CARTEIRA DE CRÉDITO PRIVADO

INTRODUÇÃO E OBJETIVO

Os títulos de crédito privado podem ser opções interessantes de investimento em renda fixa, seja acompanhando a taxa básica de juros ou oferecendo alternativas de proteção à inflação. No caso da seleção de ativos contida neste relatório, combina-se as taxas atrativas com a atualização monetária do principal através do IPCA e CDI.

O presente material busca apresentar ao leitor opções de ativos de crédito privado (debêntures, CRAs ou CRIs) com relações risco-retorno atraentes e isentos de imposto de renda para pessoas físicas, levando em consideração o risco de crédito das empresas no atual momento da seleção, *rating* externo e nível de liquidez no mercado secundário.

A estratégia pretendida é a de aproveitar a remuneração dos títulos até os respectivos vencimentos. Os próximos relatórios não irão necessariamente anular ou atualizar as indicações anteriores e os títulos podem ser adquiridos individualmente ou em conjunto - essa decisão é do investidor.

ATIVOS SELECIONADOS PARA A 4ª E 5ª SEMANA DE JUL/25

A diversificação permite aproveitar oportunidades nos diferentes tipos de investimentos, com equilíbrio de risco de acordo com o perfil, ou seja, amplia a possibilidade de obter retornos mais atrativos, além de reduzir o risco total do portfólio.

Incentivados CDI (CRIs e CRAs)

Emissor / devedor	Tipo e Código*	Alíquota IR	Indexador	Pagto. Cupom	Vencimento	*Rating* emissão	Público alvo
São Martinho	CRA – CRA024004H7	Isento	% CDI	Abr/Out	Abr/29	AAA	IQ

Incentivados Prefixados/IPCA+ (Debêntures, CRIs e CRAs)

Emissor / devedor	Tipo e Código*	Alíquota IR	Indexador	Pagto. Cupom	Vencimento	*Rating* emissão	Público alvo
Vtal	Debênture - BTEL13	Isento	PRÉ	Abr/Out	Abr/32	AA+	IQ
Vale	Debênture – VALEB0	Isento	IPCA+	Abr/Out	Out/36	AAA	PG
PRIO	Debênture – PEJA13	Isento	PRÉ	Abr/Out	Abr/29	AAA	IQ
CPFL	Debênture – EEELA0	Isento	IPCA +	Abr/Out	Dez/33	AAA	PG
Ecorodovias	Debênture - ERDVA4	Isento	IPCA +	Jun/Dez	Jun/31	AAA	IQ

Obs: Detalhamento das características dos ativos nas próximas páginas.
*O código das debêntures é o *ticker*; o código dos CRI e CRA é o definido pela securitizadora.

SÃO MARTINHO CRA024004H7

DESCRIÇÃO

a São Martinho é a quarta maior empresa brasileira do setor sucroenergético em volume de moagem, com capacidade de 24,5 milhões de toneladas de cana por safra. Seus negócios abrangem produção e comercialização de açúcar (52% da receita líquida na Safra 2023/24), etanol (39% da RL), energia elétrica (3%) e demais derivados da cana-de-açúcar ou do milho (2%). Possui quatro usinas em operação: São Martinho (SP), Iracema (SP), Santa Cruz (SP) e Boa Vista (GO) usina 100% dedicada à produção de etanol (através de cana ou milho) e cogeração de energia. Os últimos resultados da empresa foram direcionados pelos elevados preços de açúcar e pelo mercado doméstico de etanol pouco atrativo, com as cotações nas Safras 2023/24 e 2024/25 inferiores ao apurado nas duas safras anteriores. Em razão dos investimentos realizados nas plantas de etanol de milho e biometano nessa conjuntura desfavorável para o etanol e de juros domésticos elevados, a São Martinho apresentou crescimento recente no endividamento, com a relação Dívida líquida/Ebitda ajs. avançando de 1,1x em mar/24 para 1,4x em dez/24. Apesar do aumento, o indicador segue controlado, o cronograma de amortizações é alongado e a empresa possui liquidez confortável.

PONTOS FORTES

(i) Elevada capacidade de produção e custo-caixa inferior aos pares do setor; (ii) rentabilidade e níveis de produtividade agrícola acima da média do mercado; (iii) endividamento controlado, com cronograma de amortizações confortável.

PONTOS DE ATENÇÃO

(i) Volatilidade dos preços de commodities (açúcar e etanol) e da taxa de câmbio; (ii) mudanças nas tendências de consumo e comportamento da oferta; (iii) execução de projetos.

