

Estratégia – Monitor de Resultados do 4T24

Mais fraco do que o esperado

Estratégia

31 de março de 2025

O que há de novo? Neste relatório, revisamos os resultados do 4T24 das companhias que cobrimos, resumimos as principais variáveis que impactaram esses resultados e apresentamos a visão dos nossos analistas sobre as possíveis tendências para o 1T25. Em suma, o desempenho surpreendeu negativamente nossas expectativas, apresentando desaceleração do crescimento de receita e contração de EBITDA e lucro líquido na comparação anual, embora os números consolidados tenham sido pressionados por Vale e Petrobras.

Conclusão? A tendência de desaceleração dos lucros mostrou-se mais forte do que esperávamos. Enquanto receita e EBITDA ficaram em linha com nossas expectativas (+1,3% e -3,2% vs. as expectativas), os lucros ficaram bem abaixo do esperado (-61,1%) – e o 4T24 foi o trimestre com os menores lucros consolidados do ano. Quando excluímos os resultados de Petrobras e Vale, receita e EBITDA seguem em linha com nossas projeções (2,2% e -0,6%, respectivamente), mas os lucros apresentaram queda menor, ficando 14,7% abaixo das nossas expectativas. A deterioração das margens é mais perceptível na comparação anual dos desempenhos de receita, EBITDA e lucro (+7,8%, -5,3% e -66,9%, respectivamente, ou +13,4%, +10,6% e -21,9%, respectivamente, desconsiderando Vale e Petrobras). Setorialmente, 9 dos 16 setores acompanhados apresentaram expansão de lucros e 4 apresentaram prejuízo líquido.

Pontos positivos? Os segmentos que se destacaram com uma combinação de performance anual positiva e números acima do esperado foram: **(i) Alimentos e Bebidas** – Ambev se beneficiou do bom desempenho na América Latina e no Canadá. Os frigoríficos se beneficiaram de margens robustas em aves e suínos, além da forte demanda por bovinos, o que ofuscou os preços mais altos do gado no Brasil e nos EUA; **(ii) Educação** – bom controle de custos e despesas em Yduqs e Anima, receita mais forte da operação de ensino à distância na Kroton e no segmento B2G da Cogna por meio da Vasta; **(iii) Pagamentos** – ambiente competitivo mais favorável e movimentos de reprecificação aumentaram a confiança nas projeções; **(iv) Shoppings** – o forte dinamismo de vendas dos trimestres anteriores refletiu a melhora no mix de locatários e maiores taxas de ocupação dos shoppings; **(v) Concessões** – Rumo surpreendeu com crescimento das tarifas médias, e EcoRodovias se beneficiou do resultado das concessões recentemente adicionadas; e **(vi) Construção** – continuidade do bom desempenho do segmento de baixa renda e forte crescimento das vendas líquidas no segmento de média/alta renda, com destaque para a expansão do retorno sobre o patrimônio líquido de Cyrela e Lavvi.

Pontos negativos? Os segmentos que se destacaram negativamente com uma combinação de performance negativa e números abaixo do esperado foram: **(i) Petróleo e Gás** – o preço mais baixo do petróleo e o desempenho da produção afetaram os resultados dos players independentes; para Petrobras, o desempenho ruim em exploração e produção (E&P) e o capex mais alto do que o esperado impactaram os dividendos; **(ii) Geração de Energia** – o setor foi afetado por cortes na geração e por resultados mais fracos nos segmentos de comercialização; **(iii) Saúde** – os hospitais foram impactados pela menor abertura de leitos e pela ocupação média abaixo do esperado. A Hapvida sofreu com o aumento significativo nas provisões, o que mais do que ofuscou a surpresa positiva na sinistralidade. No segmento odontológico, as margens fracas impactaram os resultados; e **(iv) Distribuição de Combustível** – as condições desafiadoras de mercado e o possível aumento da concorrência desleal afetaram o segmento.

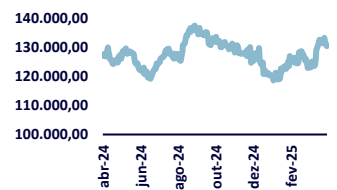
Figura 1: Destaques positivos: Alimentos e Bebidas, Educação, Pagamentos, Shoppings, Concessões e Construção

Resultado vs Expectativa Safrá no 4T24 por Setor				4T24 - Desempenho ano contra ano por Setor			
Setor	Receita Líquida	EBITDA	Lucro Líquido	Setor	Receita Líquida	EBITDA	Lucro Líquido
Concessões	-0,5%	-5,2%	-15,5%	Concessões	9,6%	7,8%	-19,5%
Utilidades básicas	8,6%	-4,3%	3,9%	Utilidades básicas	13,1%	-7,4%	8,9%
Transportes	-2,1%	-2,9%	-20,6%	Transportes	25,2%	24,7%	55,7%
TMT	0,5%	1,6%	8,0%	TMT	7,7%	10,8%	11,8%
Varejo	-0,1%	-7,2%	-18,5%	Varejo	8,7%	18,3%	1068,8%
Petróleo e Gás	-2,4%	-7,8%	-212,0%	Petróleo e Gás	-0,7%	-15,9%	-163,9%
Siderurgia e mineração	0,4%	3,2%	-117,9%	Siderurgia e mineração	-13,2%	-31,5%	-111,1%
Construtoras	-0,8%	-5,3%	-8,6%	Construtoras	28,5%	70,2%	54,5%
Shoppings	1,3%	6,7%	6,6%	Shoppings	27,8%	30,9%	37,6%
Saúde	0,2%	-39,3%	-233,3%	Saúde	7,6%	-26,8%	-351,0%
Serviços Financeiros	1,6%	-3,5%	0,0%	Serviços Financeiros	9,5%	10,0%	21,2%
Industrial	1,2%	0,3%	1,1%	Industrial	29,4%	37,2%	6,4%
Farmácia	-0,2%	-5,6%	-12,8%	Farmácia	9,5%	-17,4%	-25,3%
Alimentos e Bebidas	5,4%	6,9%	-2,6%	Alimentos e Bebidas	25,2%	58,2%	53,7%
Papel e Celulose	7,7%	0,9%	-12,0%	Papel e Celulose	30,9%	35,8%	-232,5%
Educação	0,0%	12,9%	404,4%	Educação	6,7%	67,7%	271,9%
Total	1,3%	-3,2%	-61,1%	Total	7,8%	-5,3%	-66,9%
(Ex Sbsp & Elet)	2,2%	-0,6%	-14,7%	(Ex Sbsp & Elet)	13,4%	10,6%	-21,9%

Fonte: Safrá.

Ibovespa

Preço atual	130.259
Preço-alvo (25e)	141.500
Upside Potencial	6,9%



Cauê Pinheiro

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

Carolina Carneiro

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

Yves Adam, CFA

+55 11 3175 7926
yves.adam@safra.com.br

Luana Nunes

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

Menos resultados positivos no 1T25 e viés neutro. Apesar da piora da expectativa em comparação com a que tínhamos para o 4T24, com queda nos resultados positivos projetados (50,4% no 4T24e vs. 39,7% no 1T25e), esperamos mais resultados neutros (41,5% no 4T24e vs. 47,6% no 1T25e) do que negativos (8,1% no 4T24e vs. 11,9% no 1T25e) no 1T25. As surpresas positivas devem diminuir à medida que a economia arrefecer com o menor impulso fiscal e os juros mais altos afetarem famílias e companhias.

Figura 2. Expectativas no 4T24

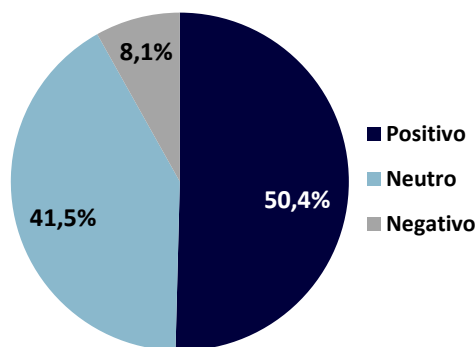
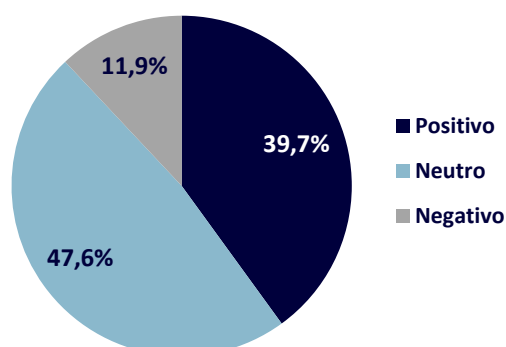


Figura 3. Expectativas para 1T25



Fonte: Safr.

