

Construtoras

Avaliando a mudança da remuneração do FGTS e potenciais impactos sobre o setor de habitação de baixa renda

Construtoras

11 de janeiro de 2024

Uma longa disputa, com alguns desvios. Em 2014, o Partido Solidariedade solicitou uma ADI questionando a regra de correção monetária do FGTS (TR+3%), que era mais baixa do que a inflação. Na primeira decisão proferida em 2018, o Supremo Tribunal de Justiça (STJ) votou pela manutenção da regra. A ação foi então encaminhada para o Supremo Tribunal Federal (STF), que adiou a decisão três vezes (2019, 2020 e 2021), e retornou para o STF em abril de 2023. A decisão foi mais uma vez adiada a pedido do Ministro Marques, mas sem antes que os Ministros Barroso e Mendonça tivessem votado a favor da mudança na remuneração do FGTS para que se igualasse ao rendimento da poupança (atualmente em TR+6,17%), levantando dúvidas sobre a futura viabilidade do FGTS – a única fonte de recursos para financiamento do programa Minha Casa, Minha Vida (MCMV).

O que há de novo? Na retomada da sessão para decidir sobre a questão (8 de novembro), o Ministro Barroso (relator) propôs o seguinte ajuste em seu voto: (i) nova remuneração apenas sobre novos depósitos a partir de 2025 – esse cenário representou um avanço, já que os depósitos têm uma expectativa de vida de 5 a 10 anos, e levaria até cerca de 2030 para que a remuneração dos depósitos do fundo se igualassem à remuneração da poupança; e (ii) percentual de pagamento de dividendos obrigatório de 100% – a atual remuneração implica um percentual mínimo de TR+3% + 50%, embora valha observar que já houve um pagamento de 99% em 2021 e 2022. Portanto, a nova regra recebeu votos positivos dos Ministros Mendonça e Marques, mas a decisão foi adiada novamente pelo Ministro Zanin, para ser supostamente retomada após a Páscoa (31 de março).

E agora? Muita coisa pode mudar, pois governo e entidades setoriais ainda estão trabalhando com o STF para melhorar as condições de remuneração. Estamos conservadoramente assumindo a atual situação como nosso cenário-base. Aqui, analisamos em detalhe diferentes cenários para os juros para melhor avaliar seus impactos futuros e também analisamos diferentes soluções que ainda poderiam aumentar a atual remuneração do FGTS sem comprometer o setor de habitação de baixa renda, que tem um impacto positivo tanto sobre o PIB do país como sobre os níveis de emprego.

Nossa visão? Impacto limitado no curto prazo, mas volume menor de financiamentos com recursos do FGTS no longo prazo e juros de empréstimos imobiliários potencialmente mais altos poderiam resultar em taxas de desconto mais altas para o segmento. Os novos ajustes implicam um período de transição longo (de 5 a 10 anos), adiando eventuais interrupções no programa MCMV ao menos pela próxima década e sustentando, no curto prazo, o patamar mais elevado de lançamentos das empresas voltadas para o segmento de baixa renda. Porém, caso a mudança seja confirmada, mudanças graduais serão necessárias para garantir a sustentabilidade do fundo no longo prazo. Consequentemente, uma redução nos financiamentos com recursos do FGTS no longo prazo representará uma fonte adicional de risco, o que poderia levar investidores a aumentar as taxas de desconto do segmento. Acreditamos que uma remuneração mais alta sobre os depósitos do FGTS teria um impacto maior sobre a Tenda, dada a exposição da companhia às famílias enquadradas nas faixas mais baixas do programa –que são mais dependentes dos juros imobiliários mais baixos e dos subsídios oferecidos. Por outro lado, Cury deve ser a menos afetada, já que seus lançamentos estão majoritariamente concentrados na faixa 3 do MCMV, cujos juros imobiliários fixos à TR+7,67% têm o menor diferencial com relação aos juros imobiliários de mercado, e cerca de 40% das vendas da companhia no ano passado foram financiados com recursos da poupança (SBPE).

