x	5,5x	5,1x
(-) Impostos	(15)	(46)	(133)	(142)	(211)	(229)	P/L	13,9x	12,8x	12,9x	11,4x	11,3x	10,4x
(+) Depreciação	114	120	124	127	133	140	EV/CI	2,1x	1,5x	2,4x	2,2x	2,0x	1,9x
(+/-) Variaç. capital de giro	(237)	32	(167)	(107)	(97)	(82)	EV/FCLE	179,5x	7,4x	16,1x	14,3x	14,1x	12,2x
(-) Capex	(116)	(106)	(106)	(163)	(181)	(196)	Spread do valor patrimonial	6,3%	-1,3%	5,1%	5,4%	4,4%	4,7%
FCLF	20	333	276	312	316	365	Spread do valor total	0%	2%	9%	8%	9%	9%

Fonte: Safrá

Glossário

12-month forward (12m fwd)	Estimativa para 12 meses à frente
ADTV (average daily trading volume)	Volume financeiro médio diário
CAGR (compound annual growth rate)	Taxa de crescimento anual composta
Capex (capital expenditure)	Despesas de capital
Dividend yield	Rendimento de dividendos
EBITDA (earnings before interest, tax, depreciation and amortization)	Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização
EV (equity value)	Valor patrimonial
FCFE (free cash flow to equity)	Fluxo de caixa livre para os acionistas
Free float	Volume de ações de uma empresa disponível para ser livremente negociada no mercado
LTM (last 12 months)	Últimos 12 meses (UDM)
Neutral	Classificação que indica a expectativa de que uma determinada companhia tenha um desempenho em linha com os retornos esperados pelo mercado
NOPLAT (net operating profit after tax)	Lucro operacional líquido menos os impostos ajustados
Outperform	Classificação que indica a expectativa de que uma determinada companhia tenha um retorno superior ao de empresas similares
Payout	Porcentagem do lucro líquido de uma empresa distribuído aos seus acionistas na forma de dividendos
Player	Empresa do setor
P/BV (price-to-book-value ratio)	P/VP (índice preço sobre valor patrimonial)
P/E (price-to-earnings ratio)	P/L (índice preço sobre lucro)
Rating	Classificação ou recomendação para uma ação
ROE (return on equity)	Retorno sobre o patrimônio líquido
ROIC (return on invested capital)	Retorno sobre o capital investido
Top pick	Ação ou ações recomendadas para um período de investimento específico
Turnaround	Processo de reformulação para que uma empresa que enfrenta dificuldades possa se recuperar
Turnover velocity	Velocidade com que a B3 transforma seus ativos no mercado em receita financeira (https://www.b3.com.br/pt-br/noticias/b3-direciona-esforcos-para-atuar-alem-do-negocio-principal-em-2022.htm)
Underperform	Classificação que indica a expectativa de que uma determinada companhia tenha um retorno inferior ao de empresas similares
Upside	Potencial de valorização
Valuation	Avaliação
WACC (weighted-average cost of capital)	Custo médio ponderado de capital
YoY (year on year)	Varição ante o mesmo período do ano anterior

DECLARAÇÕES GERAIS

1. Este relatório foi preparado e distribuído por Safr Corretora de Valores e Câmbio 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

Analista	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 Safr Corretora, suas controladas, seus controladores ou suas sociedades sob controle comum declaram que têm interesses financeiros e/ou comerciais relevantes e/ou recebem remuneração por serviços prestados às empresas ou aos fundos:

051 Agro Fazendas II FIAGRO-Imobiliário - 1ª emissão, Águas do Rio, AJ Malls FII – 1ª emissão, Alfa Holdings S.A., Aliança Agrícola do Cerrado S.A., Allianz Trust Renda Imobiliária FII - 6ª emissão, Alianza Urban Hub Renda FII - 3ª Emissão, Almacenes Éxito S.A., Ambipar Participações e Empreendimentos S.A., Atacadão S.A., B3 S.A., Banco Alfa S.A., Banco BTG Pactual, Banco GM S.A., Banco Volkswagen S.A., BCBF Participações S.A., Bloxs Amazon Green Legacy Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais – Fiagro Imobiliário - 1ª emissão, Bocaina Infra FIC FI RF Crédito Privado - 4ª Emissão, BR Properties S.A., Bracell SP Celulose Ltda., Braskem S.A., BRF S.A., BTG Pactual, BTG Pactual Dívida Infra FIC – 3ª emissão, BTG Pactual Logística FII - 12ª Emissão, Buena Vista US High Income ETF, Camil Alimentos S.A., Canuma Capital Multiestratégia, Capital Regai FIP, Capitânia FIC FI

Infra Renda Fixa CP – 5ª emissão, Cartesia Recebíveis Imobiliários – FII, CashMe, Cashme Soluções Financeiras S.A., Cemig Distribuição S.A., Cereal Comércio Exportação e Representação Agropecuária S.A., Chembro Química Ltda., Clave Índices de Preços FII – 2ª emissão, CM Hospitalar S.A., Companhia Paranaense de Energia – COPEL, Companhia Siderúrgica Nacional – CSN, Concessionária do Rodoanel Oeste S.A., Consórcio Alfa de Administração S.A., Corsan - Companhia Riograndense de Saneamento, Cosan S.A., CPX Distribuidora S.A., CSHG Logística FII - 9ª emissão, Direcional Engenharia S.A., DMA Distribuição S.A., Ecoagro I FIAGRO – 5ª emissão, Ecoagro I Fiagro Imobiliário - 4ª emissão, Ecovias do Cerrado, Empresa de Ônibus Pássaro Marron S.A., Enauta Participações, Energisa S.A., Energisa Tocantins - Distribuidora de Energia S.A., Engie Brasil Energia S.A., EQI Recebíveis Imobiliários FII - 2ª Emissão, Equatorial Goiás Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Participações e Investimentos S.A., Eucatex S.A. Indústria e Comércio, Exes Araguaia Fiagro - 3ª emissão, Exes Araguaia FIAGRO - 4ª Emissão, F3 Fundshares FIM - 1ª emissão, Farmácia e Drograria Nissei, Fator Verita Multiestratégia FII – 1ª emissão, Ferrari Agroindústria S.A., FG Agro Fiagro - 3ª Emissão, Financeira Alfa S.A., Fundo de Investimento Imobiliário Atrio Reit Recebíveis Imobiliários, Fundo de Investimento Imobiliário Riza Terrax, Fundo Investimento Imobiliário TG Ativo Real, Furnas Centrais Elétricas, Genial Malls FII – 5ª emissão, GGR Covepi FII - 6ª Emissão, GLP Capital Partners Gestão de Recursos, GPA - Grupo Pão de Açúcar, Grupo José Alves, Guardian Logística FII - 5ª Emissão, Hedge Brasil Shopping FII - 9ª Emissão, Hedge TOP FOF FII - 15ª Emissão, Hypera S.A., Iguá Rio, Iguatemi S.A., Inter Amerra Fiagro-FII - 1ª emissão, Inter Desenvolvimento FII - 1ª Emissão, Ipiranga Produtos de Petróleo S.A., ISA CTEEP Transmissora Energia Elétrica Paulista., Itaú Asset Rural Fiagro - 3ª emissão, Itaú Tempus FII - 1ª emissão, J Macedo S.A., Jasc Renda Varejo Essencial FII - 4ª Emissão, JBS S.A., JGP Crédito Fiagro - 2ª Emissão, JS Ativos Financeiros, Kallas Incorporações e Construções S.A., Karoon Petróleo e Gás Ltda, Kinea