Fonte: Safr.

O que esperar para o 1T25? Projetamos resultados positivos para os seguintes setores: **(i) Construtoras** – esperamos a continuidade dos bons resultados operacionais no segmento de baixa renda; **(ii) Distribuidoras de Combustível** – projetamos melhores perspectivas de ganhos sustentados por preços mais baixos do biodiesel e aumento no preço do diesel. No caso da Raízen, também esperamos diminuição do impacto do clima seco e de incêndios; **(iii) Shoppings** – ainda estimamos que a melhoria no mix de lojas e as altas taxas de ocupação levarão à continuidade do crescimento de vendas a taxas acima da inflação e à redução das despesas imobiliárias, enquanto o IGP-M contribuirá para a expansão nominal das receitas; **(iv) Varejo de Luxo** – esperamos bons resultados advindos das vendas em canais próprios, melhora nos níveis de estoques, minimizando o custo de capital de giro, e aumento na alavancagem operacional; **(v) Petróleo e Gás** – esperamos melhora sequencial dos resultados devido a aumento nos volumes de produção, principalmente para as juniores; e **(vi) Locadoras de Veículos** – acreditamos que a performance das locadoras de veículos será impulsionada pelo aumento das tarifas, tanto no aluguel de carros quanto de frotas, aumentando as margens operacionais. Já para a Vamos, a implementação de projetos com retornos atrativos, incluindo a locação de usados que foram retomados, combinada com um volume mais normalizado de ativos retomados, aumentará as margens operacionais.

Tabela 4: Perspectivas para o 1T25 por setor e por empresa

Setor	Segmentos	Empresas	Ticker	Recomendação	4T24	1T25
Alimentos e Bebidas	Bebidas	Ambev	ABEV3	Venda	Positivo	Neutro
	Frigoríficos	Minerva	BEEF3	Neutro	Positivo	Neutro
	Frigoríficos	JBS	JBSS3	Compra	Positivo	Positivo
	Frigoríficos	BRF	BRF3	Compra	Negativo	Positivo
	Frigoríficos	Marfrig	MRFG3	Compra	Neutro	Neutro
Bens de Capital	Autopeças	Randon	RAPT4	Compra	Neutro	Neutro
	Autopeças	Frasle	FRAS3	Compra	Positivo	Positivo
	Autopeças	Marcopolo	POMO4	Compra	Neutro	Neutro
	Industriais	Weg	WEGE3	Neutro	Negativo	Neutro
	Industriais	Embraer	EMBR3	Compra	Positivo	Positivo
	Outsourcing	GPS	GGPS3	Compra	Negativo	Negativo
Construção	Baixa Renda	Curry	CURY3	Compra	Positivo	Positivo
	Baixa Renda	Direcional	DIRR3	Compra	Positivo	Positivo
	Baixa Renda	Plano & Plano	PLPL3	Compra	Neutro	Neutro
	Baixa Renda	MRV & Co	MRVE3	Neutro	Negativo	Neutro
	Baixa Renda	Tenda	TEND3	Compra	Negativo	Positivo
	Média/Alta Renda	Cyrela	CYRE3	Compra	Positivo	Positivo
	Média/Alta Renda	Lavvi	LAVV3	Compra	Positivo	Neutro
	Média/Alta Renda	Eztec	EZTC3	Neutro	Positivo	Neutro
	Média/Alta Renda	Even	EVEN3	Neutro	Negativo	Neutro
	Média/Alta Renda	Moura Dubeux	MDNE3	Compra	Neutro	Neutro
E-commerce	E-commerce	Mercado Livre	MELI	Compra	Positivo	Positivo
	E-commerce	Magazine Luiza	MGLU3	Compra	Neutro	Neutro
	E-commerce	Grupo Casas Bahia	BHIA3	Venda	Neutro	Neutro
Educação	Educação	Ánima	ANIM3	Compra	Positivo	Positivo
	Educação	Yduqs	YDUQ3	Compra	Positivo	Positivo
	Educação	Cogna	COGN3	Neutro	Neutro	Positivo
	Educação	Vitru	VTRU3	Compra	Neutro	Positivo
Petróleo, gás e petroquímicos	E&P	Petrobras	PETR4	Compra	Negativo	Neutro
	E&P	PRIO	PRIO3	Compra	Neutro	Neutro
	E&P	Brava	BRAV3	Compra	Negativo	Positivo
	E&P	PetroReconcavo	RECV3	Compra	Neutro	Positivo
	Distribuição de Combustível	Vibra	VBRR3	Compra	Negativo	Positivo
	Distribuição de Combustível	Ultrapar	UGPA3	Neutro	Negativo	Positivo
	Distribuição de Combustível	Raizen	RAIZ4	Compra	Neutro	Positivo
	Distribuição de Combustível	Cosan	CSAN3	Compra	Negativo	Positivo
	Petroquímicas	Braskem	BRKM5	Neutro	Negativo	Neutro
Energia Elétricas	Distribuição	Energisa	ENGI11	Compra	Negativo	Neutro
	Distribuição	Equatorial	EQTL3	Compra	Positivo	Positivo
	Geração	Auren	AURE3	Compra	Negativo	Neutro
	Geração	Engie	EGIE3	Neutro	Negativo	Neutro
	Geração	Eneva	ENEV3	Neutro	Negativo	Neutro
	Integrada	Cemig	CMIG4	Neutro	Negativo	Negativo
	Integrada	Copel	CPLE6	Compra	Positivo	Positivo
	Integrada	CPFL	CPFE3	Neutro	Positivo	Neutro
	Integrada	Eletrobras	ELET3	Compra	Neutro	Positivo
	Integrada	Neoenergia	NEO3	Compra	Positivo	Neutro
	Transmissão	Alupar	ALUP11	Neutro	Neutro	Neutro
	Transmissão	CTEEP	TRPL4	Neutro	Neutro	Neutro
	Transmissão	Taesá	TAE11	Venda	Neutro	Neutro
Farmácia	Indústria	Blau	BLAU3	Neutro	Positivo	Positivo
	Indústria	Hypera	HYPE3	Compra	Neutro	Neutro
	Varejo	Pague Menos	PGMN3	Compra	Positivo	Positivo
	Varejo	Raia Drogasil	RADL3	Neutro	Negativo	Negativo
	Varejo	Panvel	PNVL3	Compra	Neutro	Positivo
Papel e Celulose	Papel e Celulose	Suzano	SUZB3	Compra	Positivo	Neutro
	Papel e Celulose	Klabin	KLBN11	Neutro	Neutro	Negativo
	Papel e Celulose	Dexco	DXCO3	Compra	Negativo	Negativo
Saneamento	Saneamento	Copasa	CSMG3	Compra	Negativo	Neutro
	Saneamento	Sabesp	S BSP3	Compra	Positivo	Positivo
	Saneamento	Sanepar	SAPR11	Neutro	Neutro	Neutro
Saúde	Saúde	Rede D'OR	RDOR3	Neutro	Positivo	Positivo
	Saúde	Hapvida	HAPV3	Neutro	Negativo	Positivo
	Saúde	Odontoprev	ODPV3	Neutro	Negativo	Neutro
	Saúde	Fleury	FLRY3	Compra	Neutro	Positivo
	Saúde	Dasa	DASA3	Neutro	Negativo	Neutro
	Saúde	Qualicorp	QUAL3	Neutro	Neutro	Neutro
	Saúde	Mater Dei	MATD3	Neutro	Negativo	Neutro
	Saúde	Oncoclínicas	ONCO3	Venda	Negativo	Neutro
	Saúde	Viveo	VVEO3	Venda	Negativo	Negativo

Fonte: Safrá.
Para recomendações e preços-alvo, por favor consulte nosso [Stock Guide](#).