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

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

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

MRVE3

Rating	Outperform
Preço atual	R\$ 8,39
Preço-alvo (12m-fwd).	R\$ 14,70
Potencial de valorização	75%

DIRR3

Rating	Outperform
Preço atual	R\$ 21,82
Preço-alvo (12m-fwd).	R\$ 28,40
Potencial de valorização	30%

TEND3

Rating	Outperform
Current price	R\$ 10,31
Preço-alvo (12m-fwd).	R\$ 13,10
Upside potential	27%

CURY3

Rating	Outperform
Current price	R\$ 17,59
Preço-alvo (12m-fwd).	R\$ 24,10
Upside potential	37%

PLPL3

Rating	Outperform
Preço atual	R\$ 11,00
Preço-alvo (12m-fwd).	R\$ 14,70
Potencial de valorização	34%

Resumo da estrutura de financiamento do segmento de baixa renda

O programa MCMV é sustentado pelo FGTS, que é suportado pelo depósito obrigatório de 8% do salário dos trabalhadores e é usado pelo governo para financiar projetos de habitação e infraestrutura. Esses depósitos são remunerados a uma taxa fixa de TR+3%, o que dá ao FGTS flexibilidade para financiar programas sociais a juros mais baixos. Dessa forma, o portfólio de crédito de R\$490bi do fundo é atualmente emprestado a uma taxa média de cerca de TR+5%, resultando em um ganho de spread de 2,0 p.p. sobre o saldo dos depósitos. Esse ganho, juntamente com uma posição de R\$177bi em caixa e títulos com rentabilidade pela taxa Selic, gera o lucro líquido do fundo, que é então distribuído na forma de dividendos, sujeito a um percentual de distribuição mínimo de 50% (percentual de distribuição médio de 80% desde 2016). Consequentemente, a remuneração do fundo foi igual ou superior aos juros da poupança em 4 dos últimos 7 anos desde que começou a pagar dividendos (Figura 3).

Figura 1. Influxo líquido e saldo dos depósitos no FGTS

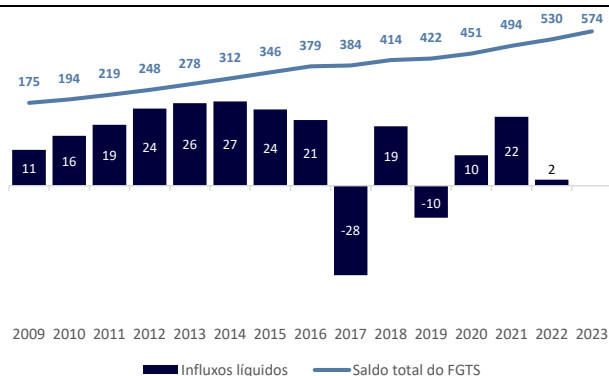
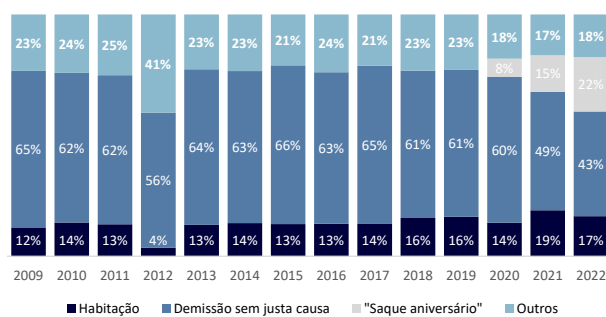


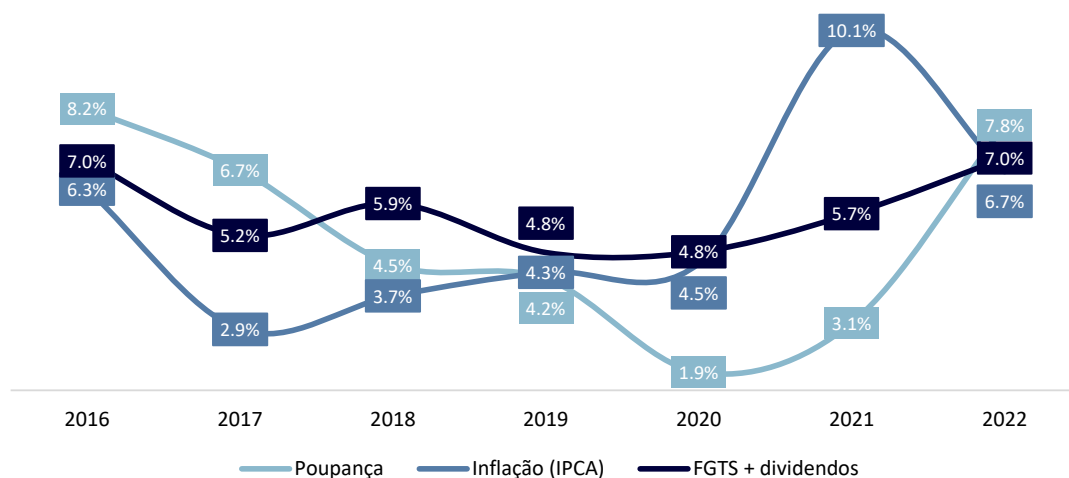
Figura 2. Decomposição dos saques do FGTS



