

Estratégia

Cenário em 2025: Expectativa vs. realidade? Apresentando preço-alvo do Ibovespa de 165 mil pontos

Quando tudo depende das expectativas... Conforme mencionado em nossos últimos relatórios ([Sentimento de Mercado](#) e [Revisão de Preço-alvo para o Ibovespa](#)), apesar da melhora no cenário internacional e de uma boa performance da atividade doméstica, as preocupações com a situação fiscal brasileira e os possíveis impactos das eleições norte-americanas para os países emergentes têm dominado a agenda e gerado maior cautela dos investidores. Apesar dessa visão negativa do mercado, o bom desempenho da atividade doméstica segue impulsionando os resultados das empresas (como mencionado em nossa [análise trimestral de resultados](#)). Desde o início de 2024, as revisões de estimativas de consenso de mercado Bloomberg para o lucro por ação (LPA) do Ibovespa de 2025 e 2026 foram positivas em 5,3% e 4,9%, respectivamente. Mesmo com resultados melhores, o preço dos ativos não refletiu esse cenário – o Ibovespa é negociado a um atrativo múltiplo P/L 2026e de 6,8x, bem abaixo do histórico.

...mas a realidade pode corrigir os rumos. Apesar das preocupações com as pressões inflacionárias, nosso time de macroeconomia estima que o Banco Central irá elevar os juros até 11,5% no fim deste ano, o que, combinado com o menor impulso fiscal, deve desacelerar a atividade nos próximos meses. Além disso, o bom saldo da balança comercial brasileira (que reduz a pressão cambial) e a melhora das condições climáticas devem aliviar as pressões sobre a inflação, abrindo espaço para juros menores já a partir de meados de 2025. Uma vez que esse cenário se consolide, vemos espaço para alívio no mercado de ações.

Apresentando nossas perspectivas para 2025. Diante do novo cenário macroeconômico, apresentamos nosso preço-alvo para o Ibovespa de 165 mil pontos em 2025, utilizando a análise top-down e considerando um múltiplo preço/lucro-alvo de 8,6x e um LPA de 19.110 pontos para 2026e. Após uma performance positiva de lucros em 2024, esperamos desaceleração do crescimento em 2025, que o mercado já aparentemente precificou nos múltiplos atuais, seguida de aceleração de 11,5% para 19.110 pontos em 2026. Tudo mais constante, esperamos que as menores pressões inflacionárias já em 2025, façam com que o valuation ainda atrativo de várias empresas (histórias com dinâmicas positivas e crescimento) volte ao radar dos investidores.

Potenciais catalisadores para o Ibovespa? Embora o sentimento seja de cautela, acreditamos que o mercado de ações poderia se beneficiar de: i) continuidade do corte de juros nos EUA favorecendo a liquidez para os mercados emergentes; ii) potenciais novos estímulos à economia na China dando suporte aos preços das commodities; iii) safra de resultados corporativos do 3T24/4T24 mantendo a tendência positiva; iv) possibilidade de maior controle de gastos pelo governo brasileiro passadas as eleições municipais; e v) posicionamento leve dos investidores no mercado.

Como se posicionar? Para o curto prazo, caso o cenário de aversão ao risco continue, acreditamos que as escolhas de nossa carteira [Top 10 Ações de Novembro](#) tem a proteção adequada (Suzano, Petrobras, Prio, Vale, BB Seguridade, Itaúsa, Eletrobras, Rumo, Grupo Mateus e Cyrela). **Considerando um cenário mais benigno em 2025, nossas apostas para o médio prazo são:** i) Alimentos (JBS); ii) Construtoras de baixa renda (Direcional); iii) Shoppings (Iguatemi); iv) Utilidades Básicas – Distribuição (Equatorial); v) Seguradoras e Bancos (Porto e Itaú); e vi) Indústria (Marcopolo).

Riscos: (i) desaceleração mais forte da economia global; (ii) deterioração fiscal adicional no Brasil; (iii) taxa de crescimento econômico mais baixa no país; (iv) piora do ambiente político; (v) maior austeridade da política monetária nos EUA, influenciando o diferencial de juros; (vi) mudanças tributárias com impacto negativo para as empresas; e (vii) acirramento dos conflitos geopolíticos.

Estratégia
5 de novembro de 2024

Cauê Pinheiro

+55 11 3175 4296
Caue.pinheiro@safra.com.br

Carolina Carneiro

+55 11 3175 4266
Carolina.carneiro@safra.com.br

Nayane Kava

+55 11 3175 1433
Nayanekava@safra.com.br

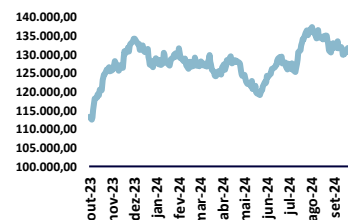
Luana Nunes

+55 11 3175 3994
Luana.nunes@safra.com.br

Ibovespa

Preço atual	130.660
Preço-alvo (25e)	165.000
Potencial de valorização	26%

Ibovespa (últimos 12 meses)



Fonte: Bloomberg e Safrá

Cenário macroeconômico deve se acomodar em 2025...

Pressões no mercado de trabalho, hiato do produto positivo e desancoragem das expectativas de inflação demandam uma política monetária ainda mais contracionista no curto prazo

Após interromper o ciclo de aperto monetário antes do que o esperado e manter a taxa Selic estável por duas reuniões, o Banco Central do Brasil (BC) elevou os juros para 10,75% a.a. na reunião do Copom de setembro, conforme esperado pelos economistas. Resiliência na atividade, pressões no mercado de trabalho, hiato do produto positivo, elevação das projeções de inflação e expectativas desancoradas foram os motivadores do aumento nos juros. De acordo com o comunicado do BC, esses fatores demandam uma política monetária em terreno ainda mais contracionista. Não foi dada uma direção para as próximas decisões de juros, mas o BC indicou que o ritmo de ajustes futuros e a magnitude total do ciclo serão ditados pelo firme compromisso de convergência da inflação à meta. O mercado espera uma alta de 0,50 pontos percentuais (p.p.) na reunião desta quarta-feira, 6 de novembro.

Nossa equipe de macroeconomia espera acomodação da atividade ao longo dos próximos meses. O consumo das famílias apresentará desempenho modesto no segundo semestre de 2024 com a contenção de despesas pelo governo central, uma postura necessária para o cumprimento do limite de despesas do arcabouço fiscal. O aumento nos juros (além da elevação de 50 pontos-base (p.b.) na taxa Selic na reunião de novembro, esperamos aumento de 25 p.b. em dezembro, com a Selic encerrando o ano em 11,50% a.a.) deve ampliar o comprometimento de renda com o serviço da dívida, contribuindo também para a desaceleração da economia. Por fim, a expansão da produção do setor agrícola deve contribuir para um resultado robusto da balança comercial, ajudando na valorização da taxa de câmbio brasileira e reduzindo as pressões inflacionárias em 2025 – nosso time estima um IPCA de 3,6% no fim de 2025, o que permitiria a redução da taxa Selic para 10%. A expectativa de nosso time de economia para o crescimento do PIB em 2025 é de 2,5% (vs. crescimento de 2,9% em 2024).

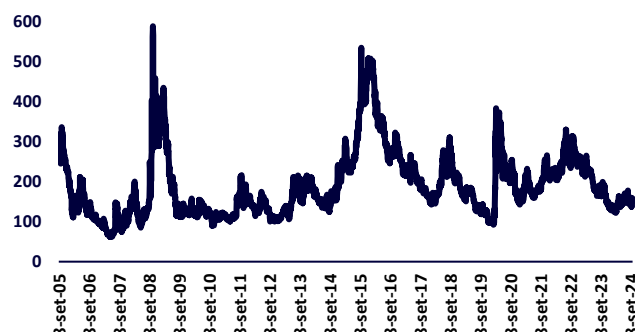
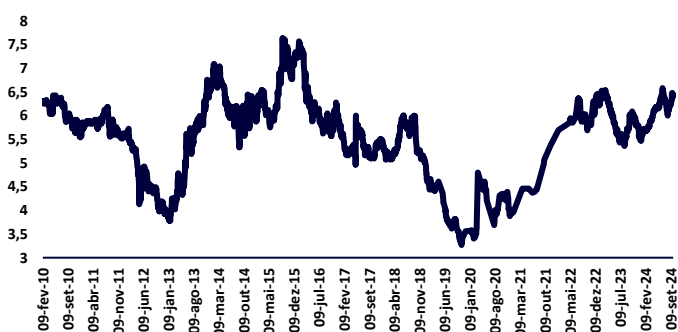
Próximos eventos a serem monitorados. i) Aprovação da Reforma Tributária no Senado e sanção presidencial até o fim do 4T24 ([confira o relatório que publicamos sobre o assunto](#)); ii) potencial avaliação de medidas de contenção de gastos após as eleições municipais, as quais poderiam somar entre R\$30 bilhões e R\$50 bilhões, de acordo com os jornais; iii) proposta de isenção de IRPF para quem tem renda de até R\$5 mil, a ser enviada ao Congresso em 2025, juntamente com a segunda fase da Reforma Tributária, que também tratará da tributação de lucros e dividendos, da redução da alíquota do IRPJ, dentre outras medidas.

