

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 SETEMBRO/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
BRF	CRA - CRA02500669	Isento	% CDI	No vencimento	Jul/29	AAA	PG
Direcional	CRI - 25G0658366	Isento	% CDI	Jan/Jul	Jul/35	AAA	IQ

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

Emissor / devedor	Tipo e Código*	Alíquota IR	Indexador	Pagto. Cupom	Vencimento	Rating emissão	Público alvo
Petrório	Debênture – PEJA13	Isento	PRE	Abr/Out	Abr/29	AAA	PG
Eletrobras	Debênture – ELTN17	Isento	PRE	Jan/Jul	Jul/32	AAA	IQ
(Motiva) CCR	Debênture – CCROB6	Isento	IPCA +	Jan/Jul	Jan/36	AAA	PG
Equatorial	Debênture – EQPA18	Isento	IPCA +	Jun/Dez	Dez/36	AAA	IQ
Petrobras	Debênture – PETR38	Isento	IPCA +	Jun/Dez	Jun/45	AAA	PG

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.

BRF

CRA02500669

DESCRIÇÃO

A BRF é uma empresa de alimentos à base de aves e suínos, sendo a maior empresa de processados no Brasil, detendo 40% do market share. Foi constituída em 2009, a partir da combinação de negócios da Perdigão e da Sadia, e, atualmente, seus produtos são comercializados em 127 nações, detendo instalações industriais também no Uruguai, Oriente Médio e Turquia. As operações são divididas em três linhas de atuação: (i) Segmento Brasil (responsável por 48% da receita líquida em 2024), que abrange proteínas in natura e alimentos processados, como refeições prontas, salsichas, frios, embutidos e margarinas comercializados no país; (ii) Segmento Internacional (47%), cujo portfólio, semelhante ao brasileiro, é destinado a vendas no exterior; e (iii) Outros Segmentos (5%), englobando ingredientes e linha pet. Desde o 2T22, a BRF é controlada pela Marfrig, que assumiu posição acionária majoritária no 3T23. Após a mudança de controle, foi implementado o programa de eficiência BRF+, visando corte de custos, melhoria da utilização da capacidade operacional e revisão das redes de distribuição e logística, que, combinado com a redução dos preços de insumos e a melhora no mix, resultaram em aumento do Ebitda e redução da alavancagem.

PONTOS FORTES

(i) Escala das operações e liderança de mercado no Brasil e Oriente Médio; (ii) forte reconhecimento de marcas e do portfólio de produtos; e (iii) alavancagem controlada, endividamento alongado e liquidez confortável.

PONTOS DE ATENÇÃO

(i) Exposição à volatilidade de preços de commodities, câmbio e custos de insumos; (ii) riscos sanitários, incluindo gripes aviárias; e (iii) histórico de rentabilidade volátil.



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

INDICADORES	2021	2022	2023	2024
Receita líquida	48,3	53,8	53,6	61,4
Ebitda ajs.	5,7	4,1	4,7	10,5
Margem Ebitda ajs.	12%	8%	9%	17%
Dívida líquida/Ebitda ajs.	3,0x	3,5x	2,1x	0,8x

Fonte: BRF e Santander.

DIRECIONAL 25G0658366

DESCRIÇÃO

A Direcional é uma incorporadora e construtora brasileira com foco de atuação em empreendimentos populares que são comercializados no programa habitacional Minha Casa, Minha Vida (MCMV). Por meio de sua subsidiária Riva, atua também no segmento de médio-baixo padrão. Foi fundada em 1981, abriu capital em bolsa em 2009 e, atualmente, é a maior construtora em área do país, com presença em regiões metropolitanas de 8 estados e do DF. Seu modelo construtivo é padronizado e industrializado, o que encurta o ciclo de construção, reduz custos e mitiga riscos de execução. Além disso, a maior parte dos terrenos é paga via permuta, o que diminui o impacto no caixa antes do início do desenvolvimento de projetos. Como participante do MCMV, a transferência do risco de inadimplência da incorporadora ao banco financiador é feita na assinatura do contrato de financiamento (fora do programa, ocorre na entrega das chaves) e a companhia é remunerada pelas instituições financeiras na proporção do andamento das obras. Os resultados da Direcional apresentam crescimento consistente de lançamentos e boa velocidade de vendas, resultando em expansão do volume vendido ao longo dos anos.

PONTOS FORTES

(i) Foco de atuação no programa MCMV (demanda mais resiliente); (ii) escala de operações e diversificação geográfica; (iii) elevada eficiência operacional; (iv) alta participação de permutas no banco de terrenos (sem dispêndio de caixa).