Tabela 5: Perspectivas para o 1T25 por setor e por empresa

Setor	Segmentos	Empresas	Ticker	Recomendação	4T24	1T25
Serviços Financeiros	Bancos	Itaú	ITUB4	Compra	Positivo	Positivo
	Bancos	Itaúsa	ITSA4	Compra	Neutro	Neutro
	Bancos	Bradesco	BBDC4	Neutro	Negativo	Positivo
	Bancos	Nu Holdings	NU	Neutro	Negativo	Negativo
	Bancos	Banco do Brasil	BBAS3	Neutro	Negativo	Negativo
	Bancos	Santander	SANB11	Neutro	Positivo	Neutro
	Mercado de Capitais	BTG Pactual	BPAC11	Compra	Neutro	Neutro
	Mercado de Capitais	B3	B3SA3	Compra	Negativo	Positivo
	Mercado de Capitais	XP	XP	Neutro	Positivo	Neutro
	Pagamentos	Stone	STNE	Compra	Positivo	Neutro
	Pagamentos	Pagbank	PAGS	Neutro	Positivo	Neutro
	Resseguros	IRB	IRBR3	Neutro	Negativo	Neutro
	Seguros	Porto	PSSA3	Compra	Neutro	Neutro
Seguros	BB Seguridade	BBSE3	Compra	Neutro	Neutro	
Seguros	Caixa Seguridade	CXSE3	Compra	Positivo	Neutro	
Shoppings e Propriedades	Propriedades	Log CP	LOGG3	Compra	Neutro	Neutro
	Shoppings	Allos	ALOS3	Compra	Positivo	Positivo
	Shoppings	Iguatemi	IGTI11	Compra	Positivo	Positivo
	Shoppings	Multiplan	MULT3	Compra	Positivo	Positivo
Siderurgia e Mineração	Mineração	Vale	VALE3	Compra	Positivo	Neutro
	Mineração	Aura	AURA33	Compra	Negativo	Positivo
	Mineração	CSN Mineração	CMIN3	Neutro	Positivo	Negativo
	Mineração	CBA	CBAV3	Compra	Neutro	Negativo
	Siderurgia	Gerdau	GGBR4	Compra	Neutro	Neutro
	Siderurgia	Usiminas	USIM5	Neutro	Positivo	Positivo
Siderurgia	CSN	CSNA3	Venda	Positivo	Negativo	
TMT	Tecnologia	Totvs	TOTS3	Neutro	Positivo	Neutro
	Tecnologia	Locaweb	LWSA3	Compra	Negativo	Neutro
	Telecomunicações	TIM Brasil	TIMS3	Compra	Positivo	Positivo
	Telecomunicações	Telefonica Brasil	VIVT3	Compra	Positivo	Positivo
Transportes	Concessões	CCR	CCRO3	Compra	Neutro	Neutro
	Concessões	Ecorodovias	ECOR3	Compra	Positivo	Neutro
	Concessões	Rumo	RAIL3	Compra	Positivo	Negativo
	Locadoras	Armac	ARML3	Neutro	Negativo	Negativo
	Locadoras	Localiza	RENT3	Compra	Neutro	Positivo
	Locadoras	Movida	MOVI3	Neutro	Positivo	Positivo
	Locadoras	Vamos	VAMO3	Compra	Positivo	Positivo
	Logística	JSL	JSLG3	Compra	Negativo	Neutro
Logística	Simpár	SIMH3	Neutro	Neutro	Positivo	
Varejo Alimentar	Varejo Alimentar	Assaí	ASAI3	Neutro	Positivo	Neutro
	Varejo Alimentar	Carrefour	CRFB3	Neutro	Positivo	Neutro
	Varejo Alimentar	Grupo Mateus	GMAT3	Neutro	Neutro	Neutro
	Varejo Alimentar	GPA Brasil	PCAR3	Venda	Neutro	Neutro
Varejo Geral	Varejo Geral	Smartfit	SMFT3	Compra	Positivo	Positivo
	Varejo Geral	Natura&Co	NTCO	Neutro	Negativo	Negativo
Vestuário, calçados e joias	Luxo Acessível	AZZAS 2154	AZZA3	Compra	Negativo	Positivo
	Luxo Acessível	Vivara	VIVA3	Compra	Positivo	Positivo
	Popular	Lojas Renner	LREN3	Compra	Negativo	Positivo
	Popular	Guararapes	GUAR3	Neutro	Neutro	Neutro
	Popular	C&A	CEAB3	Compra	Positivo	Positivo
	Popular	Grupo SBF	SBFG3	Neutro	Positivo	Neutro
	Popular	Alpargatas	ALPA4	Neutro	Negativo	Negativo

Fonte: Safrá.

 Para recomendações e preços-alvo, por favor consulte nosso [Stock Guide](#).

Tabela 6: Resumo do 4T24 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Alimentos e Bebidas	Ambev	Ambev apresentou resultados acima das expectativas, impulsionados pelo desempenho na América Latina Sul (LAS) e no Canadá, devido à maior receita por hectolitro e uma boa gestão de receitas. Contudo, volumes de Cerveja e NAB Brasil vieram abaixo do esperado, impactados negativamente pelo clima mais chuvoso (que afetou principalmente Cerveja Brasil) e pelo efeito de mix (principalmente em NAB Brasil). Para os próximos períodos, esperamos recuperação do segmento LAS, enquanto a dinâmica de mercado brasileiro não deve mudar significativamente em termos de volumes e preços, uma vez que o ambiente deve continuar altamente competitivo. Além disso, as projeções da companhia (guidance) para 2025 indicam custos de produção por hectolitro mais altos para Cerveja Brasil, porém com um crescimento abaixo do esperado.
	Frigoríficos	Trimestre forte para suínos e aves, com bovinos sendo a surpresa positiva. Os segmentos de aves e suínos registraram margens robustas, impulsionadas pelos preços favoráveis dos grãos, por uma execução sólida e pelo equilíbrio entre oferta e demanda de proteínas. No segmento de bovinos, embora os preços de gado tenham disparado no Brasil e continuado altos nos EUA (por conta da disponibilidade limitada para abates), as margens vieram acima das expectativas devido à demanda forte do mercado doméstico e às exportações. Com isso, os frigoríficos tiveram desempenho sólido. JBS e BRF apresentaram resultados fortes, Marfrig se beneficiou dos resultados positivos da BRF e a Minerva apresentou resultados melhores do que o esperado.
Bens de Capital	Autopeças	Frasle reportou um forte 4T24, em virtude da robusta demanda no mercado de reposição e da demanda externa reprimida devido aos gargalos logísticos no trimestre anterior. A margem EBITDA ajustada atingiu 19,6% (+73 p.b. t/t), impulsionada pela maior diluição de custos, bem como iniciativas de produtividade. Randon reportou um 4T24 neutro, com receita recorde, impulsionada por fortes resultados em todas as divisões, particularmente na Frasle. A forte margem EBITDA da Frasle foi suficiente para compensar o desempenho abaixo do esperado da divisão de Reboques e Autopeças. Por fim, a margem líquida da companhia atingiu 3,6% (+145 p.b.), embora beneficiada por maiores deduções fiscais, resultando em uma alíquota de imposto mais baixa de apenas 2,9%. Marcopolo reportou resultados trimestrais mistos devido a uma queda na margem. A receita da companhia aumentou 30% a/a, impulsionada por fortes entregas e pela depreciação do real. No entanto, a margem EBITDA foi de 17,3%, refletindo uma queda de 282 p.b. t/t, principalmente devido ao recesso de fim de ano da companhia em dezembro.
	Indústria	Weg apresentou resultado ligeiramente negativo no 4T24 devido à queda na margem. A receita ficou em grande parte alinhada com o consenso, apoiada pela integração da Regal e pela valorização do dólar norte-americano em relação ao real brasileiro. Enquanto isso, preços mais altos do cobre e uma piora no mix resultaram em uma margem EBITDA mais fraca de 22,1% (+69 p.b. a/a, mas -50 p.b. t/t). Embraer apresentou bom resultado no 4T24. A receita da companhia aumentou 17% a/a, seguindo o bom desempenho de todas as suas divisões. Margens fortes em suas unidades de defesa e comercial resultaram em margem EBIT ajustada de 11,5% (+226 p.b. a/a).
	Terceirização	GPS apresentou resultado medíocre no 4T24. O desempenho trimestral foi impulsionado pelo crescimento robusto da receita (+43% a/a), principalmente relacionado ao forte desempenho inorgânico, parcialmente compensado por um crescimento orgânico modesto, à medida que a empresa continua ajustando contratos de sua coorte de 2022. Enquanto isso, custos mais altos relacionados a fusões e aquisições e provisões para contingências trabalhistas resultaram em queda de 145 p.b. a/a na margem EBITDA da companhia, para 9,5%.
Construtoras	Baixa Renda	Construtoras de imóveis residenciais de baixa renda mantiveram o dinamismo positivo dos trimestres anteriores. O ambiente favorável para habitação de baixa renda continua se traduzindo em números operacionais animadores para todas as cinco incorporadoras de baixa renda listadas (lançamentos e vendas aumentaram +41% a/a e 30% a/a, respectivamente), impulsionando seus resultados financeiros. Direcional e Cury apresentaram o melhor desempenho, com os níveis de margem bruta mais altos do setor, o que sustentou uma expansão média de 33% no lucro líquido. Apesar da base de comparação mais difícil, Plano&Plano reportou um bom trimestre, impulsionado pelos empreendimentos do programa Pode Entrar, resultando em um sólido retorno sobre o patrimônio líquido de 41%. Tenda apresentou alguns eventos pontuais que pressionaram seu lucro líquido, mas seus resultados recorrentes mantiveram sua trajetória de recuperação. Por outro lado, MRV reportou números abaixo do esperado, refletindo principalmente o desempenho inferior de Resia, ofuscando a melhoria geral da MRV Brasil.
	Média/Alta Renda	As construtoras de imóveis residenciais de média/alta renda também reportaram resultados trimestrais fortes, apesar da deterioração do cenário macroeconômico. As vendas líquidas das companhias sob nossa cobertura cresceram impressionantes 46% a/a, o que impulsionou a expansão da receita de todas elas. Cyrela e Lavvi roubaram a cena com a maior expansão do retorno sobre o patrimônio líquido (~+8 p.p. a/a). Etec também apresentou um trimestre robusto, com níveis de margem bruta mais fortes do que o esperado, o que contribuiu para um crescimento de 53% a/a nos lucros e melhora no retorno sobre o patrimônio líquido para 11% (+3 p.p. a/a). Por fim, Moura Dubeux também reportou um bom trimestre, com expansão de 33% a/a no lucro líquido e retorno sobre o patrimônio líquido de 12%. Finalmente, a Even apresentou resultados mistos. Por um lado, sua DRE ficou aquém das nossas estimativas, refletindo principalmente eventos não recorrentes. No entanto, a empresa apresentou números de fluxo de caixa mais fortes do que o esperado, o que reduziu sua alavancagem financeira para níveis mais saudáveis.