Fonte: FGTS e Safr

Fonte: FGTS e Safr

Figura 3. FGTS + dividendos vs. taxas da poupança e de inflação



Fonte: FGTS, Banco Central do Brasil (Bacen) e Safr

Visão geral do orçamento do MCMV. O Conselho Curador do FGTS estabeleceu o novo plano plurianual para 2024–2027 e designou um orçamento anual de R\$97bi para habitação de baixa

renda – bem acima do orçamento anterior de R\$72bi –, o que levantou dúvidas sobre a futura viabilidade do fundo, principalmente porque esse montante não reflete a potencial mudança na remuneração sobre novos depósitos. O Conselho estima que seu portfólio de recebíveis imobiliários alcançará R\$676bi em 2027E. Esse montante, somado à posição de R\$195bi em títulos e R\$837bi em saldo de depósitos, deve gerar um lucro líquido de R\$16,7bi em 2027. Vale notar que a estimativa também pressupõe uma média de R\$30bi de influxos líquidos (depósitos subtraídos de saques), o que seria suficiente para manter sustentavelmente um orçamento anual de aproximadamente R\$100bi para habitação, já que esse fluxo geraria uma média anual de cerca de R\$130bi em recursos disponíveis (Figura 5).

Figura 4. Demonstração do resultado e balanço estimados do FGTS (R\$ bi)

Figura 5. Recursos disponíveis para empréstimos

Demonstração de resultado	2024	2025	2026	2027
Receita	49.1	48.4	51.4	54.7
Títulos	16.3	15.6	16.0	16.4
Operações de crédito	29.8	29.8	32.3	35.1
Outros	3.0	3.0	3.1	3.2
Despesas	35.5	34.1	35.8	38.0
Depósitos	21.8	20.2	21.8	23.8
Subsídios à habitação	9.95	9.95	9.95	9.95
Taxa de administração	3.0	3.2	3.3	3.5
Outros	0.8	0.8	0.8	0.8
Lucro líquido	13.6	14.3	15.6	16.7
Balanço patrimonial	2024	2025	2026	2027
Ativos	759.4	823.7	891.4	962.6
Caixa e disponibilidades	162.5	169.4	180.5	195.0
Recebíveis	566.6	623.4	679.4	735.0
<i>Habitação</i>	512.7	568.0	622.1	675.6
<i>Outros</i>	53.9	55.4	57.3	59.4
Ativo permanente	30.0	30.5	31.1	32.2
Outros ativos	0.3	0.4	0.4	0.4
Passivo	640.8	704.4	770.8	840.8
Depósitos	637.8	701.0	767.3	837.0
Outros passivos	3.0	3.4	3.5	3.8
Patrimônio líquido	118.6	119.3	120.6	121.8
Passivo e patrimônio líquido	759.4	823.7	891.4	962.6

Fonte: FGTS e Safrá

Recursos disponíveis		2024	2025	2026	2027
Depósitos no FGTS	A	181.4	188.5	195.1	201.9
Saques do FGTS	B	-152.2	-159.1	-165.0	-171.6
Influxo líquido do FGTS	C=A-B	29.2	29.4	30.1	30.3
Lucro ajust. (excl. depósitos)	D	35.4	34.5	37.4	40.5
amortização	F	54.0	59.8	63.6	66.9
Duração implícita (anos)		8.3	8.6	8.9	9.3
Recursos disponíveis para empréstimos	G=C+D+F	118.6	123.7	131.1	137.7
Crédito imobiliário	H	97.1	97.1	97.1	97.1
Poupança em dinheiro	I=G-H	21.5	26.6	34.0	40.6