DADOS OPERACIONAIS, FINANCEIROS E INDICADORES (R$ milhões, exceto quando especificado)

INDICADORES	2021/22	2022/23	2023/24	3T25 udm
Receita líquida	5,7	6,6	6,8	7,8
Ebitda Ajustado	3,1	3,3	3,0	3,8
Margem Ebitda	55%	51%	45%	49%
Lucro Líquido	1,4	1,0	1,4	1,0
Dívida líq./Ebitda ajs.	0,9	1,0	1,1	1,3

Fonte: São Martinho e Santander

VTAL BTEL13

DESCRIÇÃO

V.tal é uma prestadora de serviços de internet de fibra ótica, com foco de atuação em operação de redes neutras (ou redes compartilhadas), que consiste no aluguel de infraestrutura de fibra para diferentes provedores de telecomunicações, detendo a maior infraestrutura digital neutra no país (502 mil km de fibra). A empresa surgiu em 2022 a partir do desmembramento da rede da Oi e da combinação com a GlobeNet e, atualmente, seu grupo de controle é composto pelo BTG Pactual, pelo fundo canadense CPP Investments e pelo fundo soberano de Singapura. Também possui outras duas unidades de negócios, presentes na mesma estrutura societária, mas operacionalmente independentes: (i) Tecto: veículo focado em desenvolvimento e operação de data centers; e (ii) Nio: provedora de internet de fibra ótica (antiga Oi Fibra), adquirida em mar/25.

PONTOS FORTES

(i) Maior infraestrutura de fibra ótica para rede neutra no Brasil; (ii) tecnologia de estado da arte na transmissão de dados; (iii) sólida capacidade financeira do grupo de controle; e (iv) baixa alavancagem.

PONTOS DE ATENÇÃO

(i) Potencial conflito de interesses entre a V.tal e a Nio (antiga Oi Fibra), atualmente pertencentes ao mesmo grupo; (ii) integração de aquisição; (iii) endividamento atual concentrado no curto prazo; (iv) setor intensivo em capital; e (v) ambiente competitivo acirrado.

DADOS OPERACIONAIS, FINANCEIROS E INDICADORES (R$ milhões, exceto quando especificado)

INDICADORES	2022	2023	2024
Receita líquida	5.120	5.823	7.751
Ebitda	2.551	3.325	4.265
Margem Ebitda	50%	57%	55%
Dívida líq./Ebitda	-0,6x	0,1x	0,0x

Fonte: Vtal e Santander

VALE VALEB0

DESCRIÇÃO

Vale é uma das maiores produtoras de minério de ferro, pelotas e níquel do mundo. Detém operações de exploração mineral em seis países, além de operar grandes sistemas logísticos, incluindo ferrovias, terminais marítimos e portos. Foi constituída em 1943 sob a forma de sociedade de economia mista e foi privatizada em 1997, sendo atualmente uma "corporation" (isto é, sem controlador definido). Possui duas principais frentes de atuação: (i) Soluções de Minério de Ferro (84% da receita líquida nos últimos 12 meses encerrados em set/24); e (ii) Metais para Transição Energética (16% da RL), unidade que compreende a produção de minerais não ferrosos, incluindo as operações de níquel (coprodutos e subprodutos) e cobre. Nos últimos anos, observou-se redução nos preços realizados de minério de ferro em razão da desaceleração da economia chinesa e da crise imobiliária naquele país - cujos efeitos foram mitigados pelo seu baixo custo de produção.

PONTOS FORTES

(i) Reservas abundantes, escala e baixo custo de produção; (ii) histórico de geração de caixa operacional robusta e baixa alavancagem; e (iii) acordos de reparação dos rompimentos de Mariana e Brumadinho endereçados.

PONTOS DE ATENÇÃO

(i) Exposição à volatilidade do câmbio e preços de commodities (principalmente minério de ferro); (ii) dependência considerável do mercado importador chinês (52% da receita); e (iii) riscos socioambientais relacionados às barragens de rejeitos.