...apesar de o mercado precificar continuidade do cenário negativo...

Taxa da NTN-2025 atinge máxima em oito anos. A taxa de juro real de longo prazo no Brasil (NTNB-2050) apresentou alta relevante nos últimos meses, passando de 5,7% em janeiro para 6,7% em outubro – sua máxima dos últimos oito anos. O risco-país (CDS) também subiu desde o início de 2024, alcançando 164 pontos e refletindo preocupações com a situação fiscal doméstica. No entanto, o CDS permanece abaixo do nível registrado um ano antes (187 pontos), apoiado pela elevação da nota de crédito do país pela Moody's para Ba1 que posicionou o Brasil a um nível do grau de investimento. A agência de risco destacou a forte atividade econômica e as boas perspectivas de crescimento, as reformas recentes que dão resiliência ao perfil de crédito e a aderência da política fiscal ao arcabouço, levando à estabilização da dívida no médio prazo.

Figura 1: Taxa de juro real da NTN-2050 subiu 1 p.p. do início do ano até agora e atinge maior patamar em 8 anos

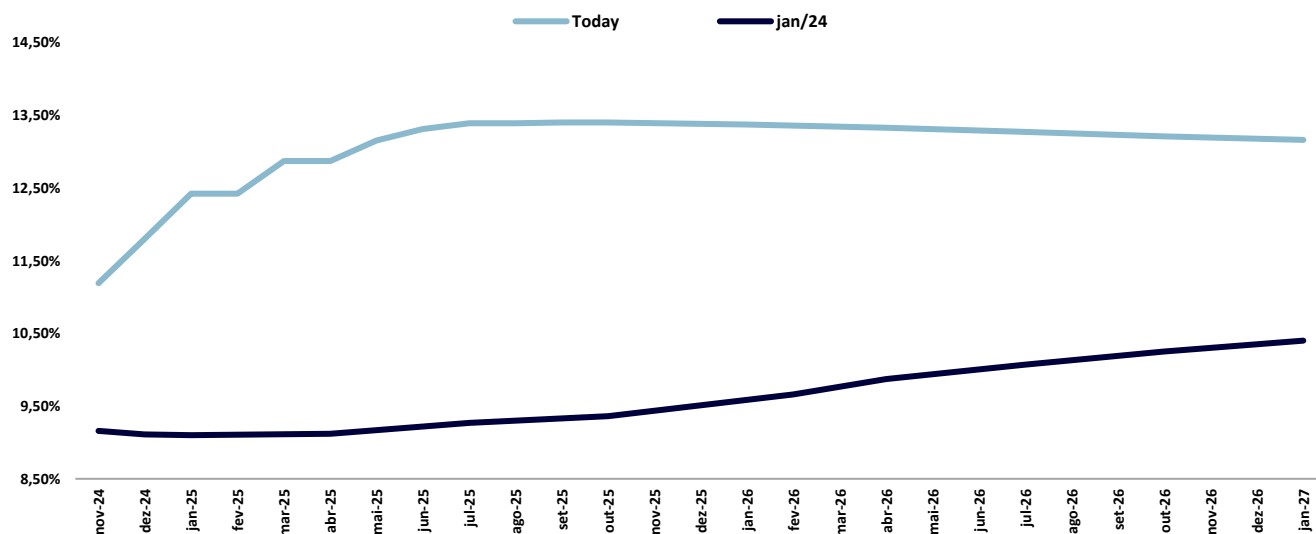
Figura 2: CDS mostrou alta de 10 pontos desde o início do ano



Fonte: Safrá, Bloomberg.

Curva de juros no Brasil parece incorporar um prêmio elevado. O crescimento acima do potencial da atividade econômica doméstica, que colaborou para que expectativas de inflação se elevassem, e a incerteza fiscal colocam pressão sobre a curva de juros, que projeta uma taxa Selic em 13,4% ao fim de 2025. Acreditamos que o mercado esteja exagerando em suas expectativas para os juros ante os 11,5% esperados pela Pesquisa Focus.

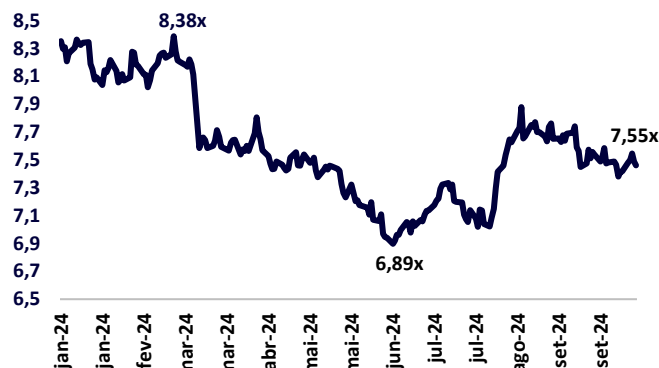
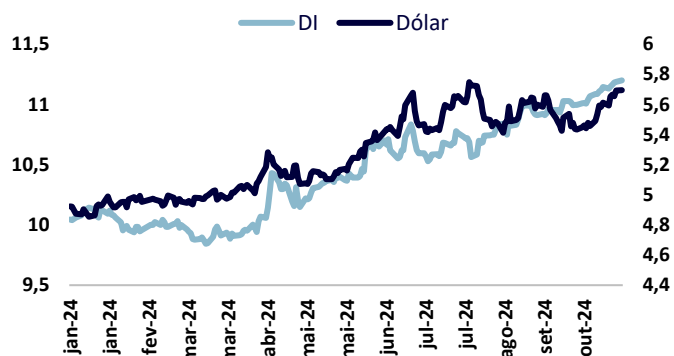
Figura 3. Curva de juros no Brasil precifica Selic em 13,4% ao fim de 2025 (vs. 11,5% da Pesquisa Focus)



Fonte: Safrá, Bloomberg.

Cenário de aumento de juros e incerteza fiscal parece bem precificado. O cenário de crescimento da atividade acima do potencial parece já ter sido incorporado às expectativas de juros, câmbio e bolsa. Desde janeiro deste ano, o DI com vencimento em janeiro de 2025 subiu 1,3 p.p., de 10% para os atuais 11,3%, e o câmbio desvalorizou mais de 16% nesse mesmo período, passando de R\$4,92/US\$ para R\$5,75/US\$ hoje. Nessa mesma base de comparação, o múltiplo de negociação P/L 2025e do Ibovespa sofreu uma correção superior a 10%, passando de 8,35x para os atuais 7,55x.