Fonte: FGTS e Safrá

No entanto, usando conservadoramente os influxos líquidos de R\$1,9bi de 2022 como premissa para os próximos anos e uma duração de 10 anos do seu portfólio de recebíveis, o lucro estimado pelo Conselho geraria recursos disponíveis anuais de cerca de R\$90bi, em média, que não seriam suficientes para manter um volume anual de financiamentos de R\$100bi e gerar retornos sólidos. Portanto, acreditamos que o orçamento atual poderia ser executado nos próximos anos, mas poderia ser reduzido para o valor anterior de R\$70bi–R\$80bi no próximo plano plurianual.

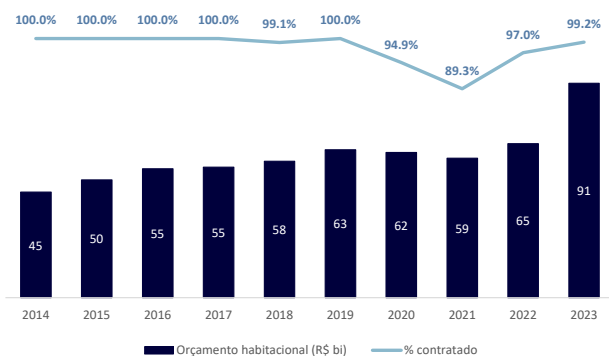
Figura 6. Recursos disponíveis do Conselho para empréstimos

Recursos disponíveis		2024	2025	2026	2027
Influxo líquido do FGTS	A	1.9	1.9	1.9	1.9
Lucro ajust. (excl. depósitos)	B	35.4	34.5	37.4	40.5
Amortização	C	45.0	51.3	56.8	62.2
Duração implícita (anos)		10.0	10.0	10.0	10.0
Recursos disponíveis para empréstimos	D=A+B+C	82.3	87.7	96.1	104.6
Crédito imobiliário	E	97.1	97.1	97.1	97.1
Poupança em dinheiro	F=D-E	-14.8	-9.4	-1.0	7.5

Fonte: FGTS e Safrá

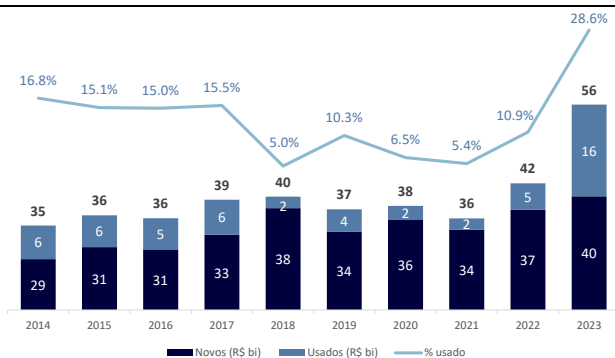
Orçamento mais baixo não se traduz necessariamente em nível mais baixo de lançamentos. O aumento significativo no orçamento para habitação do FGTS reflete o ambiente mais favorável para o setor de habitação de baixa renda após as mudanças implementadas no programa MCMV em julho, que levaram à alocação de R\$91bi para o programa em 2023, implicando um aumento de 40% ante o ano anterior. No entanto, 29% do montante emprestado foi usado para financiar o estoque de imóveis usados, muito acima do que a média de 11% dos 9 anos anteriores (Figura 8). Embora esse fato reduza o déficit habitacional do Brasil, ele não contribui para aumentar os níveis de emprego. Considerando apenas as unidades recém-lançadas financiadas, o programa tem permanecido relativamente estável nos últimos anos. Dessa forma, caso o Conselho reduza o volume anual de financiamento do programa, acreditamos que tal redução afetaria principalmente o estoque de imóveis usados e que os níveis de financiamento retornariam para os níveis históricos de 5%–15%. Portanto, as companhias ainda conseguiriam manter um ritmo acelerado de lançamentos, apesar do volume mais baixo de financiamento para o programa.