PONTOS DE ATENÇÃO

(i) Dependência do programa Minha Casa Minha Vida, do FGTS e orçamento público; (ii) capacidade limitada de repasse de eventuais altas do custo de construção; e (iii) descasamento temporal entre receitas e custos (como as demais empresas do setor).

DIRECIONAL

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

INDICADORES	2022	2023	2024	1T25 udm
Receita líquida	2.163	2.355	3.348	3.573
Lucro bruto ajs.	742	856	1.284	1.405
Margem bruta ajs.	34%	36%	38%	39%
Dívida líquida ajs. /PL	5%	-12%	-21%	-6%
Covenant	50%	50%	50%	50%

1T25 udm se refere aos últimos 12 meses encerrados em mar/25. Fonte: Direcional e Santander.

MOTIVA (CCR) CCROB6

DESCRIÇÃO

A Motiva (antiga CCR) é uma companhia brasileira de serviços de infraestrutura. Sua principal frente de atuação é a gestão de concessões rodoviárias, na qual é líder nacional ao administrar 4.475 quilômetros de rodovias através de doze concessões nos Estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Mato Grosso do Sul, Rio Grande do Sul, Santa Catarina e Paraná. A unidade foi responsável por 57% da receita líquida da companhia nos últimos 12 meses encerrados em mar/25. A Motiva também administra seis concessões de trilhos localizadas nos Estados de São Paulo, Rio de Janeiro e Bahia, e vinte aeroportos, sendo 17 deles no Brasil e 3 no exterior. Seu extenso portfólio composto por concessões rodoviárias predominantemente maduras, e ativos diversificados em aeroportos e mobilidade urbana, proporciona à empresa uma plataforma sólida para se manter ativa e competitiva em novos leilões de concessão, o que explica seu histórico de endividamento constantemente elevado. Dado o intenso cronograma de investimentos à frente, é esperado que a empresa realize desinvestimentos para reforçar sua estrutura de capital.

PONTOS FORTES

(i) Forte escala de operações (*market share* de 35% no setor brasileiro de rodovias); (ii) portfólio diversificado entre modais e geografias, com ativos predominantemente maduros localizados em centros urbanos; (iii) elevado prazo médio remanescente das concessões; e (iv) previsibilidade de receitas e indexação das tarifas a índices de inflação.

PONTOS DE ATENÇÃO

(i) Endividamento elevado; (ii) exposição à atividade econômica; (iii) setor intensivo em capital; (iv) riscos de execução de *capex*; e (v) riscos regulatórios.



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

INDICADORES	2022	2023	2024	1T25 udm
Receita líquida	17,5	15,0	14,5	14,8
Ebitda ajs.	7,5	7,8	8,3	8,6
Margem Ebitda ajs.	43%	52%	57%	58%
Dívida líquida/Ebitda ajs.	2,8x	3,0x	3,3x	3,6x

1T25 udm se refere aos últimos 12 meses encerrados em mar/25. Fonte: Motiva e Santander.

ELETROBRAS ELTN17

DESCRIÇÃO

A Eletrobras é a maior empresa do setor elétrico da América Latina, atuante nos segmentos de geração, transmissão e comercialização de energia. Em geração (~60% da receita), detém 44,3 GW de capacidade instalada (considerando participações), valor equivalente a 18% da capacidade nacional, em portfólio composto por 47 hidrelétricas, 7 termelétricas, 33 usinas eólicas e uma usina solar. Também possui 74,1 mil km de linhas de transmissão (37% da extensão total do país), dos quais 6,8 mil km são detidas via participações. Com a conclusão da privatização em jun/22, a União passou a deter menos da metade do capital votante, com sua influência nas decisões limitada a 10%. Desde então, a gestão busca tornar a empresa mais eficiente através da redução de custos, otimizar o portfólio e aumentar a base de receitas. Apesar de parte dessas medidas terem aumentado a alavancagem da empresa num primeiro momento, observa-se aumento relevante na geração de caixa operacional decorrente das melhorias estruturais.

PONTOS FORTES

(i) Escala das operações e importância estratégica para o setor; (ii) diversificação geográfica e de segmentos de atuação; (iii) previsibilidade de receitas; (iv) *turnaround* pós-privatização em curso; e (v) acordo para encerrar disputa judicial com a União firmado em abr/25.

PONTOS DE ATENÇÃO

(i) Riscos regulatórios; (ii) riscos de interferência política (mesmo após privatização); (iii) altos volumes de energia descontratada e exposição a preços de energia no longo prazo; e (iv) garantias prestadas às participações.