Fonte: Safr.

Tabela 7: Resumo do 4T24 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
E-commerce	E-commerce	<p>No segmento de E-commerce, as vendas de 1P e B&M continuaram sendo negativamente impactadas pelo cenário macroeconômico difícil, apesar dos números positivos de vendas de mesmas lojas registrados no 4T24 graças a uma base de comparação fácil. O valor bruto de mercadorias (GMV) de 3P continuou crescendo, pois as companhias conseguiram melhorar as margens e a geração de caixa nesse trimestre positivo. MELI apresentou uma combinação de forte crescimento de receitas, ganhos de margem EBIT e sólido índice de alavancagem. MGLU entregou resultados trimestrais ligeiramente piores do que o esperado, principalmente no EBITDA (-8% vs. Safr), mas o destaque foi a geração de fluxo de caixa de R\$1,5bi após o capex em 2024 vs. o consumo de caixa de R\$1,7bi em 2023, confirmando o dinamismo positivo dos resultados e a melhora na lucratividade e na dinâmica de fluxo de caixa. Em relação à Casas Bahia, vemos o processo de recuperação dando frutos, pois a companhia manteve seus níveis históricos de margem bruta e EBITDA. No entanto, a queima de caixa continua sendo uma preocupação (-R\$1bi em 2024), além do balanço bastante alavancado, o que representa um desafio para as tentativas da companhia de reverter seu prejuízo líquido. Em relação às perspectivas, MELI deve continuar apresentando o mesmo ritmo sólido de crescimento, ganhos de margem e geração de fluxo de caixa. No entanto, é importante ter em mente que alguma volatilidade de margem de EBIT pode ocorrer em alguns trimestres devido às despesas com provisões para devedores duvidosos e à abertura de novos centros de distribuição, o que é fundamental para sustentar o ritmo excepcional de crescimento da companhia (>30% a/a). Além disso, o 1T25 deve ser melhor para MGLU devido à base de comparação fácil, uma estrutura operacional mais enxuta e melhores dinâmicas de fluxo de caixa. Por fim, monitoraremos de perto a evolução da margem EBITDA e a geração de fluxo de caixa de BHIA.</p>
Educação	Educação	<p>ANIM apresentou resultados decentes, superando nossa estimativa de EBITDA devido à contínua diluição de despesas de vendas, gerais e administrativas e melhoras na PDD. Do lado negativo, a receita foi fraca e a companhia reportou consumo de caixa devido à sazonalidade fraca e aumento no capex. A Yduqs apresentou resultados melhores do que o esperado, e o EBITDA excedeu nossa estimativa devido a custos bem controlados. Além disso, a empresa atingiu sua projeção (guidance) de EPS para o ano fiscal de 2024 e já anunciou R\$150mi em dividendos para 2025. Cogna apresentou resultado misto em um trimestre cheio de itens não recorrentes. A receita foi impulsionada pelo forte desempenho do ensino à distância na Kroton e pela unidade B2G da Vasta. O EBITDA ajustado pelos itens não recorrentes ficou um pouco acima de nossa previsão, mas o LPA ficou abaixo de nossa estimativa. Por fim, Vitru apresentou um trimestre misto, com crescimento de receita abaixo de 3% e pressão na margem EBITDA ajustada, à medida que os custos aumentavam devido a mudanças em sua infraestrutura educacional.</p>
Energia Elétrica	Distribuição	<p>O trimestre refletiu uma tendência de queda na demanda do mercado cativo, em parte devido a uma base forte no 4T23 e à migração contínua de grandes consumidores para o mercado livre. Apesar do ambiente mais fraco para volumes e efeitos não recorrentes, o desempenho operacional permaneceu resiliente. A Equatorial se destacou pela disciplina de custos e melhorou os indicadores de perdas, enquanto a Energisa enfrentou certa pressão na margem, mas todas as companhias reforçaram seu foco em métricas de eficiência e qualidade. A CPFL anunciou boa distribuição de dividendos e continua sendo uma boa aposta defensiva no setor.☑</p>
	Geração	<p>Um trimestre desafiador para as geradoras de energias renováveis devido a eventos de curtailment e resultados mais fracos nos segmentos de comercialização das companhias. Auren e Engie foram as mais impactadas por curtailment, e a Eneva apresentou desempenho ruim no segmento de comercialização. A Eletrobras e outras companhias continuam focadas na comercialização de energia a preços atrativos e na otimização do portfólio de longo prazo. Olhando para o futuro, esperamos que a tendência de alta dos preços de energia ajude os resultados do 1T25.</p>
	Transmissão	<p>No geral, os resultados foram em linha com nossas expectativas, refletindo os fundamentos das companhias. O desempenho da Alupar e da CTEEP vieram conforme o esperado. Taesa sofreu pressão temporária devido à indisponibilidade de linhas, mas continua operando com alta visibilidade de fluxo de caixa e forte histórico de dividendos. No futuro, esperamos que a dinâmica dos resultados continue estável e que o foco das companhias permaneça em seus projetos em andamento.</p>
Farmácia	Farmácia	<p>Varejistas farmacêuticos registraram resultados positivos no trimestre, em uma combinação de bom crescimento de dois dígitos (ritmo similar ao do 3T24) e ganhos de margem EBITDA a/a devido à alavancagem operacional sobre as despesas de vendas, gerais e administrativas. Em relação ao segmento industrial, os números de HYPE foram negativamente impactados por desafios do processo de recuperação devido ao seu foco em melhorar o capital de giro (redução de 50 dias a/a no ciclo de conversão de caixa), o que também deve impactar o crescimento das receitas e as margens no próximo trimestre. No entanto, a mensagem passada na teleconferência de resultados do 4T24 foi positiva, pois a companhia afirmou que suas vendas ao consumidor final (sell-out) devem apresentar o mesmo desempenho do 4T24 (+9,2% a/a), o que representaria um crescimento alinhado ao do mercado. Quanto à Blau, a companhia apresentou um resultado melhor do que o esperado, mas seguimos cautelosos em relação ao nível de margem no médio/longo prazo, apesar do bom dinamismo dos resultados. Em relação às perspectivas, continuamos esperando crescimento saudável para o setor. Porém, o ajuste de preço CMED mais baixo e o maior número de feriados em 2025 em comparação com 2024 representam obstáculos para o ritmo de crescimento e a diluição de despesas.</p>

Fonte: Safr.