Figura 4. DI de jan/25 passou de 10% em jan/24 para 11,3% hoje, e c **Figura 5. Múltiplo preço/lucro 2025e do Ibovespa passou de dólar subiu de R\$4,92/US\$ para R\$5,75/US\$ nesse mesmo período 8,35x em jan/24 para os atuais 7,55x**

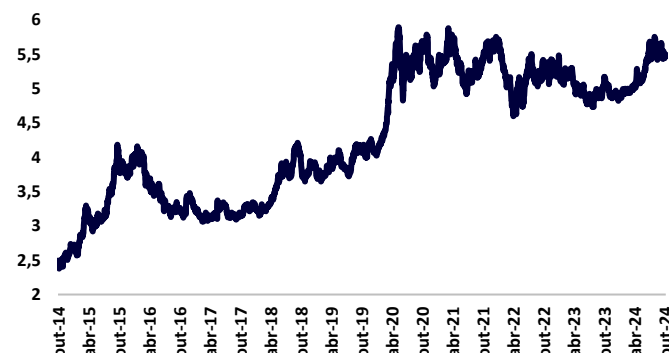
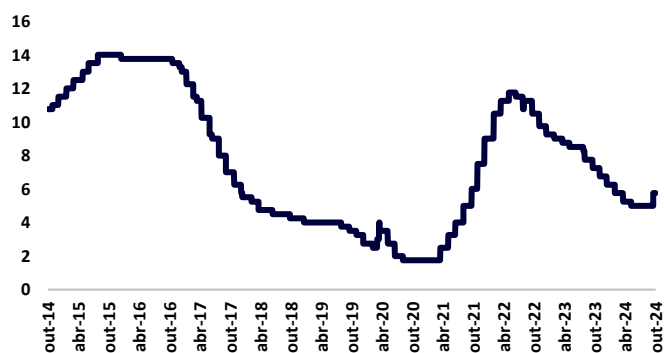


Fonte: Safrá, Bloomberg.

Maior diferencial de juros poderia dar suporte ao câmbio, mas incertezas fiscais fazem contraponto.

O corte de juros iniciado pelo Federal Reserve e a elevação da taxa pelo Banco Central do Brasil em setembro de 2024 aumentaram o diferencial de juros para 5,75 p.p. Considerando as nossas expectativas para a taxa Selic no fim deste ano (11,5%) e os novos cortes de juros pelo Fed (levando o Fed Funds rate a 4,5%), teremos um diferencial de juros de 7 p.p., patamar acima da média dos últimos cinco anos de 5,96 p.p., o que poderá ser um fator-chave para atrair investimentos estrangeiros para o mercado financeiro brasileiro. Ao mesmo tempo, as incertezas fiscais domésticas persistem e poderiam limitar a valorização da nossa moeda.

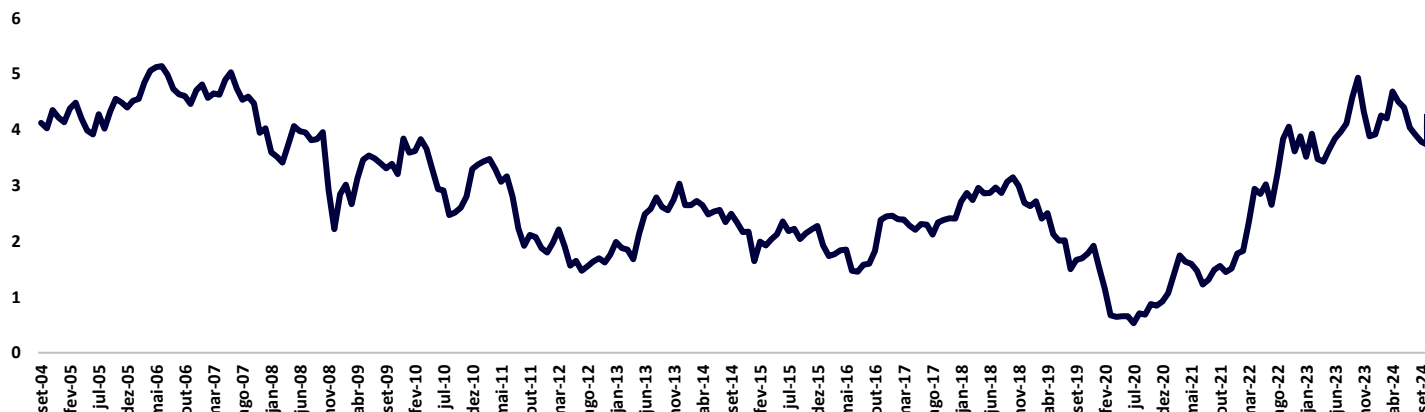
Figura 6. Diferencial de juros subiu para 5,75 p.p. e poderia atingir 7 p.p. ao fim de 2024 **Figura 7. O dólar permanece estável desde as mudanças nas políticas monetárias nos EUA e no Brasil**



Fonte: Safrá, Bloomberg.

Treasury de 10 anos mostra alívio com um cenário inflacionário mais benigno. Nos Estados Unidos, a atividade econômica apresentou sucessivas leituras da inflação ao consumidor (CPI) abaixo das expectativas, o que, combinado com um mercado de trabalho mais equilibrado, criou condições favoráveis para o ciclo de queda nas taxas de juros. Esse cenário proporcionou um recuo da Treasury de 10 anos de 4,25% no início do ano para 4,1% atualmente.

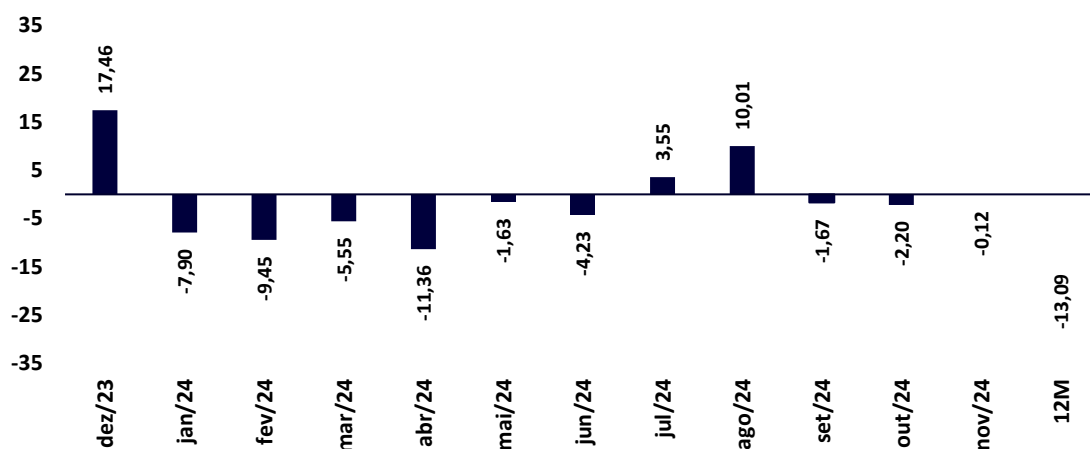
Figura 8: Treasury de 10 anos



Fonte: Safr.

A postergação do início do ciclo de cortes de juros nos EUA corrigiu o otimismo visto nos últimos dois meses de 2023 e teve reflexos no fluxo de capital estrangeiro para a B3 em 2024. No acumulado do ano (até 1 de novembro), o investidor estrangeiro retirou R\$30,5 bilhões da B3. Entendemos que o ciclo de cortes de juros pelo Fed em setembro e a perspectiva de continuidade do afrouxamento monetário sem um cenário de recessão nos EUA (conforme mencionamos em nosso relatório “[O evento mais esperado do ano? Possíveis impactos da queda de juros nos EUA](#)”) poderão favorecer um aumento da liquidez no mundo, beneficiando as bolsas de países emergentes, como o Brasil.

Figura 9. Fluxo de investimentos estrangeiros na B3 negativo em R\$30,5 bilhões no acumulado do ano (até 1 de novembro)

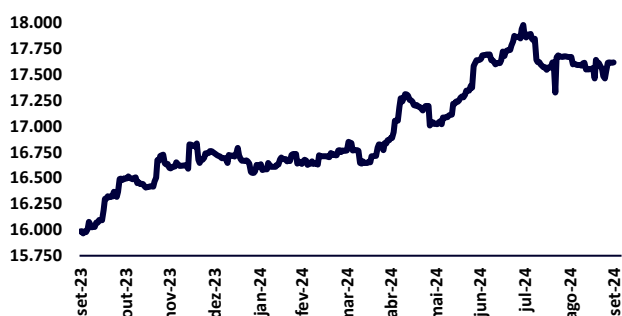


Fonte: Safr.

...e ignorar sinais positivos da economia real...

O bom desempenho da atividade doméstica segue impulsionando os resultados das empresas. Temos notado que a atividade econômica robusta tem impulsionado o desempenho das empresas cobertas pela área de análise do Safr, conforme citamos em nossos últimos monitores de resultados trimestrais do [1T24](#) e [2T24](#). Desde o início de 2024, a expectativa de consenso de mercado para o crescimento do PIB deste ano, medida pela Pesquisa Focus, passou de 1,5% para 3%, refletindo a surpresa com o desempenho da economia doméstica. Nessa mesma base de comparação, as estimativas de consenso de mercado Bloomberg para o lucro por ação (LPA) de 2025 e 2026 subiram em 5,3% e 4,9%, respectivamente, conforme podemos notar nas Figuras 10 e 11.