Figura 7. Originações de créditos imobiliários com recursos do FGTS



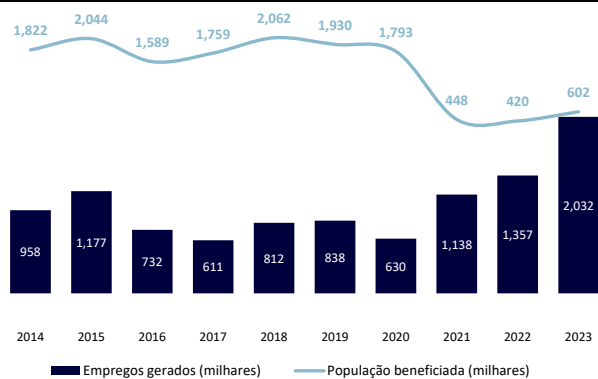
Fonte: FGTS e Safrá

Figura 8. Decomposição de recursos de pessoas físicas para incorporações imobiliárias



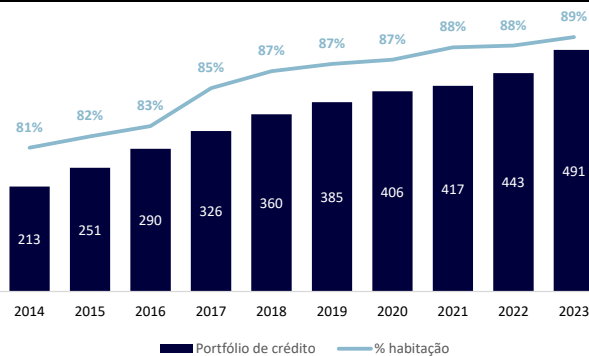
Fonte: FGTS e Safrá

Figura 9. Geração de empregos e pessoas beneficiadas por habitações de baixa renda nos últimos 10 anos



Fonte: FGTS e Safrá

Figura 10. Portfólio de recebíveis do FGTS nos últimos 10 anos



Fonte: FGTS e Safrá

Premissas e cenários

Qual é de fato o impacto de uma remuneração mais alta? Em nosso cenário-base, usamos como premissa a mais recente proposta do Ministro Barroso de que as mudanças na remuneração do FGTS para que se iguale à remuneração da poupança sejam válidas apenas para novos depósitos a partir de 2025. Dessa forma, usamos como premissa uma taxa Selic estabilizada de 9% (o pior cenário para a lucratividade do FGTS, já que a poupança rende 70% da taxa Selic), estabilizando-se à atual taxa de TR + 6,17%, acima da marca de 8,5%. Do lado positivo, a nova proposta implica um período longo de transição (de 5 a 10 anos) até que todos os depósitos no FGTS sejam remunerados a uma taxa mais alta. Pressupomos um período de transição de 7 anos, CAGR de 3,5% para novos depósitos e saques e uma duração conservadora de 10 anos de seu portfólio de recebíveis, mantendo o atual orçamento estabelecido. Em nossas estimativas, o FGTS deve registrar seu primeiro prejuízo líquido apenas em 2030, levando mais 8 anos até zerar o patrimônio do fundo (Figuras 11 e 12).

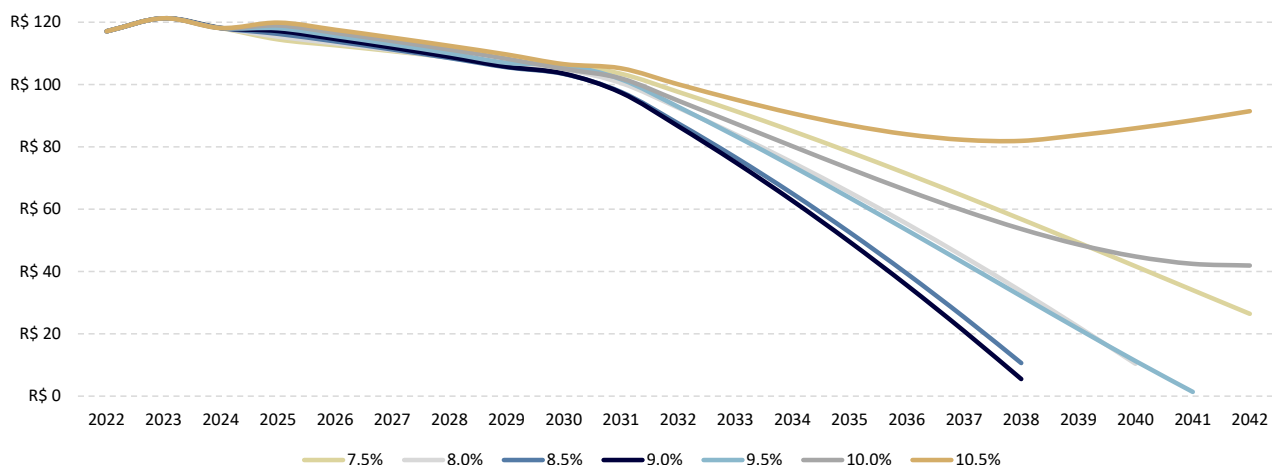
Figura 11. Estimativas para demonstração do resultado e balanço do FGTS