DADOS OPERACIONAIS, FINANCEIROS E INDICADORES (R$ milhões, exceto quando especificado)

INDICADORES	2021	2022	2023	3T24 udm
Receita líquida	293,5	226,5	208,1	211,1
Ebitda ajs.	165,7	105,9	87,0	96,1
Margem Ebitda	56%	47%	42%	45%
Lucro Líquido	121,2	95,9	39,9	48,3
Dívida líq./Ebitda ajs. (x)	0,0	0,2	0,5	0,5

Fonte: Vale e Santander

PRIO PEJA13

DESCRIÇÃO

A PRIO (antiga PetroRio) é a maior produtora brasileira independente de petróleo e gás em volume. Sua estratégia de atuação foca na aquisição e recuperação de campos de produção *offshore* maduros de outras empresas do setor, implementando iniciativas para aumento de produção desses ativos e redução dos custos de extração (*lifting costs*). As operações são concentradas na Bacia de Campos (RJ), nos campos Polvo/Tubarão Martelo, Albacora Leste, Frade/Wahoo e Peregrino, detendo reservas provadas de 668 milhões de barris (bbl) em 2024. O elevado volume de produção, os projetos de interligação de campos e o próprio modelo de negócios fornecem à PRIO estrutura de custos competitiva, o que tende a mitigar o impacto da volatilidade das cotações de petróleo na sua saúde financeira. Dada a aquisição de novos ativos, o *capex* da empresa foi superior à geração de caixa operacional nos últimos exercícios, pois os novos campos ainda são menos eficientes que o restante do portfólio. Foi anunciado em mai/25 a aquisição da participação remanescente de Peregrino por US$ 3,35 bilhões. É esperado que a transação seja concluída entre o fim de 2025 e meados de 2026 e que a companhia acesse novamente o mercado de crédito para financiar o investimento e refinanciar os vencimentos de dívidas previstos para 2026 e 2027.

.PONTOS FORTES

(i) Histórico bem-sucedido de recuperação de ativos maduros; (ii) estrutura de custos competitiva; (iii) elevada vida útil das reservas; e (iv) baixo endividamento e liquidez confortável.

.

PONTOS DE ATENÇÃO

(i) Perspectivas de aumento da dívida mediante aquisição de novos ativos; (ii) exposição à volatilidade cambial e de preços de petróleo; e (iii) riscos de execução, ambientais e regulatórios.

DADOS OPERACIONAIS, FINANCEIROS E INDICADORES (R$ bilhões, exceto quando especificado)

INDICADORES	2022	2023	2024	1T25 udm[1]
Receita líquida	6,4	11,9	14,4	15,6
Ebitda ajs.	4,5	9,0	9,1	9,4
Margem Ebitda ajs.	71%	75%	63%	60%
Dívida líquida/Ebitda ajs.	-0,4x	0,6x	1,7x	1,6x
Covenant	2,5x	2,5x	2,5x	2,5x

[1]1T25 udm se refere aos últimos 12 meses encerrados em mar/25. Fonte: Prio e Credit Research Santander.

CPFL ENERGIA EEELA0

DESCRIÇÃO

A CPFL é uma *holding* do setor de energia, destacando-se principalmente no segmento de Distribuição, que representou 74% da receita líquida em 2024. A empresa é uma das maiores operadoras brasileiras nessa área, com 13% de *market share*, atendendo cerca de 10,7 milhões de clientes por meio de quatro concessionárias em 687 municípios, principalmente nos estados de São Paulo e Rio Grande do Sul. Além disso, a CPFL atua em outras áreas: (i) Geração (12% da receita líquida), com uma capacidade instalada de 4,2 GW; (ii) Transmissão (3% da RL), com 6 mil km de linhas que geram R$ 1 bilhão de RAP (Receita Anual Permitida); e (iii) Comercialização, Serviços e Outros (11%). É controlada pela State Grid Corporation of China, responsável pela maior parte da operação da rede elétrica do país asiático. A empresa está executando um plano de investimentos significativo, com R$ 29,8 bilhões previstos entre 2025 e 2029, focado principalmente na expansão e modernização da rede de distribuição.

PONTOS FORTES

(i) Escala das operações; (ii) diversificação de concessões, o que dilui riscos operacionais e regulatórios; (iii) bons indicadores de qualidade (DEC e FEC), de acordo com parâmetros regulatórios; e (iv) estabilidade e previsibilidade de geração de caixa.

PONTOS DE ATENÇÃO

(i) Execução de projetos; (ii) condições para renovação ou aquisição de novas concessões (está previsto para 2027 e 2028 o vencimento de três concessões que somam ~60% do EBITDA do grupo); (iii) riscos regulatórios; e (iv) riscos de refinanciamento.