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

INDICADORES	2022	2023	2024	1T25 udm
Receita líquida	32,6	34,2	36,0	37,6
Ebitda ajs.	17,8	19,3	25,5	25,3
Margem Ebitda ajs.	55%	56%	71%	67%
Dívida líquida ajs./Ebitda ajs.	2,0x	2,2x	1,6x	1,6x
Covenant	3,75x	3,75x	3,75x	3,75x

1T25 udm se refere aos últimos 12 meses encerrados em mar/25. Fonte: Eletrobras 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.


PRIO

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

INDICADORES	2022	2023	2024	1T25 udm
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

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

PETROBRAS PETR38

DESCRIÇÃO

A Petrobras é uma das maiores produtoras de petróleo e gás do mundo, com foco de atuação em exploração e produção em águas profundas e ultra profundas, sendo líder mundial nessa classe de ativo. Suas reservas produzem ~90% do total brasileiro e a maior parte delas está localizada nas bacias *offshore* adjacentes de Campos e Santos, no sudeste do Brasil. Também atua nos mercados de refino, transporte e comercialização, possuindo e operando 10 refinarias, além de geração e comercialização de energia, atividades de biocombustíveis, petroquímica e fertilizantes. É controlada pela União Federal, que detém a maioria do seu capital votante. À luz do novo plano de negócios (2025-29), espera-se que a geração de caixa operacional permaneça forte e cubra confortavelmente os investimentos previstos, inclusive o reabastecimento de reservas – frente essencial para a perenidade das operações.

PONTOS FORTES

(i) Posição dominante no setor de óleo e gás no Brasil; (ii) elevada eficiência operacional e menor custo de extração da região; (iii) elevada vida útil das reservas; (iv) importância estratégica para o acionista controlador (União); e (v) baixo endividamento e liquidez confortável.

PONTOS DE ATENÇÃO

(i) Exposição à volatilidade cambial e de preços de petróleo; (ii) riscos de execução, ambientais e regulatórios; (iii) risco de interferência governamental.



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

INDICADORES	2022	2023	2024	1T25 udm ¹
Receita líquida	641	512	491	496
Ebitda ajs.	340	262	214	215
Margem Ebitda ajs.	53%	51%	44%	43%
Dívida líquida	92	53	93	88
Dívida líquida/Ebitda ajs.	0,3x	0,2x	0,4x	0,4x

1T25 udm se refere aos últimos 12 meses encerrados em mar/25. Fonte: Petrobras e Santander.

EQUATORIAL EQPA18

DESCRIÇÃO

A Equatorial atua majoritariamente no setor de distribuição de energia elétrica (90% da receita líquida do grupo em 2024) por meio de sete diferentes concessões que somam 14,6 milhões de consumidores e é a terceira maior empresa brasileira do segmento. Seu portfólio diversificado de ativos também abrange 7 linhas de transmissão operacionais, que totalizam 2,5 mil km; 12 ativos de geração, com 1,2 GW de potência instalada; e duas concessões de saneamento. A empresa é reconhecida por sua expertise na aquisição e posterior recuperação (turnaround) de ativos com baixa eficiência. Seu principal destaque recente foi a compra, por R\$ 8,6 bilhões, de 15% de participação na Sabesp em jul/24 – companhia que demandará significativo cronograma de capex para universalização de serviços de tratamento de água e esgoto.

PONTOS FORTES

(i) Escala das operações; (ii) diversificação de concessões, o que dilui riscos operacionais e regulatórios; (iii) prazo médio remanescente das concessões de distribuição de 14,6 anos; (iv) histórico de *turnaround* de ativos estressados; e (v) boa bancabilidade e acesso ao mercado de capitais.

PONTOS DE ATENÇÃO

(i) Execução de projetos; (ii) vencimento de concessões (estão previstos para 2028 e 2030 o vencimento de duas que somam ~37% do Ebitda do grupo); e (iii) riscos regulatórios.



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

INDICADORES	2022	2023	2024	2T25 udm
Receita líquida	21,9	32,8	36,8	39,5
Ebitda ajs.	7,1	9,7	10,9	12,2
Margem Ebitda ajs.	32%	30%	30%	31%
Dívida líquida/Ebitda ajs.	4,1x	3,3x	3,3x	3,1x
Covenant	4,5x	4,5x	4,5x	4,5x

2T25 udm se refere aos últimos 12 meses encerrados em jun/25. Fonte: Equatorial e 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.