Demonstração do resultado (R\$ bi)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Receita	40.0	34.2	39.8	51.0	58.4	53.2	50.8	53.1	55.7	58.6	62.0	65.6	69.5	73.7
Títulos	11.5	10.3	14.6	16.9	21.8	18.3	16.2	16.0	16.3	17.1	18.5	20.0	21.8	23.8
Operações de crédito	18.6	19.7	20.6	28.0	30.1	27.9	27.2	29.3	31.2	32.9	34.4	36.0	37.6	39.2
Outros	9.9	4.2	4.6	6.1	6.5	7.0	7.4	7.8	8.2	8.6	9.1	9.6	10.1	10.7
Despesas	28.7	25.7	26.5	38.2	41.6	39.5	38.1	42.9	48.2	54.1	60.6	67.8	75.6	84.4
Depósitos	12.7	13.0	14.0	23.0	24.9	20.7	18.6	22.8	27.5	32.7	38.4	44.8	51.7	59.6
Subsídios à habitação	7.9	8.4	7.5	6.3	8.5	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Taxa de administração	5.4	2.6	2.6	2.7	2.9	3.1	3.3	3.5	3.7	4.0	4.3	4.5	4.8	5.2
Outros	2.7	1.7	2.4	6.2	5.3	5.8	6.2	6.6	7.1	7.5	8.0	8.5	9.1	9.7
Lucro líquido	11.3	8.5	13.3	12.8	16.9	13.7	12.8	10.2	7.5	4.5	1.3	-2.2	-6.1	-10.8
% de pagamento	66%	95%	99%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Balanço patrimonial (R\$ bi)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Ativos	536	566	614	649	698	740	780	821	865	911	959	1012	1067	1126
Caixa e disponibilidades	126	133	175	182	183	180	178	181	190	205	222	242	265	291
Portfólio de recebíveis	385	406	417	443	490	534	575	611	644	675	705	736	768	800
<i>Habitação</i>	335	355	368	392	434	476	513	547	577	603	630	658	685	713
<i>Outros</i>	50	51	49	52	55	58	61	65	68	71	75	79	83	87
Outros ativos	26	27	21	24	25	26	27	29	30	31	32	33	34	35
Passivo	424	453	495	532	577	622	663	706	753	802	854	908	970	1039
Depósitos	423	451	492	529	574	619	660	703	750	799	851	905	966	1036
Outros passivos	2	1	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4
Patrimônio líquido	112.0	113.1	118	117	121	118	117	115	112	109	106	104	97	87
Passivo e patrimônio líquido	536	566	614	649	698	740	780	821	864	911	959	1012	1067	1126

Fonte: FGTS e Safrá

Quais são os impactos de diferentes cenários para os juros? Por um lado, se a Selic permanecer abaixo da marca de 7,3% (juro real de 4,3% supondo que a inflação se estabilize em 3%), a mudança na remuneração não representaria um problema estrutural, pois resultaria em juros de 5,1% sobre a poupança, o mesmo nível de remuneração média do portfólio de recebíveis do fundo (TR+5,08%). O mesmo se aplica caso a Selic permaneça acima de 10%, já que a perda de spread de 1 p.p. seria compensada pela posição do fundo em títulos que geram retornos mais altos. Dessa forma, períodos de alta volatilidade – que têm sido comum ao longo da história do Brasil – são normalmente positivos para os resultados do FGTS. Por fim, analisamos o impacto de diferentes cenários para os juros sobre o patrimônio líquido do fundo, sendo que os piores cenários possíveis (8%–9%) levariam de 15 a 20 para zerar o patrimônio líquido do FGTS.