Tabela 8: Resumo do 4T24 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Papel e Celulose	Papel e Celulose	Suzano apresentou resultados sólidos no 4T24, enquanto os números de Klabin foram neutros e os de Dexco foram negativos. Os resultados operacionais da Suzano superaram nossas estimativas em 2% devido a maiores embarques de celulose. Ainda observamos uma tendência incerta para os resultados no 1T25, mas notamos que os preços da celulose devem enfraquecer ante o trimestre anterior. Os embarques de celulose são nossa principal dúvida, pois os volumes adicionais do projeto Cerrado contrastam com um aumento nas atividades de manutenção e a pior sazonalidade da demanda. O EBITDA da Klabin ficou 3% abaixo de nossas estimativas devido aos resultados piores do que o esperado da divisão de celulose, que mais do que neutralizaram os resultados mais fortes dos segmentos de papel e embalagens. Os resultados do 1T25 enfraquecerão em virtude da redução dos preços realizados de celulose e dos embarques de papel, que pode mais do que compensar o menor custo caixa total no período. Finalmente, o EBITDA da Dexco ficou 2% abaixo de nossa estimativa devido ao resultados abaixo do esperado em Deca e Revestimentos. Para o 1T25, esperamos números relativamente estáveis em todas as divisões, traduzindo-se em mais um trimestre fraco.
Petróleo, gás e petroquímicos	Distribuição de Combustível	Os resultados operacionais das companhias de distribuição de combustíveis apresentaram uma combinação entre desempenho abaixo de nossas estimativas e queda sequencial. Essa queda no EBITDA ajustado reflete as condições de mercado desafiadoras e um provável aumento na concorrência desleal estimulado por preços mais altos do biodiesel. Os números da Raizen também refletiram essas tendências. No entanto, os resultados mais fortes do que o esperado no segmento de açúcar e etanol resultaram em um EBITDA ajustado ligeiramente acima de nossas estimativas. Para a Cosan, o EBITDA ajustado superou nossa projeção em 10%, principalmente devido à reavaliação do portfólio de terras da Radar. Olhando para o 1T25, projetamos melhores perspectivas de ganhos no segmento de distribuição de combustíveis, sustentados por preços mais baixos do biodiesel e aumento no preço do diesel. Porém, esses ganhos podem ser parcialmente compensados pelo aumento da participação de importadores independentes no fornecimento de diesel no mercado doméstico, o que pode criar um cenário competitivo difícil. No caso da Raizen, também esperamos diminuição do impacto do clima seco e de incêndios.
	E&P	Os lucros das companhias de E&P variaram de negativos a neutros no 4T24. Produtores independentes de petróleo confirmaram a tendência esperada de desempenho operacional mais fraco na comparação trimestral, impulsionado por preços mais baixos do Brent – um fator comum por trás dos resultados moderados. O desempenho da PRIO também foi impactado por custos operacionais mais altos em Peregrino, embora parcialmente compensados por um aumento nas vendas. O EBITDA ajustado da PetroReconcavo refletiu níveis de produção estáveis, mas foi impactado por despesas operacionais mais altas devido ao aumento de falhas em poços. Os resultados operacionais da Brava apresentaram queda acentuada na produção, principalmente devido a uma paralisação da produção em Papa Terra e atrasos no início das operações do FPSO Atlanta. A Petrobras foi a principal companhia a apresentar desempenho abaixo do esperado, ficando 10% aquém da nossa estimativa para EBITDA, principalmente devido a resultados mais fracos do que o esperado no segmento de E&P, parcialmente atenuados pelo desempenho mais forte do que o previsto no segmento downstream. O capex mais alto do que o projetado levou a pagamentos de dividendos mais baixos e impactou negativamente o preço das ações. Olhando para o 1T25, projetamos melhora sequencial nos lucros, sustentada principalmente por um aumento nos volumes de produção.
	Petroquímicas	A Braskem apresentou resultados fracos no 4T24 em todos os segmentos, impactada por menores volumes de vendas, spreads mais apertados e provisões adicionais relacionadas ao evento de Alagoas. Olhando para o 1T25, projetamos melhora sequencial no desempenho operacional, impulsionada por volumes de vendas sazonalmente mais altos e recuperação dos spreads nas operações no Brasil e no México, embora o spread deva apresentar leve queda nos EUA e na Europa.
Saneamento	Água e Esgoto	Sabesp apresentou resultados sólidos no 3T24, impulsionados significativamente por ganhos não recorrentes relacionados à prorrogação de seu contrato de concessão, mas sustentados pelo desempenho sólido de custos. Copasa apresentou resultados ligeiramente abaixo das estimativas, com maiores despesas judiciais pesando sobre o EBITDA, embora os custos administráveis tenham permanecido sob controle. Sanepar se beneficiou de algumas reversões de provisões não recorrentes, o que beneficiou seus resultados, embora as pressões de custos subjacentes continuem sendo uma preocupação.
Saúde	Diagnósticos e outros	A Fleury apresentou resultados neutros à medida que continuou registrando crescimento consistente de receita e ligeira melhora nas margens. As receitas de diagnósticos da DASA foram impulsionadas por volumes, enquanto as margens expandiram na comparação ano a ano. A Qualicorp apresentou um resultado ainda fraco, mas com sinais encorajadores de recuperação. Por fim, a Viveo apresentou números fracos devido ao crescimento brando da receita, pressão nas margens e queima de caixa.
	Hospitais e oncologia	A abertura de leitos operacionais da RDOR ficou abaixo de nossas expectativas e do consenso, e a taxa de ocupação ficou abaixo do esperado. Apesar disso, a fatura diária média cresceu na casa inferior de dois dígitos, resultando em receitas líquidas melhores do que o esperado. A margem bruta ficou aquém de nossa expectativa, principalmente devido ao aumento do custo de pessoal por leito operacional. Os resultados da Mater Dei ficaram abaixo de nossas estimativas de ponta a ponta devido ao número de leitos operacionais abaixo do previsto. Além disso, a Dasa apresentou resultados fracos, já que os números operacionais não impressionaram devido aos custos e às despesas mais altos, enquanto a ONCO teve margens pressionadas, pois a companhia reduziu sua exposição a alguns parceiros com prazos de pagamento mais longos que tinham uma maior participação nas margens brutas.
	Operadores de saúde	Hapvida reportou números mais fracos do que o esperado no 4T24, com aumento significativo nas provisões, apesar da leve surpresa positiva na sinistralidade e da adição líquida de vidas. Na teleconferência, a administração destacou que as provisões relacionadas aos depósitos judiciais no 1T25 estão menores do que no 4T24. Por outro lado, SulAmérica (RDOR3) apresentou sólida melhora na sinistralidade e adições líquidas de vidas (acima de nossa projeção). Daqui para a frente, esperamos melhora contínua na sinistralidade, e aumentos de preços menos agressivos podem possibilitar um aumento ainda maior nas adições líquidas. No segmento odontológico, a Odontoprev apresentou resultados mais fracos do que o esperado devido à margem mais fraca, apesar do crescimento anual razoável devido às adições líquidas sólidas.

Fonte: Safr.