Figura 10. LPA do Ibov 2025e em 1 ano



Fonte: Safr, Bloomberg.

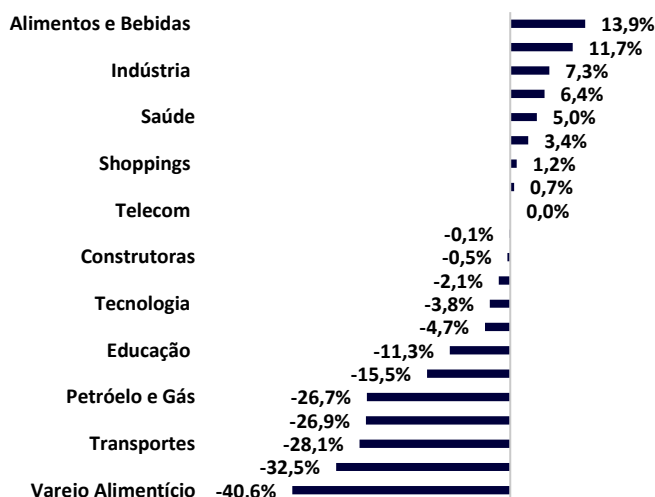
Figura 11. LPA do Ibov 2026e em 1 ano



Fonte: Safr, Bloomberg.

Distribuição de Combustíveis, Varejo de Vestuário e Alimentos e Bebidas foram os setores com as maiores revisões positivas de lucro. No setor de Combustíveis, a Vibra contribuiu para o desempenho consolidado, devido à melhora nas perspectivas para o segundo semestre de 2024. Em Varejo de Vestuário, Lojas Renner liderou a revisão positiva, beneficiada por uma perspectiva mais favorável para as dinâmicas de vendas e EBITDA. O aumento nas estimativas para o setor de Alimentos e Bebidas foi impulsionado pelos resultados de JBS, BRF e Marfrig, com destaque para o equilíbrio favorável entre oferta e demanda, controle de custos e spreads elevados. Em contrapartida, Varejo Alimentar (principalmente Carrefour e Assaí), Papel e Celulose (Suzano) e Petróleo e Gás (Brava) tiveram suas estimativas de lucro revisadas para baixo.

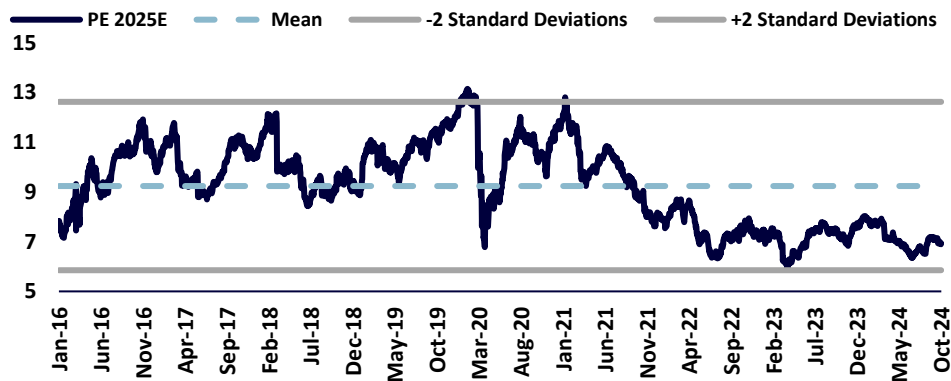
Figura 12: Revisões setoriais para 2025 nos últimos 3 meses (consenso Bloomberg)



Fonte: Safr, Bloomberg.

As preocupações com o cenário fiscal doméstico e seu reflexo na curva de juros mantêm o múltiplo de negociação do Ibovespa em patamar historicamente baixo. O índice está sendo negociado a 6,8x ou lucro esperado para 2026 segundo nossas estimativas, ou a 6,9x de acordo com o consenso da Bloomberg. Projetamos um LPA de 19.110 para 2026, uma alta de 11,5% em relação a 2025. Ao nosso preço-alvo de 165 mil pontos para o fim de 2025, o Ibovespa estaria sendo negociado a um múltiplo P/L 2026e de 8,6x.

Figura 13: Múltiplo P/L 2025e do Ibovespa perto da mínima nos últimos 5 anos



Fonte: Safr.

Posicionamento leve do mercado? Após resgates de R\$16,9 bilhões em 2023, a captação líquida dos fundos de ações mostra estabilidade em 2024 (até setembro de 2024). Os fundos multimercados registraram resgate de R\$198,2 bilhões no acumulado do ano, depois de uma captação líquida negativa de R\$134,3 bilhões em 2023. Por outro lado, os fundos de renda fixa absorveram boa parte desse volume financeiro ao captarem R\$309,4 bilhões nesse mesmo período.

Conforme podemos notar na Figura 15, os fundos de ações representam 6,8% do tamanho da indústria, nível levemente inferior à média dos últimos 10 anos. Nesses 10 anos, esse tipo de fundo já respondeu por 10,1% do setor em momentos de maior otimismo e 4,3% em momentos menos favoráveis da economia. Embora nossa expectativa aponte para novas altas nos juros no curto prazo e desaceleração do crescimento do PIB olhando para a frente, o posicionamento dos investidores no mercado acionário parece muito leve. Esperamos um ambiente mais favorável para a captação dos fundos de ações e o aumento da exposição a ações nas carteiras de investimentos a partir de meados do próximo ano, quando acreditamos que o BC terá espaço para voltar a cortar os juros.

Figura 14. Captação líquida dos fundos em 2024

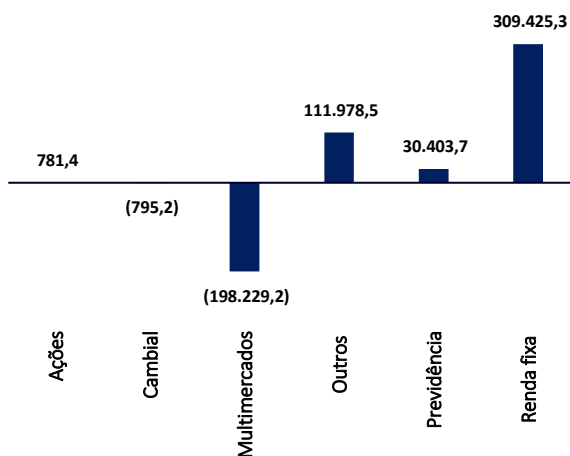
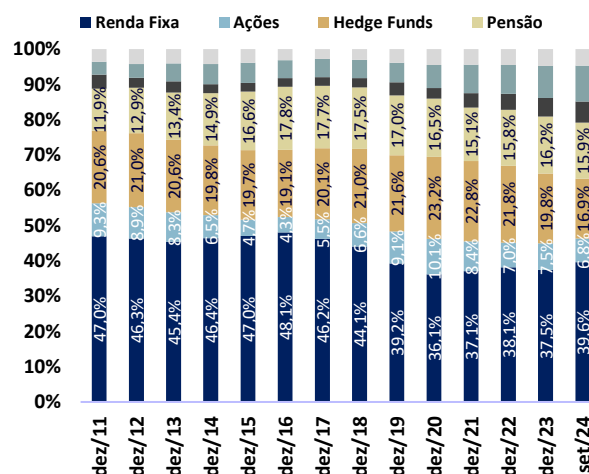


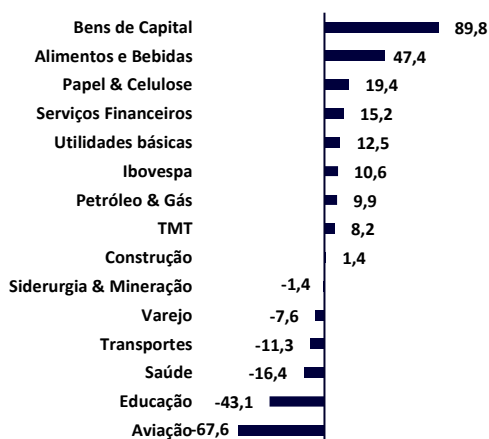
Figura 15. Fundos de ações representam 6,8% do total da indústria



Fonte: Safr, Bloomberg.