Figura 12. Patrimônio líquido estimado do FGTS (R\$ bi) vs. diferentes taxas Selic



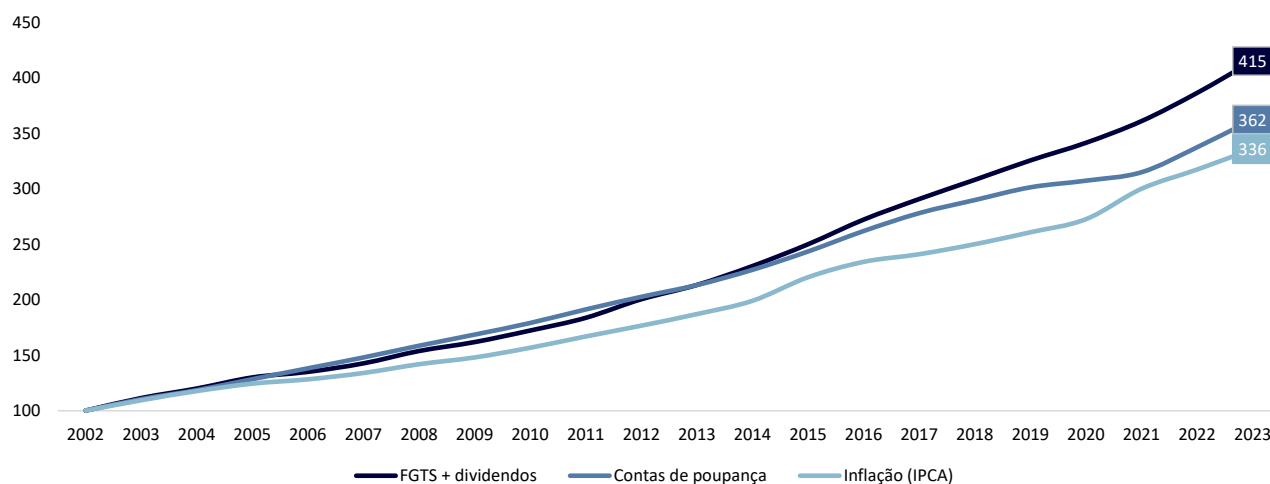
Fonte: FGTS e Safrá

Alguma coisa tem que ceder. Pressupondo a remuneração adicional como despesa, o Conselho teria de tomar algumas medidas para não ameaçar as finanças do fundo no longo prazo, já que reduzir o tamanho do programa apenas adiaria o problema estrutural de financiamento. Assim, acreditamos que o Conselho teria de aumentar os juros sobre novos empréstimos para igualá-los ao rendimento da poupança ou reduzir o volume de subsídios concedidos. Como seu portfólio de empréstimos tem atualmente uma duração de cerca de 7 anos, um aumento de 0,5 p.p.–1,0 p.p. nos juros sobre novos empréstimos seria suficiente para sustentar retornos saudáveis. No entanto, a medida reduziria drasticamente a acessibilidade financeira das faixas mais baixas do programa, que respondem pela maior parte do déficit habitacional no Brasil.

Subsídios. No novo orçamento plurianual, o Conselho aumentou o volume de subsídios concedidos de R\$8bi para R\$9,95bi até 2027. Se excluirmos esses descontos, a reserva de capital do fundo (3 meses de saques de depósitos), que representa apenas cerca de 15% de suas posições em títulos, já geraria lucro para o fundo, enquanto a atual posição do FGTS de R\$177bi em títulos seria suficiente para sustentar um portfólio de crédito e saldo de depósitos de R\$1tri e ainda gerar lucro. Porém, considerando o foco do MCMV nas faixas mais baixas do programa, não esperamos que essa medida ganhe tração.

Pagamento obrigatório de dividendos. Por fim, analisamos a principal solução proposta pelas companhias no setor – ou seja, manutenção da remuneração dos depósitos em TR+3%, com garantia de um percentual de pagamento obrigatório de dividendos de 100% (Figura 13). Se aplicarmos esse cenário aos últimos 20 anos, o FGTS teria gerado um retorno acumulado mais alto do que o da poupança e a inflação, e esse retorno teria sido igual ou até mesmo superior ao rendimento da poupança em 15 desses anos. Conforme mencionado acima, os melhores cenários são aqueles em que a volatilidade é alta, seja com juros altos ou baixos, o que tem sido normalmente o caso ao longo da história do país.