Tabela 9: Resumo do 4T24 setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Serviços Financeiros	Bancos	No geral, os resultados foram neutros, com uma mensagem ligeiramente negativa para 2025. Nu mais uma vez levantou preocupações em relação à sua capacidade de sustentar o ritmo de crescimento do resultado bruto. Itaú apresentou desempenho trimestral sólido, mas anunciou uma projeção (guidance) que foi interpretada como conservadora, enquanto Bradesco elevou o nível em suas projeções. O principal destaque negativo do Banco do Brasil foi a possível redução do percentual de distribuição de dividendos implícito em sua projeção. Santander apresentou forte margem financeira (NII) com clientes, embora estejamos incertos quanto à sua sustentabilidade.
	Mercado de Capitais	O mercado de capitais apresentou resultados neutros, e o principal destaque negativo foi a B3. Embora o segmento de renda variável ainda esteja fraco, o segmento de renda fixa permaneceu sendo o impulsionador da receita no 4T24, o que pode se repetir também no 1T25. BTG se beneficiou de sua diversificação, mas as despesas operacionais acabaram pressionando os resultados. B3 apresentou receitas mais baixas e despesas operacionais mais altas. XP reportou receitas ligeiramente mais altas e aumento das despesas operacionais, o que, em última análise, levou a resultados alinhados com nossas estimativas.
	Pagamentos	Os resultados de ambas as empresas deste segmento superaram nossas estimativas e o consenso. As companhias compartilharam uma mensagem otimista em relação aos movimentos de reprecificação, o que proporcionou maior confiança nas projeções (guidance) anunciadas e melhorou o humor com o setor, que estava negativo. Para Stone, embora a venda da Linx tenha se tornado menos provável, uma potencial otimização de capital (implicando maior distribuição aos acionistas) parece mais provável.
	Seguradoras	As seguradoras registraram resultados mistos. BBSE apresentou resultados alinhados com as estimativas, sem indicação de surpresa nos lucros futuros. PSA não atingiu as altas expectativas apresentadas em sua projeção (guidance), mas ainda enfatizou a tendência consistente e sólida para 2025. CXSE superou ligeiramente nossos números, com forte desempenho nos negócios de cartas de crédito e financiamento imobiliário. Os resultados da IRB foram ofuscados por vários itens não recorrentes, mas a reação das ações no dia seguinte ao da divulgação de seus resultados pareceu excessiva, o que nos levou a atualizar a recomendação da companhia para Neutra.
Shoppings e Propriedades	Propriedades	A Log CP reportou mais uma vez métricas operacionais animadoras, beneficiadas por aluguéis mais altos e menores taxas de vacância. Por outro lado, o ônus financeiro ainda alto da companhia levou a uma contração de 52% a/a no lucro líquido.
	Shoppings	As três operadoras de shoppings listadas mantiveram o forte dinamismo de vendas dos trimestres anteriores, com crescimento médio de 10% a/a, refletindo a melhora no mix de locatários dos shoppings e as maiores taxas de ocupação. O aumento do IGP, índice usado para ajustar as receitas de aluguéis dos shoppings, contribuiu para a expansão da receita de todas as operadoras de shoppings. Além disso, as maiores taxas de ocupação reduziram as despesas imobiliárias, o que, juntamente com as vendas de terrenos (Iguatemi e Multiplan), contribuiu para uma expansão média de 37% do fluxo de caixa proveniente das operações (FFO).
Siderurgia e Mineração	Alumínio	Os resultados operacionais da CBA no 4T24 ficaram 1% acima da nossa estimativa devido aos resultados mais altos na área de Energia, o que preocupou investidores. Esperamos resultados mais baixos no 1T25, à medida que a fraqueza do segmento de Energia mais do que ofuscar o aumento dos resultados de Alumínio, que devem melhorar impulsionados pela elevação dos preços e pelo enfraquecimento do real, o que deve mais do que compensar os custos caixa de mercadorias vendidas mais altos por tonelada. Por outro lado, os resultados do segmento de Energia devem voltar a ser negativos no 1T25 devido à elevação dos custos dos contratos de energia (US\$100/MWh vs. US\$45/MWh em 2024).
	Minério de Ferro	Vale reportou resultados positivos em virtude de dividendos extraordinários, redução de capex e bom equilíbrio de custos, embora a geração de fluxo de caixa livre tenha sido baixa. Os preços das commodities tiveram impacto positivo e esperamos desempenho sólido de custos no 1T25, mas notamos que o primeiro trimestre é sazonalmente mais fraco, pois as chuvas afetam a produção no Brasil. CSN Mineração apresentou números muito fortes em relação à nossa projeção devido a preços realizados mais altos e menores custo caixa das mercadorias vendidas e despesas de vendas, gerais e administrativas por tonelada, mas o capex e a geração de fluxo de caixa livre se destacaram como uma surpresa adversa. Nossa perspectiva negativa para o 1T25 da CSN Mineração deve-se principalmente à contribuição menos positiva dos preços provisórios (que ajudaram os resultados do 4T24), a menores volumes e a custos mais altos.
	Ouro	Os resultados da Aura no 4T24 ficaram 7% abaixo do esperado devido a custos de caixa e despesas mais altos por onça equivalente de ouro (GEO), que mais do que compensaram o preço realizado mais alto. Além disso, a projeção da companhia (guidance) para produção e custos em 2025 foi fraca. Esperamos melhores resultados no 1T25 principalmente devido a preços mais altos do ouro, já que os preços no 1T25 estão 10% acima dos preços realizados no 4T24. No entanto, observamos que a pressão sobre o fluxo de caixa livre deve continuar à medida que o capex de crescimento for usado para concluir o projeto Borborema.
	Siderurgia	Os resultados do setor de aço no Brasil foram mistos, com a CSN liderando e a Gerdau ficando para trás. Os resultados da CSN superaram nossa estimativa em ~20% com um desempenho sólido de custos em Aço e Minério de Ferro, além de preços realizados de minério de ferro acima das nossas expectativas. Um fluxo de caixa livre significativamente negativo mais uma vez ofuscou os números operacionais. Esperamos melhores resultados em Aço no 1T25 em meio a preços realizados e volumes de vendas mais altos, mas não esperamos que seja o suficiente para compensar os resultados fracos do segmento de Mineração. Observamos que a companhia deve continuar apresentando fluxo de caixa livre bastante negativo. Usiminas reportou resultados operacionais melhores do que o esperado devido a um desempenho positivo do custo caixa das mercadorias vendidas e de despesas/t em ambos os segmentos. Esperamos que preços realizados mais altos de aço impulsionem a melhora nos resultados ante o trimestre anterior, enquanto volumes e custos devem permanecer relativamente estáveis. Os resultados de Minério de Ferro devem enfraquecer devido à pior sazonalidade para a produção. Os resultados operacionais da Gerdau ficaram em linha com nossas estimativas, pois números mais fortes do que o esperado na América do Norte e no Brasil foram quase inteiramente ofuscados por números mais fracos do que o esperado na América do Sul e em Aços Especiais. Temos opiniões mistas em relação aos resultados do 1T25. Menos atividades de manutenção aliviarão os custos e levarão a volumes mais altos, mas, por outro lado, os preços no Brasil enfraquecerão e haverá mais pressão sobre o custo de sucata na América do Norte.

Fonte: Safr.