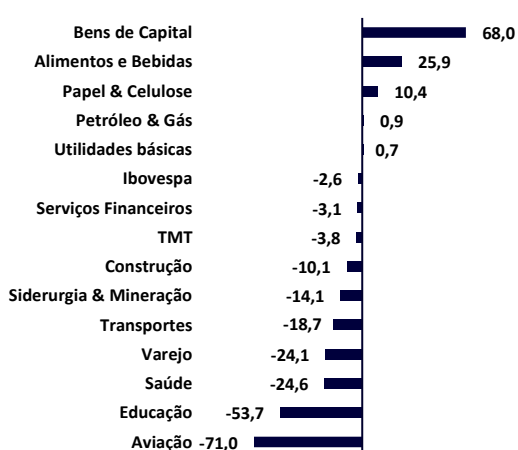
Alimentos e Bebidas e Bens de Capital são os setores com as maiores altas nos últimos 12 meses e no ano. O contexto macro de juros altos e câmbio depreciado ajudou a performance das exportadoras, que se destacam entre as maiores altas. Um cenário mais positivo para oferta e demanda e spreads mais fortes também contribuíram para o desempenho dos frigoríficos, e a surpresa com o bom desempenho operacional de Embraer e Weg favoreceu suas ações. Setores mais defensivos e/ou com maior previsibilidade de resultados, como Utilidades Básicas e Serviços Financeiros, também apresentaram boas performances. Do lado negativo, os setores que mais sofreram com um cenário de real depreciado, juros altos e/ou maior risco foram Aviação, Educação e Varejo.

Figura 16. Petróleo e Gás, Educação e Papel e Celulose apresentaram as maiores altas nos últimos 12 meses



Fonte: Safrá, Bloomberg.

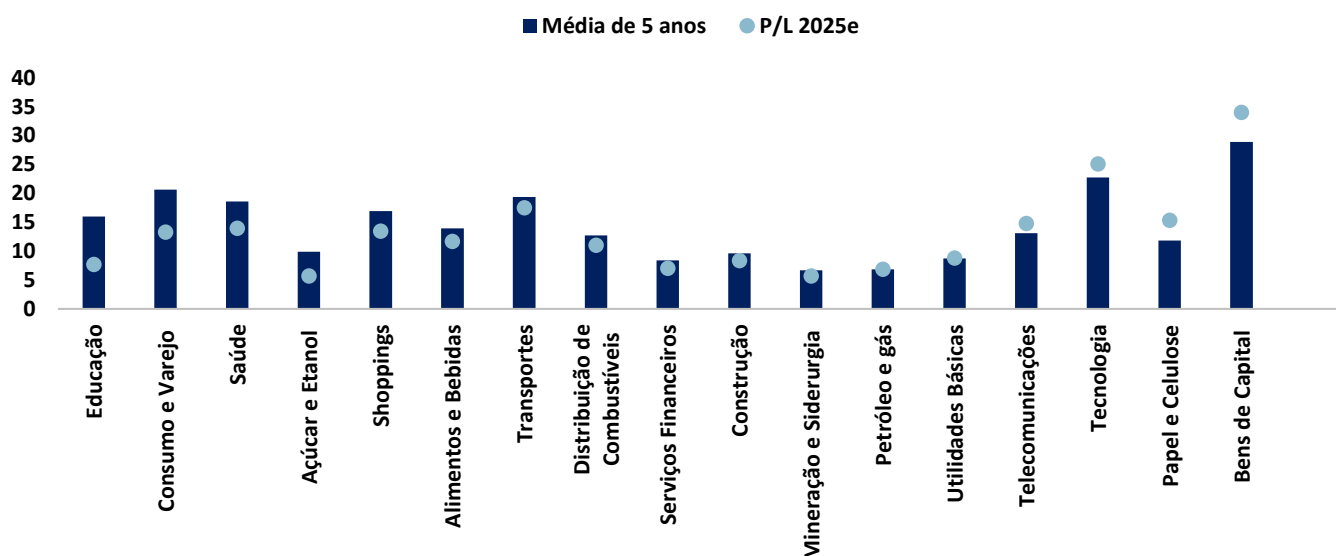
Figura 17. Bens de Capital, Papel e Celulose, Petróleo e Gás são as únicas altas setoriais no ano



Fonte: Safrá, Bloomberg.

Cíclicos domésticos seguem oferecendo os maiores descontos, mas encontramos boas oportunidades em setores mais resilientes. Acreditamos que as incertezas de curto prazo com a economia doméstica seguem sugerindo uma alocação mais defensiva e, ao analisarmos a estimativa para o múltiplo P/L em 2025, vemos alternativas de alocação ainda atrativas em setores que poderiam trazer menor volatilidade para uma carteira, como Alimentos, Shoppings e Serviços Financeiros.

Figura 18. Múltiplo P/L 2025e setorial indica maiores descontos para setores cíclicos domésticos



Fonte: Safrá, Bloomberg.

Serviços Financeiros e Commodities contam com a melhor relação entre endividamento e rentabilidade. Entendemos que negócios mais rentáveis e menos endividados estão menos suscetíveis ao aperto monetário no Brasil. Nesse sentido, analisamos o nível de endividamento e de margem líquida setorial com o objetivo de encontrarmos os setores com a melhor combinação entre endividamento, medido pela dívida líquida/Ebitda estimada para 2025, e rentabilidade, utilizando a margem líquida estimada para 2025 como métrica. Nesse contexto, acreditamos que Serviços Financeiros (especificamente as Seguradoras) e Commodities (Petróleo e Gás) possuem as melhores relações entre endividamento e rentabilidade e poderiam proteger melhor um portfólio em um ambiente de piora da perspectiva para os juros. Por sua alta rentabilidade e resiliência em momentos de altas nos juros, entendemos que os Bancos também poderiam ser boas alternativas para este momento.

Figura 19. Dívida líquida/Ebitda 2025e – Tecnologia, Serviços Financeiros, Vestuário e Bens de Capital apresentam os menores endividamentos

Setores	Dívida Líquida/EBITDA
Tecnologia	-0,6x
Serviços Financeiros	-0,45x
Vestuário	0,15x
Bens de Capital	0,75x
Petróleo e Gás	0,84x
Metais e Mineração	1,02x
Farmácia	1,22x
Telecomunicações	1,23x
Shoppings	1,39x
Saúde	1,44x
Alimentos e Bebidas	1,48x
Varejo Alimentar	1,69x
Utilidades Básicas	1,86x
Educação	2,25x
Construtoras	2,49x
Transportes	2,57x
Papel e Celulose	2,67x

Fonte: Safr, Bloomberg.

Figura 20. Margem líquida 2025e – Shoppings, Serviços Financeiros, Bancos, Petróleo e Gás e Siderurgia e Mineração apresentam as maiores margens líquidas

Setores	Margem Líquida
Shoppings	40,48%
Serviços Financeiros	26,18%
Bancos	24,25%
Petróleo e Gás	16,63%
Metais e Mineração	15,61%
Papel e Celulose	15,58%
Construtoras	15,12%
Telecomunicações	13,71%
Utilidades Básicas	13,36%
Tecnologia	13,25%
Bens de Capital	9,79%
Transportes	8,71%
Educação	7,32%
Vestuário	7,02%
Saúde	6,94%
Farmácia	5,65%
Alimentos e Bebidas	3,17%
Varejo Alimentar	1,79%

Fonte: Safr, Bloomberg.

Setores mais resilientes seguem apresentando os maiores retornos para os acionistas em 2025. Realizamos uma análise do ROE setorial para entendermos quais segmentos oferecem os níveis mais atrativos e, conseqüentemente, poderiam apresentar maior resiliência. Serviços Financeiros, Bens de Capital, Construtoras, Bancos, Petróleo e Gás se destacaram e devem manter níveis elevados de ROE no próximo ano.