Figura 13. Rendimento histórico do FGTS com percentual de pagamento de dividendos de 100%



Fonte: FGTS, Banco Central do Brasil (Bacen) e Safr

O que esperar daqui para a frente? Pelo lado positivo, mesmo se o STF aprovar o aumento na remuneração, os novos ajustes implicam um período de transição longo (de 5 a 10 anos), adiando eventuais interrupções no programa MCMV ao menos pela próxima década e sustentando, no curto prazo, o patamar mais elevado de lançamentos das empresas voltadas para o segmento de baixa renda. Por outro lado, a nova regra não deve ser votada antes do fim de março, o que dá ao governo e a entidades setoriais tempo adicional para aprimorar as condições, principalmente por meio da implementação da política de percentual de pagamento obrigatório de dividendos de 100%, mantendo o rendimento de TR+3%. Porém, caso a mudança seja confirmada, mudanças graduais serão necessárias para garantir a sustentabilidade do fundo no longo prazo, inclusive mudanças nas políticas do fundo para originação de crédito, juros e/ou subsídios. Conseqüentemente, uma redução no volume de financiamentos com recursos do FGTS no longo prazo representará uma fonte adicional de risco, o que poderia levar investidores a aumentar as taxas de desconto do segmento. Nas Figuras 14 e 15, apresentamos os impactos potenciais de taxas de desconto mais altas e lançamentos estabilizados em um nível mais baixo sobre os preços-alvo das companhias sob nossa cobertura.

Quem sofre mais com uma remuneração mais alta? Projetamos que uma remuneração mais alta sobre depósitos do FGTS teria um impacto maior sobre a Tenda, dada a exposição da companhia às famílias enquadradas nas faixas mais baixas do programa – que são mais dependentes dos juros imobiliários mais baixos e dos subsídios oferecidos. Por outro lado, acreditamos que a Cury seria a menos afetada, já que seus lançamentos estão majoritariamente concentrados na faixa 3 do MCMV, cujos juros imobiliários fixos a TR+7,67% têm o menor diferencial com relação aos juros imobiliários de mercado, e cerca de 40% das vendas da companhia no ano passado foram financiados com recursos da poupança (SBPE).

Figura 14. Impacto de taxas de desconto mais altas sobre o preço-alvo das companhias

Figura 15. Impacto de lançamentos estabilizados em níveis mais baixos sobre o preço-alvo das companhias

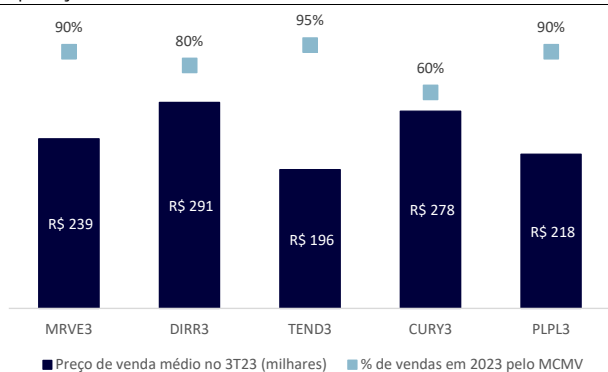
	Δ taxa de desconto					PA (R\$)
	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%	0.5%	
MRV	-6%	-5%	-4%	-3%	-1%	14.7
Direcional	-20%	-17%	-13%	-9%	-5%	28.4
Tenda	-22%	-19%	-15%	-11%	-5%	13.1
Cury	-18%	-15%	-12%	-8%	-4%	24.1
Plano & Plano	-24%	-20%	-16%	-11%	-5%	14.7

	Δ lançamentos					PA (R\$)
	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	
MRV	-27%	-21%	-16%	-11%	-5%	14.7
Direcional	-24%	-19%	-14%	-10%	-5%	28.4
Tenda	-56%	-45%	-34%	-23%	-11%	13.1
Cury	-22%	-18%	-13%	-9%	-4%	24.1
Plano & Plano	-27%	-22%	-16%	-11%	-5%	14.7

Fonte: Safrá

Fonte: Safrá

Figura 16. Preço médio de venda das companhias e exposição ao MCMV



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

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 Drogeria 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.