Tabela 10: Resumo do 4T24 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
TMT	Tecnologia	Foi um trimestre misto para as companhias de tecnologia, com a Totvs registrando bons resultados devido, principalmente, à aceleração da receita e aos ganhos de margem em todos os seus negócios. Porém, a LWSA apresentou outro trimestre fraco, novamente impactado por itens não recorrentes.
	Telecom	Tim e Vivo registraram bons resultados e continuaram apresentando crescimento da receita líquida acima da inflação. Apesar de a Tim ter registrado redução da Receita de Serviços Móveis (MSR), o controle de custos levou a ganhos de margem EBITDA. A Vivo registrou bom crescimento no segmento fixo e na Receita de Serviços Móveis (MSR), apesar de itens não recorrentes terem impactado as margens EBITDA, que permaneceram estáveis no trimestre.
Transportes	Infraestrutura	As companhias de infraestrutura apresentaram resultados positivos no 4T24. Rumo apresentou um resultado ligeiramente positivo, estimulado por um aumento de 25% a/a em suas tarifas médias, mas também beneficiado por custos controlados. Por outro lado, as despesas financeiras da Rumo aumentaram 21% a/a, compensando parcialmente a melhoria em seu resultado operacional. A Ecorodovias divulgou um bom resultado, impulsionado por suas concessões recentemente adicionadas e ajudado pelo forte crescimento orgânico do tráfego, enquanto os custos de caixa controlados contribuíram para uma expansão de 12,3% a/a de seu EBITDA. A CCR apresentou resultado neutro em virtude do desempenho operacional ligeiramente positivo, que foi parcialmente ofuscado por despesas não recorrentes.
	Locadoras	As companhias de locação reportaram resultados mistos no 4T24. Localiza reportou resultado neutro, com o aumento nas tarifas sendo parcialmente compensado por volumes mais baixos em seu segmento de locação de veículos. Movida reportou um resultado positivo devido ao bom desempenho de sua divisão de frotas e à melhoria significativa no resultado de seu segmento de locação de veículos. Além disso, o lucro líquido da Movida foi beneficiado pelo menor crescimento na depreciação de veículos, explicado, principalmente, pelo reajuste no valor da frota de veículos locados no 4T23. Vamos reportou resultado positivo devido ao desempenho sólido em seu segmento de locação, embora a companhia ainda esteja sofrendo com os efeitos do alto nível de retomada de ativos. Por fim, Armac reportou resultado negativo devido ao aumento da participação de contratos de longo prazo em suas receitas totais, o que reduz a margem EBITDA consolidada da companhia.
	Logística	Companhias de logística apresentaram desempenho misto no 4T24. JSL apresentou um resultado ligeiramente negativo devido ao impacto da inflação nos custos de insumos, que, juntamente com as maiores despesas decorrentes da implementação de novos projetos, contribuíram para uma margem operacional mais fraca. Simpar reportou um resultado neutro no 4T24, com os bons desempenhos da Movida e da Vamos sendo ofuscados pelo resultado ligeiramente negativo da JSL, enquanto o lucro líquido da companhia ainda foi pressionado por maiores despesas financeiras.
Varejo Alimentar	Varejo Alimentar	O trimestre foi marcado pela inflação de alimentos mais alta, o que resultou em desempenho positivo de vendas de mesmas lojas, embora em um ritmo mais lento para todos os players, o que se traduziu em volumes mais baixos. No entanto, vale notar que as vendas parceladas (até 3 parcelas), que levaram a um crescimento de vendas de mesmas lojas de +6,3% a/a no formato C&C do CRFB (Atacadão) vs. +4,4% para ASAI, continuaram gerando forte consumo de caixa e pressionando as despesas financeiras do CRFB. GMAT apresentou o pior resultado em termos de crescimento (+2% nas vendas de mesmas lojas) pela terceira vez desde o 4T21. No entanto, a lucratividade continua melhorando após atingir um ponto de inflexão no 3T24 e a alavancagem segue em nível saudável. Para ASAI, a expansão geográfica (novas lojas e/ou conversões de lojas) continua sustentando o bom crescimento das receitas. Monitoraremos o crescimento de vendas de mesmas lojas, a evolução da margem EBITDA e a alavancagem nos próximos trimestres. As margens do CRFB, especificamente, continuaram sendo negativamente afetadas pela integração do Grupo BIG. Em relação às perspectivas, não esperamos grandes mudanças no cenário, mas seguiremos observando: (i) os planos de desalavancagem de ASAI (relação dívida líquida/EBITDA de 3,1x no 4T24A vs. 2,8x em 2025E); (ii) o processo de fechamento de capital de CRFB, que deve ocorrer sem surpresas; (iii) a evolução da recuperação de PCAR; e (iv) o impacto das vendas parceladas nas vendas de mesmas lojas, no lucro líquido e no fluxo de caixa (vale notar que apenas o Atacadão está atualmente oferecendo esse tipo de pagamento; ASAI e GMAT não pretendem oferecê-lo). Esperamos também que o início do 1T25 seja negativo para vendas de mesmas lojas devido aos seguintes fatores: (i) ausência do efeito das vendas da Páscoa (a Páscoa será em abril em 2025 vs. março em 2024); e (ii) 1 dia a menos (ou redução de 1% das vendas) em fevereiro de 2025 (28 dias) ante fevereiro de 2024 (29 dias), apesar da aceleração da inflação de alimentos.

Fonte: Safr.

Tabela 11: Resumo do 4T24 por setor e por empresa

Setores	Segmentos	Comentários
Varejo Geral	Varejo Geral	<p>A Smart Fit manteve a tendência atual e apresentou outro conjunto de resultados fortes e consistentes. A expansão da receita de 36% a/a destaca a assertividade da companhia em relação aos preços, a execução do seu plano de expansão e sua capacidade de retenção de clientes. Além disso, a companhia continuou aumentando a lucratividade (a margem EBITDA aumentou +230bps a/a) apesar do ritmo agressivo de abertura de novas academias. As academias abertas em anos anteriores continuaram sendo o destaque: aquelas abertas em 2022 registraram margem bruta de 54% e as abertas em 2023 já atingiram 51%. Em relação à Natura, o 4T24 foi um trimestre negativo, pois a companhia continuou sendo fortemente impactada por custos de transformação "não recorrentes", despesas operacionais maiores do que o esperado e despesas relacionadas à Avon International. No geral, os custos de transformação "não recorrentes" tiveram impacto de R\$260mi na lucratividade, enquanto outras despesas não recorrentes relacionadas ao processo de recuperação (Chapter 11) da API atingiram R\$559mi, resultando em prejuízo líquido de -R\$324mi no trimestre. O lado positivo foi a marca Natura na América Latina, que apresentou sólido crescimento de 24% a/a em moeda constante, embora tenha sido ofuscado pelo aumento das despesas operacionais e dos custos de transformação, cuja magnitude em 2025 deve ser semelhante à de 2024.</p>
Vestuário, Calçados e Jóias	Luxo acessível	<p>O crescimento nas vendas de luxo acessível acelerou e se manteve na casa dos dois dígitos no trimestre. Vivara registrou um conjunto de resultados sólidos, que ficaram ligeiramente acima das expectativas, e a companhia continuou alcançando melhorias excepcionais em comparação com o 4T23. As receitas cresceram em dois dígitos impulsionadas pelo aumento de ~40% a/a nas receitas da Life, que continuaram apresentando ótimo desempenho. Além disso, Vivara superou em 130 p.b. nossa estimativa de EBITDA devido a ganhos de eficiência nas despesas de vendas, gerais e administrativas. Um ponto de atenção no 4T24 foi o alto nível de estoques, mas a administração manifestou seu compromisso em reduzir essa rubrica (em números de dias) até o fim de 2025. Para AZZAS, o resultado negativo no 4T24 foi explicado pela pressão significativa na lucratividade devido às tentativas de normalização de estoques e à fusão com a SOMA, que levaram a prejuízos substanciais nos lucros e no EBITDA contábeis. Devido a esses efeitos, a margem EBITDA ajustada contraiu 140 p.b. a/a, o EBITDA contábil atingiu -R\$46mi e o prejuízo líquido contábil ficou em -R\$68mi. O lado positivo do trimestre foi o desempenho das receitas, pois a companhia continuou registrando crescimento de dois dígitos na maioria das unidades de negócios. Olhando para o futuro, 2025 começou com bons números de vendas ao canal de distribuição (sell-in), e a companhia projeta aumento na eficiência e na alavancagem operacional à medida que 2025 avançar.</p>
	Popular	<p>Vestuário Popular: No 4T24, a C&A foi a única companhia de vestuário popular a apresentar resultado positivo, sólido e sem ressalvas, enquanto a Guararapes decepcionou devido à lucratividade da Midway e as despesas mais altas do que o esperado com participação nos lucros da Renner resultaram em forte decepção em relação às nossas estimativas. A C&A ficou na frente de seus pares em crescimento de vendas de mesmas lojas (+14,4% a/a), seguida por Guararapes (+13,9% a/a) e Lojas Renner (+8,9% a/a). Em relação às margens, C&A e Guararapes continuaram entregando expansão de margem e implementando suas iniciativas para: (i) melhorar o mix de Fashiontronics, no caso da C&A (a margem bruta aumentou +170 p.b. a/a); e (ii) aumentar a eficiência da planta, no caso da Guararapes (a margem bruta aumentou +130bps a/a). A lucratividade da Renner decepcionou devido a despesas maiores do que o esperado impulsionadas pelo programa de participação nos lucros da companhia (margem bruta estável, redução na margem EBITDA de -140bps a/a). Nas divisões de serviços financeiros, todas as companhias reportaram crescimento de receita estável ou negativo ante o ano anterior, pois os varejistas de vestuário estão tentando manter uma abordagem de crédito mais conservadora devido ao cenário macroeconômico atual. Portanto, enquanto C&A Pay e Realize registraram melhora na lucratividade ante o ano anterior, Midway apresentou grande contração de margem EBITDA de 4,3 p.p. a/a devido a um aumento de 23% a/a nas despesas operacionais.</p> <p>Calçados Populares: Alpargatas apresentou desempenho decepcionante no 4T24 e tendências semelhantes às vistas nos trimestres anteriores. As receitas da divisão doméstica continuaram se recuperando consistentemente, mas a divisão internacional ainda pesou sobre volumes e lucratividade. Os volumes domésticos cresceram 5% a/a, embora parcialmente afetados por despesas de marketing mais altas, e as despesas de vendas, gerais e administrativas superaram nossa projeção em 3,6%. Os volumes internacionais diminuíram 15% a/a e o EBITDA internacional atingiu -R\$60mi (excluindo baixas contábeis). Além disso, as baixas contábeis também tiveram um impacto negativo maior do que o esperado na Alpargatas no trimestre, o que comprometeu o EBITDA consolidado em ~R\$165mi, embora a administração tenha destacado que os estoques finalmente se normalizaram em 2025. Em relação ao Grupo SBF, a companhia apresentou resultado neutro, em linha com nossas expectativas de modo geral, mas também entregou uma surpresa positiva na geração de caixa. Conforme o esperado, as vendas vieram estáveis ante o ano anterior, mas a margem bruta expandiu sólidos 190 p.b. devido ao melhor mix de produtos da Centauro e à maior lucratividade da Fisia nos canais diretos ao consumidor. A margem EBITDA ficou ligeiramente abaixo das expectativas, mas isso foi compensado por um crédito tributário positivo no lucro líquido. O destaque do 4T24 foi a forte geração de caixa de R\$231mi, que reduziu a relação dívida líquida/EBITDA da SBF para 0,4x.</p>