Figura 21. Evolução do ROE setorial de 2024E para 2025E

Setores	ROE 2024E	ROE 2025E	Varição (p.p.)
Açúcar e Alcool	9,4%	10,7%	1,28
Alimentos e Bebidas	18,0%	15,1%	-2,85
Bancos	18,9%	20,1%	1,17
Bens de Capital	33,4%	33,4%	-0,03
Construtoras	25,4%	26,9%	1,54
E-commerce	37,8%	35,6%	-2,15
Educação	8,0%	11,0%	3,00
Farmácia	15,2%	16,9%	1,70
Metais e Mineração	19,2%	16,0%	-3,25
Papel e Celulose	16,6%	17,1%	0,50
Petróleo e Gás	20,1%	20,7%	0,60
Saúde	11,0%	14,7%	3,65
Serviços Financeiros	36,3%	36,4%	0,17
Shopping	11,1%	12,0%	0,89
TMT	11,0%	13,0%	2,07
Transportes	14,5%	18,2%	3,74
Utilidades Básicas	11,7%	11,4%	-0,31
Varejo Alimentar	15,2%	16,9%	1,70
Varejo de Vestuário	10,2%	11,5%	1,26

Fonte: Safr, Bloomberg.

Varejo e Transportes devem seguir a trajetória de melhora nos lucros nos próximos dois anos, mas setores resilientes também apresentam perspectivas de evolução positiva em seus resultados. Realizamos uma análise do crescimento anual composto (CAGR) do lucro estimado pelos nossos analistas para as empresas sob nossa cobertura, ponderado pela participação de cada empresa no Ibovespa. Nessa análise, notamos que os setores com os maiores níveis de crescimento projetados foram **E-commerce** (puxado por Magazine Luiza), **Varejo Alimentar** (por conta da melhora de resultados de Assaí) e **Transportes** (pela melhora operacional e expectativa de redução da depreciação da Localiza). Do lado negativo estão as commodities, com contração nos lucros líquidos consolidados de **Siderurgia e Mineração** (expectativas mais conservadoras para o minério de ferro, que devem afetar Vale) e **Petróleo e Gás** (normalização dos resultados da Petrobras). Apesar de as maiores altas estarem concentradas em setores cíclicos domésticos, observamos que segmentos resilientes como **Utilidades Básicas** (favorecido por bom crescimento de lucro de Eletrobras, Sabesp e Equatorial), **Indústria** (impulsionado por Embraer e Weg) e **Alimentos e Bebidas** (devido à continuidade dos bons resultados de JBS) devem manter um ritmo de crescimento interessante.

Figura 22. Crescimento anual composto do lucro líquido setorial ponderado pela relevância no Ibovespa

Setores	Varição anual no Lucro líquido (%) CAGR 2 anos
E-commerce	28%
Transportes	21%
Varejo alimentar	20%
Varejo diverso	16%
Alimentos e Bebidas	13%
Educação	12%
Saúde	12%
Utilidades Básicas	12%
Tecnologia	11%
Indústria	9%
Varejo de Vestuário	9%
Papel e Celulose	8%
Construtoras	8%
Telecom	7%
Açúcar e Etanol	7%
Bancos	6%
Agro	5%
Shoppings	5%
Serviços Financeiros	5%
Distribuição de Combustível	4%
Petróleo e Gás	-2%
Siderurgia e Mineração	-9%

Fonte: Safr, Bloomberg.

Estamos introduzindo o nosso preço-alvo para o Ibovespa de 165 mil pontos para o fim de 2025

Estamos lançando o preço-alvo de 165 mil pontos para o Ibovespa para o fim de 2025, utilizando a metodologia de análise de múltiplos (modelo de Gordon) e aplicando nossa projeção de lucro de 19.110 pontos para o Ibovespa em 2026 no período que contempla o resultado das empresas que compõem o índice.

Conforme podemos verificar na Figura 23, após uma alta de 19,9% no LPA do Ibovespa em 2024, esperamos uma desaceleração do crescimento em 2025, seguida de uma aceleração de 11,5% para 19.110 pontos em 2026.

Figura 23: Premissas para o LPA

	2023	2024	2025	2026
	13.800,0	16.543,2	17.140,5	19.110,5
Variação (%)		19,9%	3,6%	11,5%

Fonte: Safrá e Bloomberg.

Na análise top-down, determinamos como múltiplo-alvo a razão de 8,6x (P/L) derivado do modelo de Gordon, que foi atualizado com nossas premissas para a taxa de desconto e a estimativa de lucro do Ibovespa. Em nosso modelo, assumimos uma premissa de payout de 46,25%, mantivemos inalteradas as premissas para a taxa livre de risco (4,5%) e o risco-país (2,25%). Assim, chegamos a um custo de capital próprio de 13,75%. Estamos reduzindo nossa estimativa para o crescimento de lucros no longo prazo para 8,4% (de 8,5%). Com isso, obtivemos um múltiplo P/L de 8,6x.

Figura 24: Premissas para o Ibovespa-alvo 2025

(i)	Pay-Out	46,25%
(ii)	US: taxa livre de risco	4,50%
(iii)	Prêmio de risco de mercado	5,00%
(iv)	Risco país	2,25%
	Diferencial de Inflação de Longo Prazo	2,00%
(v) = (ii) + (iii) + (iv)	Custo do Capital Próprio	13,75%
(vi)	Crescimento de lucros no longo prazo (R\$)	8,40%
(vii) = (i) / [(v) - (vi)]	P/L alvo para os próximos 12 meses	8,6
	P/E alvo	8,6
	LPA IBOV (2026)	19.110
	Ibovespa-alvo 12M	165.207

Fonte: Safrá e Bloomberg.

Figura 25: Análise de sensibilidade

	P/L - Ibovespa (x)						P/L - Ibovespa (x)					
	Ke						Ke					
	12,75%	13,25%	13,75%	14,25%	14,75%		12,75%	13,25%	13,75%	14,25%	14,75%	
Crescimento	7,40%	8,6	7,9	7,3	6,8	6,3	7,40%	165.207	151.087	139.190	129.030	120.253
	7,90%	9,5	8,6	7,9	7,3	6,8	7,90%	182.239	165.207	151.087	139.190	129.030
	8,40%	10,6	9,5	8,6	7,9	7,3	8,40%	203.186	182.239	165.207	151.087	139.190
	8,90%	12,0	10,6	9,5	8,6	7,9	8,90%	229.574	203.186	182.239	165.207	151.087
	9,40%	13,8	12,0	10,6	9,5	8,6	9,40%	263.838	229.574	203.186	182.239	165.207
Tgt Ibov												

Fonte: Safrá e Bloomberg.

Riscos. Acreditamos que os principais riscos para nossa avaliação do preço-alvo do Ibovespa são: (i) desaceleração mais forte do que a esperada da economia global; (ii) deterioração fiscal adicional no Brasil; (iii) abertura adicional da curva de juros; (iv) taxa de crescimento econômico mais baixa no país; (v) piora do ambiente político; (vi) maior austeridade da política monetária nos EUA, influenciando o diferencial de juros; (vii) mudanças tributárias com impacto negativo para as empresas; e (viii) acirramento dos conflitos geopolíticos.

Como se posicionar para esse cenário?

Temos uma visão positiva para: i) **Alimentos e Bebidas** (o equilíbrio entre oferta e demanda continua positivo para frangos e suínos, enquanto os custos de grãos continuam beneficiando os spreads); ii) **Construtoras de baixa renda** (o ambiente segue favorável para moradias populares e a demanda nos segmentos de baixa e média/alta renda é forte); iii) **Shoppings** (indicadores operacionais saudáveis, espera-se aumentos reais dos aluguéis); iv) **Utilidades Básicas** – Distribuição (volumes sólidos no segmento de distribuição em função das altas temperaturas); v) **Concessões** (expectativa de alto volume de tráfego no 2S24); vi) **Bens de Capital** (continuidade da forte demanda); e vii) **Bancos e Seguradoras** (continuidade do bom momento de resultados).

JBS (JBSS3) – A JBS é a nossa top pick no segmento de alimentos por conta de seu valuation atrativo e do forte dinamismo dos lucros. Vemos como pontos positivos sua sólida diversificação de portfólio e geográfica e sua geração de fluxo de caixa robusta, além da opcionalidade da listagem dupla proposta, que poderia destravar um valor significativo.