DADOS OPERACIONAIS, FINANCEIROS E INDICADORES (R$ bilhões, exceto quando especificado)

INDICADORES	2021	2022	2023	2024
Receita líquida[1]	35,9	34,0	34,8	37,0
Ebitda ajs.	9,2	12,3	12,8	13,1
Margem Ebitda ajs.	26%	36%	37%	35%
Dívida líquida ajs./Ebitda ajs[2]	2,1x	1,9x	1,9x	2,1x
Covenant	3,75x	3,75x	3,75x	3,75x

[1]Exclui as receitas de construção. [2]Os *covenants* consideram a participação da CPFL Energia nos projetos de geração. Fonte: CPFL Energia e Credit Research Santander.

ECORODOVIAS ERDVA4

DESCRIÇÃO

A EcoRodovias é uma companhia de infraestrutura com foco na gestão e operação de concessões rodoviárias, sendo a maior operadora de concessões do país em quilômetros administrados: são mais de 4.700 km, distribuídos por regiões que representam os principais corredores econômicos nacionais. Seu portfólio atual mescla cinco concessões maduras, cujos investimentos são concentrados em manutenção, com seis ativos em expansão, fase em que é exigido maior *capex*. O prazo médio remanescente é de 18 anos e os contratos permitem repasses anuais da inflação às tarifas. A empresa também possui um ativo portuário localizado no Porto de Santos (Ecoporto) e um ativo logístico (Ecopátio), que ajuda a organizar o fluxo de entrada para o porto. Dado o cronograma de investimentos significativos para os próximos anos, é esperado que os indicadores de crédito da empresa continuem pressionados, com prováveis novas emissões de dívidas para fazer frente aos próximos vencimentos. Mesmo assim, a EcoRodovias deverá continuar ativa em leilões, e, caso novas concessões sejam adquiridas, a alta no endividamento poderá ser mitigada por emissões subsequentes de ações.

PONTOS FORTES

(i) Portfólio diversificado; (ii) elevado prazo médio remanescente das concessões; (iii) previsibilidade de receitas, dado o reajuste anual das tarifas de pedágio.

PONTOS DE ATENÇÃO

(i) Exposição à atividade econômica; (ii) setor intensivo em capital; (iii) riscos de execução; (iv) riscos regulatórios.

DADOS OPERACIONAIS, FINANCEIROS E INDICADORES (R$ milhões, exceto quando especificado)

INDICADORES	2021	2022	2023	2T24 udm[1]
Receita líquida[2]	3.488	3.572	5.395	6.058
Ebitda ajs	2.327	2.305	3.863	4.375
Margem Ebitda ajs.	67%	65%	72%	72%
Dívida líquida ajs./Ebitda ajs.	3,3	4,3	3,5	3,3
Covenant	4,75	4,75	4,75	4,75

[1]2T24 udm se refere aos últimos 12 meses encerrados em jun/24. [2]Exclui receitas de construção. Fonte: EcoRodovias e Credit Research Santander.

COMUNICADO IMPORTANTE

Os investimentos apresentados podem não ser adequados aos seus objetivos, situação financeira ou necessidades individuais. O preenchimento do formulário API – Análise de Perfil do Investidor é essencial na identificação do seu perfil de investidor e, com isso, na escolha do produto de investimento mais adequado. Este material foi preparado pela área de Distribuição de Investimentos do Banco Santander (Brasil) S.A. com base nos relatórios dos nossos analistas de valores mobiliários e se destina a apresentar nossas projeções e estimativas, assim como algumas soluções de investimento disponíveis no Santander, não devendo ser interpretado como indicação ou recomendação de investimento. Recomendamos a leitura de todo o relatório de análise antes de selecionar um determinado ativo para a composição de uma carteira de crédito privado. LEIA PREVIAMENTE AS CONDIÇÕES DE CADA PRODUTO ANTES DE INVESTIR.

Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura, pois estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, que poderão diferir daqueles projetados. A informação contida nesse material baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Não estamos obrigados a publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento.

O Banco Santander (Brasil) S.A., suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum têm interesses financeiros e/ou comerciais relevantes e/ou recebe remuneração por serviços prestados às empresas emissoras dos títulos mencionados neste material. Este material é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento do Santander. Fica proibida a sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso do Santander. O Santander não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo.

As análises completas realizadas pelo time de Credit Research estão disponíveis para consulta em: https://www.santander.com.br/investimentos/relatorios-credito-privado

© Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados.

Autorregulação ANBIMA
Distribuição de Produtos de Investimento

Santander