Crédito Agro FIAGRO-Imobiliário - 3ª emissão, Kinea Crédito Agro FIAGRO-Imobiliário - 4ª emissão, Kinea Hedge Fund FII, Kinea Hedge Fund FII - 2ª Emissão, Kinea Oportunidades Real Estate FII - 1ª Emissão, Kinea Unique HY CDI FII - 2ª emissão, Lavvi Empreendimentos Imobiliários S.A., Life Capital Partners FII - 4ª emissão, Life Capital Partners FII - 5ª Emissão, Localiza Rent a Car S.A., Localiza Rent a Car S.A., Log Commercial Properties e Participações S.A., LOGCP Inter FII - 3ª Emissão, Marfrig Global Foods S.A., Mauá Capital Hedge FII - 3ª emissão, Mauá Capital Recebíveis Imobiliários - 7ª emissão, Mav Crédito - Fiagro Imobiliário - 1ª emissão, Maxi Renda FII - 8ª emissão, Maxi Renda FII - 9ª Emissão, Mezzani Alimentos Ltda, Minas Mineração Ltda., Mobilize Financial Services, More Recebíveis Imobiliários FII, Movida Participações S.A., MRV Engenharia e Participação S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Multitécnica Industrial Ltda., NCH Recebíveis do Agronegócio FIAGRO Imobiliário – 3ª emissão, Nex Crédito FIAGRO Imobiliário - 1ª Emissão, Nitro Química S.A., Nortis Incorporadora e Construtora S.A., Oncoclínicas do Brasil Serviços Médicos S.A., One Innovation Empreendimentos e Participações S.A., Órama High Yield II – 2ª emissão, Ourinvest Innovation Fiagro Imobiliário - 2ª emissão, Parsan S.A., Patrimar Engenharia S.A., Pedra Agroindustrial, Petrobras - Petróleo Brasileiro S.A., Raízen Energia S.A., RBR Crédito Imobiliário Estruturado – 6ª emissão, RBR Plus Multiestratégia Real Estate FII - 3ª emissão, RBR Premium RI FII - 2ª Emissão, Rede D’OR São Luiz S.A., Rio Bravo Crédito Imobiliário High Yield - 4ª emissão, Rio Bravo ESG FIC FI Infra - 2ª Emissão, Rio Bravo Renda Varejo RVBA – 4ª emissão, Riza Akin Fundo de Investimento Imobiliário – FII, Riza Terrax FII - 3ª Emissão, Santander Papéis Imobiliários FII – 1ª emissão, Sendas Distribuidora S.A., SFI Investimentos do Agronegócio - Fiagro - 2ª emissão, Simpar S.A., SLC Agrícola S.A., Solar Serra do Mel B S.A., Sparta Fiagro Cadeias Produtivas Agroindustriais - 2ª emissão, Sparta FIC FI Infra - 5ª Emissão, Sparta Infra FIC FI - 2ª emissão, SPX Syn Multiestratégia FII - 2ª Emissão, Suno Energias Limpas RO - 1ª Emissão, Suno Multiestratégia FII - 2ª Emissão, TAG - Transportadora Associada de Gás, Tellus Rio Bravo Renda Logística FII - 6ª Emissão, TG Ativo Real FII - 12ª Emissão, Top Service Serviços e Sistemas S.A., Transmissora Aliança de Energia, TRX Real Estate FII – 9ª emissão, Unidas Locações e Serviços, Unidas Locadora, Unimed Investcoop Nacional FII - 3ª emissão, Urca Capital Partners – BDR, Urca Prime Renda FII - 8ª emissão, Valora CRA - Fiagro - 4ª emissão, Valora Hedge Fund FII - 6ª Emissão, Vamos Locação de Caminhões S.A., VBI Consumo Essencial FII - 6ª emissão, VBI Greenpower FII - 1ª emissão, VBI Logística, Vectis Datagro FIAGRO - 2ª emissão, Vinci Shopping Centers FII - 10ª Emissão, Vitru Brasil Empreendimentos Participação e Comércio S.A., Wickbold & Nosso Pão Indústrias Alimentícias Ltda., XP Crédito Agrícola Fiagro - 4ª emissão, XP Infra II FIP - 4ª Emissão, XP Malls FII - 9ª Emissão.