Direcional (DIRR3) – Direcional é a nossa top pick no setor de Construtoras de baixa renda, destacando o valuation ainda atraente da empresa de 7,4x P/L para 2025E. Gostamos da exposição ao segmento de baixa/média renda em construção civil por sua maior resiliência de resultados, e Direcional parece ser o ativo mais interessante nesse segmento. Acreditamos que sua crescente participação no segmento de baixa/média renda deve continuar levando a melhorias em seus resultados. Adicionalmente, sua exposição ao programa Minha Casa Minha Vida é vista como proteção durante um eventual ciclo de aperto monetário, especialmente considerando os novos incentivos dados ao programa que impulsionarão a lucratividade do negócio.

Iguatemi (IGTI11) – A incerteza no cenário deve favorecer empresas com ativos premium, que oferecem uma maior defesa contra a volatilidade macroeconômica. Esperamos que a boa performance de vendas em seus shoppings deva continuar proporcionando poder de negociação perante seus inquilinos, o que deve resultar em crescimento real de aluguéis e um desempenho positivo para suas ações. Esperamos que a empresa apresente a maior expansão de FFO no ano do segmento, refletindo seu crescimento de margem. Além disso, o IGTI negocia a um FFO yield de 12% para 2025, um prêmio interessante de 5,38 p.p. sobre a taxa da NTN-B.

Equatorial (EQTL) – A Equatorial é a nossa top pick no segmento de distribuição, devido ao potencial de valorização com a recente aquisição de uma posição estratégica na Sabesp e ao bom histórico na implementação de turnaround em suas unidades de distribuição de energia. Além disso, a companhia conta com um valuation atrativo nos níveis atuais (estimamos uma TIR de 11,1% para a empresa) devido ao seu portfólio diversificado.

Itaú Unibanco (ITUB4) – Vemos Itaú como o nome de maior qualidade dentro do setor bancário, tendo mostrado melhor controle dos indicadores de qualidade de crédito frente a seus pares. Além disso, o banco está sendo negociado a múltiplos interessantes (P/L para 2024 de ~7,6x, ainda abaixo de sua média histórica de 10 anos de ~10x).

Porto (PSSA3) – A diversificação tornou-se uma via fundamental da estratégia da Porto, impulsionando uma combinação de maiores níveis de crescimento e rentabilidade, tornando o negócio menos dependente das operações de automóveis. A maioria das operações, excluindo automóveis, como saúde e PortoBank, cresce a níveis de dois dígitos e deve representar 63% das receitas da Porto em 2026. Vemos a companhia negociando a 8,0x P/L 2025e e a 1,6x P/VP, ainda abaixo de sua média histórica, o que representa um ponto de entrada atrativo.

Marcopolo (POMO4) – Gostamos de Marcopolo, pois esperamos aumento na produção de ônibus daqui para a frente, impulsionado pela necessidade de renovar a frota brasileira, cuja idade média atingiu o pico de 11,3 anos atualmente. Além disso, esperamos que a Marcopolo sustente margens saudáveis nos próximos anos e apresente uma combinação de ganhos de escala (devido ao aumento de volume), maior eficiência (impulsionada pelo aumento em sua força de trabalho), um mix de vendas e um cenário competitivo melhorados. Apesar do aumento no preço das ações no acumulado do ano, a empresa está sendo negociada atualmente a 5,8x EV/EBITDA 2025, um desconto sobre sua média histórica ajustada de seis anos de 9,1x e 15% de desconto sobre seus pares globais.

Para preços-alvos e recomendações para as empresas mencionadas no relatório, favor se referir ao nosso [Guia de Ações](#).

DECLARAÇÕES GERAIS

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

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:

Aché Farmacêuticos S.A., Agropecuária Maggi Ltda., Águas do Rio 1 SPE S.A., Águas do Rio 4 SPE S.A., AJ Malls FII - 1ª Emissão, Alfa Holdings S.A., Alianza Trust Renda Imobiliária FII - 7ª Emissão, Alianza Urban Hub Renda FII - 3ª Emissão, Allos S.A., Amaggi Exportação e Importação Ltda., Ambiental Metrosul Concessionária de Saneamento SPE S.A., Antônio Venâncio da Silva Empreendimentos Imobiliários Ltda., Armarinhos Fernando Ltda., Artemis FII - 1ª Emissão, ARX Dover Recebíveis - 2ª Emissão, ARX Dover Recebíveis FII - 3ª Emissão, Asset Bank Agronegócios Fiagro - 1ª Emissão, Atacadão S.A., AZ Quest Infra-Yield II - 1ª Emissão, AZ Quest Infra-Yield II FIP-IE - 2ª Emissão, AZ Quest Panorama Log FII - 2ª Emissão, B3 S.A. Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Alfa de Investimento S.A., Banco BTG Pactual S.A., Banco CNH Industrial Capital S.A., BB Premium Malls FII - 1ª Emissão, Bocaina Infra FIC FI Infra RF CP - 5ª Emissão, Bocaina Infra FIC-FI RF - 4ª Emissão, BPG Av Mofarrej Empreendimentos e Participações S.A., Bracell SP Celulose Ltda., Bresco Logística FII - 5ª Emissão, BRF S.A., BRZ Infra FIC FI - 1ª Emissão, BTG Logística FII - 13ª Emissão, BTG Pactual - Oferta de CDCA, BTG Pactual Dívida Infra FIC Crédito Privado - 3ª Emissão, BTG Pactual Dívida Infra RF CP - 4ª Emissão, BTG Pactual Shoppings FII - 2ª Emissão, Buena Vista US High Income ETF Fundo de índice, Cantu Store S.A., Canuma Multiestratégia FII - 4ª Emissão, Capitânia FIC FI Infra Renda Fixa CP - 5ª Emissão, Capitânia FIC FI Infra RF CP - 6ª Emissão, Capitânia Renda Urbana, Capitânia Shoppings FII - 3ª Emissão, Carrefour Comércio e Indústria Ltda. , Cartesia Recebíveis Imobiliários FII - 6ª Emissão, CashMe S.A., Cemig Distribuição S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras, Centrais Elétricas do Norte do