DECLARAÇÕES GERAIS

1. Este relatório foi preparado e distribuído por Safra 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 Safra Corretora e/ou ao Banco Safra. Considerando que as opiniões pessoais dos analistas de investimentos podem divergir, a Safra Corretora e/ou o Banco Safra 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 Safra Corretora, sendo parte desta proveniente das atividades relacionadas ao banco de investimento. Desta forma, assim como a remuneração de todos os colaboradores da Safra 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:

Agropecuária Maggi Ltda., Águas do Rio 1 SPE S.A., Águas do Rio 4 SPE S.A., Alfa Holdings S.A., Alianza Trust Renda Imobiliária FII - 7ª 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., Ártemis FII - 1ª Emissão, Ártemis FII - 2ª Emissão, ARX Dover Recebíveis FII - 3ª Emissão, Atacadão S.A., 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, Banco CNH Industrial Capital S.A., BB Premium Malls FII - 1ª Emissão, Bocaina Infra FIC FI Infra RF CP - 5ª 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 RF CP - 4ª Emissão, BTG Pactual Shoppings FII - 2ª Emissão, Cantu Store S.A., Canuma Multiestratégia FII - 4ª Emissão, Capitânia FIC FI Infra RF CP - 6ª Emissão, 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 Agropecuária S.A., Cia Energética de São Paulo – CESP, Cloudwalk Instituição de Pagamento e Serviços Ltda., 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, 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., CPV Energia FII Responsabilidade Limitada - 1ª Emissão, CPV Energia FII Responsabilidade Limitada - 2ª 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, Drys FIC FI Infra RF - 1ª Emissão, EDP São Paulo Distribuição de Energia S.A., 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., Equatorial Goiás Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Participações e Investimentos IV S.A., ETF Buena Vista Neos Bitcoin High Income - 1ª Emissão, ETF Buena Vista Neos Russell 2000 High Income - 1ª Emissão, ETF II Buena Vista, ETF Investo Bitcoin, ETF Investo Renda Fixa, 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 - 2ª Emissão, Fazenda Pioneira Empreendimentos Agrícolas S.A., FI Infra Safr Asset, 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., FIP Fator Invisto Income Interest - 1ª Emissão, FIP Fator Invisto Total Return Interest - 1ª Emissão, Foom URE - BA Ambiental, Forma Certa Soluções Gráficas Ltda., Frigol S.A., Fundo de Fundos de Investimento Imobiliário Kinea FII - 4ª Emissão, Gestora de Inteligência de Crédito S.A., GLP Capital Partners Gestão de Recursos e Administração Imobiliária Ltda., Greenwich Agro FIAGRO - 2ª Emissão, Greenwich Agro FIAGRO, Guardian Real Estate FII - 6ª Emissão, Hedge Brasil Logístico Industrial FII - 1ª Emissão, Hedge Brasil Logístico Industrial FII - 2ª Emissão, Hedge Brasil Logístico Industrial FII - 5ª Emissão, Hedge Recebíveis - 6ª Emissão, HSI Ativos Financeiros FII - 2ª 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 Infra FIC Renda Fixa - 3ª Emissão, Inter Infra FICF 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, 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 - 3ª Emissão, JSL S.A., Karoon

Petróleo e Gás Ltda, Kinea Agro Income USD FIAGRO - 1ª Emissão, Kinea High Yield CRI FII - 6ª Emissão, Kinea Renda Imobiliária FII - 8ª Emissão, Kinea Rendimentos Imobiliários - 10ª Emissão, Kinea Rendimentos Imobiliários - 11ª 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 - 6ª Emissão, LOGCP Inter FII - 4ª Emissão, Lojas Belian Moda Ltda., LUCCA INCORPORACOES E PARTICIPACOES S.A., LWART Soluções Ambientais, Maha Energy Finance S.A., Manati Capital Hedge Fund FII - 5ª Emissão, Marfrig Global Foods S.A., Mauá Capital Real Estate FII - 3ª Emissão, Maxi Renda FII - 10ª Emissão, Minas Mineração Ltda., MRV Engenharia e Participação S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Navi Infra FIP IE - 1ª Emissão, Neoenergia Distribuição Brasília, Newport Logística FII - 3ª Emissão, Nex Crédito Fiagro Imobiliário - 2ª Emissão, Nu Infra FIC Infra RF CP - 2ª 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, Orizon Valorização de Resíduos S.A., Oryx Bonds Conversíveis EUA ETF, Parshop Participações Ltda., Patria Crédito Infra Renda FIC FI-Infra - 1ª Emissão, Patria Recebíveis Imobiliários FII - 10ª Emissão, Patria Recebíveis Imobiliários FII - 10ª Emissão, Patria Renda Urbana FII RL Unica - 5ª Emissão, Paulista Praia Hotel S.A., PetroReconcavo S.A., Plano & Plano Desenvolvimento Imbrl S.A., Portoseg S/A Crédito, Financiamento e Investimento, Quartzo Real Estate Development Mult FII - 1ª Emissão, Randon S. A. Implementos e Participações, RB Capital Infraestrutura FIC FI-Infra - 1ª Emissão, RBR Crédito Imobiliário Estruturado - 7ª Emissão, RBR Plus Multiestratégia Real Estate FII - 4ª Emissão, REC Cajamar IV Participações S.A., Rec Master CRI FII - 1ª Emissão, 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, Riza Terrax FII - 4ª Emissão, Rumo Malha Paulista S.A., Santos Brasil Participações S.A., Seara Alimentos Ltda., SLC Agrícola S.A., SLC Máquinas Ltda., Smart Real Estate FII - 2ª Emissão, Sociedade Beneficente Israelita Hospital Albert Einstein, Sparta FIAGRO - 3ª Emissão, Sparta FIAGRO - 4ª Emissão, Sparta Infra CDI FICFI Inc de Inv Infra RF - 6ª Emissão, Sparta Infra CDI FICFI Infra RF CP - 5ª Emissão, Sparta Infra CDI FICFI Infra RF CP, Speciale Real Estate FII - 2ª Emissão, Stonex MB Crédito Agro FIAGRO - 2ª Emissão, Suno Energias Limpas - 3ª Emissão, Tanac S.A., Tekno S.A. Indústria e Comércio, Tenax RFA Incentivado - 1ª Emissão, TG Ativo Real - 13ª emissão, TG Renda Urbana FII - 1ª Emissão, Tigre S.A. Participações, TJK Renda Imobiliária FII - 2ª Emissão, Travelex Issuerco 2 PLC, Triple Play Brasil Participações S.A., TRX Hedge Fund FII - 1ª Emissão, TRX Real Estate FII - 10ª Emissão, Usina Lins Agroindustrial S.A., Usina Vale do Tijuco, Vale S.A., Valora CRI CDI FII - 7ª Emissão, Valora CRI CDI FII - 8ª Emissão, Valora CRI CDI FII - 9ª Emissão, Valora Debêntures INC FIC FI-Infra - 1ª Emissão, Valora Renda Imobiliária FII - 1ª Emissão, VBI Prime Properties FII, VBI Real Estate Gestão de Carteiras S.A., Vectis Gestão de Recursos Ltda., Vectis Securities FII - 1ª Emissão, Vera Cruz Agropecuária Ltda, Vera Cruz CRI Residencial High Grade - 1ª Emissão, Vero, Viação Piracicabana S.A., Vicunha, WHG Real Estate - 3ª Emissão, XP Infra II FIP-IE - 5ª Emissão, XP Malls FII - 11ª Emissão, YVY Capital FIC Infra RF - 1ª Emissão, Zagros Multiestratégia FII - 2ª Emissão, Zamp S.A.