Brasil S.A., Cereal Comércio Exportação e Representação Agrícola S.A., Cia Energética de São Paulo – CESP, Clave Índices de Preços FII - 2ª Emissão, CM Hospitalar S.A., Companhia Catarinense de Águas e Saneamento – CASAN, Companhia de Gás de São Paulo – COMGÁS, Companhia de Geração e Transmissão de Energia Elétrica do Sul do Brasil, Companhia de Saneamento Básico de São Paulo – SABESP, Companhia de Saneamento de Minas Gerais, Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista – CTEEP, Companhia Hidro Elétrica São Francisco, Companhia Paulista de Força e Luz, Companhia Piratininga de Força e Luz, Companhia Riograndense de Saneamento, Companhia Siderúrgica Nacional – CSN, Consórcio Alfa de Administração S.A., Cooperativa Regional de Cafeicultores em Guaxupé-Cooxupé, Copel Geração e Transmissão S.A., Copel Serviços S.A., Copérnico Comercializadora de Energia Ltda., Copérnico Energias Renováveis S.A., Cosan S.A., CPV Energia FII Responsabilidade Limitada - 1ª Emissão, Cury Construtora e Incorporadora S.A., Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações, Cyrela Crédito Fundo de Investimento Imobiliário, Diagnósticos da América S.A. – DASA, Direcional Engenharia S.A., Drys FIC FI Infra RF - 1ª Emissão, Ecoagro I FIAGRO - 6ª Emissão, Elektro Redes S.A., Enauta Participações S.A., Energisa Mato Grosso - Distribuidora de Energia S.A., Energisa Paraíba - Distribuidora de Energia S.A., Energisa Rondonia - Distribuidora de Energia S.A., Energisa S.A., Engie Brasil Energia S.A., EQI Recebíveis Imobiliários FII - 2ª Emissão, Equatorial Energia S.A., Equatorial Goiás Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Participações e Investimentos IV S.A., ETF II Buena Vista, ETF ITAU Now IDIV Renda - 1ª Emissão, ETF QR CME CF Solana Dollar Reference Rate, Eucatex S.A. Indústria e Comércio, Exes Araguaia FIAGRO - 4ª Emissão, Exes FII - 4ª Emissão, Fator Verità Multiestratégia FII - 1ª Emissão, Fator Verità Multiestratégia FII - 2ª Emissão, Fazenda Pioneira Empreendimentos Agrícolas S.A., Ferrari Agroindustria S.A., Fibrasil S.A., FII Capitânia Shoppings - 4ª Emissão, FII Invista Brazilian Business Park - 2ª Emissão, FII Patagônia Multiestratégia - 1ª Emissão, FII RBR Crédito Pulverizado - 2ª Emissão, FII REC Fundo de CRI Cotas Amortizáveis - 1ª Emissão, Financeira Alfa S.A., Foom URE - BA Ambiental, Forma Certa Soluções Gráficas Ltda., Frigol S.A., FS Indústria de Biocombustíveis Ltda., Fundo de Fundos de Investimento Imobiliário Kinea FII - 4ª Emissão, Gazit Malls FII - 2ª Emissão, Genial Malls FII - 5ª Emissão, Gestora de Inteligência de Crédito S.A., GGR Covepi FII - 6ª Emissão, GLP Capital Partners Gestão de Recursos e Administração Imobiliária Ltda., Greenwich Agro FIAGRO - 2ª Emissão, Guardian Logística FII - 5ª Emissão, Hedge Brasil Logístico Industrial FII - 1ª Emissão, Hedge Brasil Logístico Industrial FII - 2ª Emissão, Hedge Brasil Shopping FII - 9ª Emissão, Hedge Recebíveis - 6ª Emissão, HSI Ativos Financeiros FII - 2ª Emissão, HSI Malls FII - 3ª Emissão, HSI Malls FII - 4ª Emissão, Huma Capital Ltda., Icatu Vanguarda GRU Logístico FII - 1ª emissão, Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A., In-Haus Serviços Industriais e Logística S.A., Inter Amerra Fiagro Imobiliário - 2ª Emissão, Inter Desenvolvimento FII - 1ª Emissão, Inter Infra FIC Renda Fixa - 3ª Emissão, Inter Infra FIC INC de Invest Infra RF CP - 2ª Emissão, Ipiranga Agroindustrial S.A., Itapebi Geração de Energia S.A., Itaú FIC FI Infra - 4ª Emissão, Itaú FIC FI INFRA CDI - 1ª Emissão, Jasc Renda Varejo Essencial FII - 4ª Emissão, JBS S.A., JBS USA Lux / JBS USA Food Company / JBS Luxembourg, JF Citrus S.A., JiveMauá Bossanova FIC FI-Infra - 1ª Emissão, JS Ativos Financeiros - 2ª Emissão, JS Ativos Financeiros - 3ª Emissão, JSL S.A., Karoon Petróleo e Gás Ltda, Kinea Agro Income USD FIAGRO - 1ª Emissão, Kinea Crédito Agro FIAGRO-Imobiliário - 4ª emissão, Kinea Hedge Fund FII - 2ª Emissão, Kinea High Yield CRI FII - 6ª Emissão, Kinea Oportunidades Real Estate FII - 1ª Emissão, Kinea Renda Imobiliária FII - 8ª Emissão, Kinea Rendimentos Imobiliário - 10ª Emissão, Kinea Securities FII - 5ª Emissão, Kinea Unique HY CDI FFII - 3ª Emissão, Lar Cooperativa Agroindustrial, Lavvi Empreendimentos Imobiliários S.A., Life Capital Partners FII - 5ª Emissão, Life Capital Partners FII - 6ª Emissão, Localiza Rent a Car S.A., LOGCP Inter FII - 4ª Emissão, LWART Soluções Ambientais, Maha Energy Finance SARL, Manati Capital Hedge Fund FII - 5ª Emissão, Marfrig Global Foods S.A., Mauá Capital Real Estate FII - 3ª Emissão, Maxi Renda FII - 10ª Emissão, Maxi Renda FII - 9ª Emissão, Minas Mineração Ltda., Movida Participações S.A., MRV Engenharia e Participação S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Navi Infra FIP IE - 1ª Emissão, NCH Recebíveis do Agronegócio - FIAGRO Imobiliário - 3ª Emissão, Neoenergia Distribuição Brasília, Newport Logística FII - 3ª Emissão, Nex Crédito Agro Fundo de Investimento - 1ª Emissão, Nex Crédito Fiagro Imobiliário - 2ª Emissão, Nortis Incorporadora e Construtora S.A., Nu Infra FIC Infra RF CP - 2ª Emissão, Oncoclínicas do Brasil Serviços Médicos S.A., Onda Desenvolvimento Imobiliário FII - 1ª Emissão, One Innovation Empreendimentos e Participações S.A., Open K Ativos e Recebíveis Imobiliários FII - 6ª Emissão, Open K Ativos e Recebíveis Imobiliários FII - 7ª Emissão, Órama High Yield FII - 2ª Emissão, Orizon Valorização de Resíduos S.A., Oryx Bonds Conversíveis EUA ETF, Parshop Participações Ltda., Patria Renda Urbana FII RL Unica - 5ª Emissão, Patrimar Engenharia S.A., Paulista Praia Hotel S.A., Pedra Agroindustrial S.A., PetroReconcavo S.A., Plano & Plano Desenvolvimento

Imblr S.A., Portoseg S/A Crédito, Financiamento e Investimento, Quartzo Real Estate Development Mult FII - 1ª Emissão, Raízen Energia S.A., Randon S. A. Implementos e Participações, RBR Crédito Imobiliário Estruturado - 6ª Emissão, RBR Crédito Imobiliário Estruturado - 7ª Emissão, RBR Plus Multiestratégia Real Estate FII - 3ª emissão, RBR Plus Multiestrategia Real Estate FII - 4ª Emissão, RBR Premium RI FII - 2ª Emissão, REC Cajamar IV Participações S.A, REC Multiestratégia Fundo de Investimento Imobiliário - 1ª Emissão, RIFF FIC FI - Infra - 1ª emissão, Rio Bravo ESG IS FIC FI Infra RF CP - 3ª Emissão, Rio Bravo Renda Varejo RVBA, Riza Terrax FII - 3ª Emissão, Riza Terrax FII - 4ª Emissão, Rumo Malha Paulista S.A., Santander Papéis Imobiliários FII - 1ª Emissão, Santos Brasil Participações S.A., Seara Alimentos Ltda., Sendas Distribuidora S.A., SLC Agrícola S.A., SLC Máquinas Ltda., Smart Real Estate FII - 2ª Emissão, Sociedade Beneficente Israelita Hospital Albert Einstein, Sparta FIAGRO - 3ª Emissão, Sparta FIC FI Infra - 5ª Emissão, Sparta Infra CDI FIC FI Infra - 6ª Emissão, Sparta Infra CDI FICFI Infra RF CP, Speciale Real Estate FII - 2ª Emissão, Stonex MB Crédito Agro FIAGRO - 2ª Emissão, Suno Multiestratégia FII - 2ª Emissão, Tellus Rio Bravo Renda Logística FII - 6ª Emissão, TG Ativo Real - 12ª Emissão, TG Ativo Real - 13ª emissão, TG Renda Urbana FII - 1ª Emissão, Tigre S.A. Participações, TJK Renda Imobiliária FII - 2ª Emissão, Transportadora Associada de Gás S.A. , Travelex Issuerco 2 PLC, Triple Play Brasil Participações S.A., TRX Hedge Fund FII - 1ª Emissão, TRX Real Estate FII - 10ª Emissão, TRX Real Estate FII - 9ª Emissão, Unidas Locações e Serviços S.A., Unidas Locadora S.A., Usina Lins Agroindustrial S.A., Usina Vale do Tijuco, Valora CRI CDI FII - 7ª Emissão, Valora CRI CDI FII - 8ª Emissão, Valora Hedge Fund FII - 6ª Emissão, Valora Renda Imobiliária FII - 1ª Emissão, Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A., VBI Prime Properties FII, VBI Real Estate Gestão de Carteiras S.A., Vectis Gestão de Recursos Ltda., Vera Cruz Agropecuária Ltda., Vera Cruz CRI Residencial High Grade - 1ª Emissão, Vera Cruz Three - 1ª Emissão, Vero, Viação Piracicabana S.A., Vicunha, Vinci Shopping Centers FII - 10ª Emissão, Vitru Brasil Empreendimentos, Participações e Comércio S.A., Vox Capital Regai FIP - 1ª Emissão, WHG Real Estate - 3ª Emissão, XP Infra II FIP-IE - 5ª Emissão, XP Malls FII - 11ª Emissão, Zagros Multiestratégia FII - 2ª Emissão, Zamp S.A..