

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 OUTUBRO/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
Plano & Plano	CRI - 25G3629975	Isento	% CDI	Jan/Jul	Jul/31	AA+	IQ
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
Equatorial	Debênture – CGOS28	Isento	IPCA +	Mar/Set	Set/36	AAA	PG
Energisa	Debênture – ENGIB9	Isento	IPCA +	Mar/Set	Set/33	AAA	PG
Petrório	Debênture – PEJA13	Isento	Prefixado	Abr/Out	Abr/29	AAA	PG
Vale	Debênture – VALEC1	Isento	IPCA +	Mai/Nov	Mai/35	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.

PLANO & PLANO 25G3629975

DESCRIÇÃO

A Plano & Plano é uma incorporadora e construtora brasileira que atua exclusivamente no estado de São Paulo, sobretudo na capital. Seus projetos são destinados aos públicos de baixa e média rendas, sendo enquadrados, em sua maioria, no programa habitacional do governo federal Minha Casa Minha Vida (MCMV). Fundada em 1997 e com listagem em bolsa desde 2020, a companhia é controlada pela Cyrela, pelos sócios Rodrigo Luna (atual Presidente do Conselho) e Rodrigo Fairbanks von Uhlendorff (CEO). Nos últimos anos, a Plano & Plano apresentou forte expansão operacional com geração de caixa positiva, resultado do bom desempenho no processo de repasse. Assim como seus pares que atuam nos segmentos de rendas mais baixas, a transferência dos recebíveis dos financiamentos para a empresa se dá com o projeto ainda na planta (em razão da utilização do crédito associativo), o que, aliado a compra de terrenos via permuta ou pagamento a prazo, possibilita o crescimento do número de obras em andamento com necessidade de caixa reduzida.

PONTOS FORTES

(i) Foco de atuação no programa MCMV (demanda mais resiliente); (ii) forte posicionamento competitivo, sustentado pela recorrência de lançamentos e pelo robusto banco de terrenos; e (iii) elevada eficiência em custos.

PONTOS DE ATENÇÃO

(i) Dependência do programa MCMV, do FGTS e orçamento público; (ii) capacidade limitada de repasse de eventuais altas do custo de construção; (iii) concentração geográfica; e (iv) escala de operações e velocidade de vendas inferiores aos pares.



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

INDICADORES	2022	2023	2024	1T25 udm
Receita líquida	1.492	2.072	2.589	2.697
Lucro bruto ajs	468	745	881	914
Margem bruta ajs.	31%	36%	34%	34%
Dívida líquida ajs./PL	57%	48%	14%	63%
Covenant	n/a	n/a	90%	90%

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

EQUATORIAL CGOS28

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
<i>Covenant</i>	4,5x	4,5x	4,5x	4,5x

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

ENERGISA ENGIB9

DESCRIÇÃO

A Energisa é um dos maiores grupos privados do setor elétrico brasileiro, com foco de atuação em distribuição de energia, frente responsável por 83% da receita líquida no período de 12 meses encerrados em mar/25. Detém 9 concessões de distribuição que abrangem 11 estados brasileiros (~24% do território nacional) e somam 8,8 milhões de clientes. Também atua em transmissão, com 13 concessões que somam R\$ 922 milhões de Receita Anual Permitida (das quais R\$ 703 milhões já estão operacionais); comercialização, geração distribuída e distribuição de gás natural no Espírito Santo. A companhia é controlada pela Gipar S.A., *holding* da Família Botelho. Em 2021, a Energisa anunciou um ciclo de expansão para diversificar seus negócios, diminuindo a participação relativa do segmento de distribuição, e é esperado que a alavancagem permaneça elevada durante a vigência desse ciclo.

PONTOS FORTES

(i) Concessões geograficamente diversificadas, com bom desempenho operacional e financeiro; (ii) histórico bem-sucedido de *turnaround* de distribuidoras; e (iii) previsibilidade de receita, com reajustes e revisões tarifárias periódicas.

PONTOS DE ATENÇÃO

(i) Vencimento das concessões (quatro concessões, que representam ~70% do Ebitda de distribuição, possuem término do contrato previsto para 2027 a 2031); (ii) execução do plano de investimentos; e (iii) riscos regulatórios.



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

INDICADORES	2022	2023	2024	1T25 udm
Receita líquida	21,1	23,6	27,2	27,4
Ebitda ajs.	5,9	7,1	7,6	7,3
Margem Ebitda	28%	30%	28%	27%
Dívida líquida ajs/Ebitda ajs.	3,0x	3,1x	3,0x	3,2x

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

VALE VALEBO

DESCRIÇÃO

A Vale é uma das maiores produtoras de minério de ferro, pelotas e níquel do mundo. Detém operações de exploração mineral em seis países e opera grandes sistemas logísticos, incluindo ferrovias, terminais marítimos e portos. Possui duas principais frentes de atuação: (i) Soluções de Minério de Ferro; e (ii) Metais para Transição Energética, 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 e da crise imobiliária chinesa - cujos efeitos foram mitigados pelo seu baixo custo de produção. A despeito disso, destaca-se a evolução operacional do grupo, com aumento de volumes, queda no custo de produção e melhora na qualidade do minério, assim como a assinatura do acordo final para reparação do rompimento da barragem de Mariana em out/24, que reduziu as incertezas que poderiam gerar impactos mais severos.

PONTOS FORTES

(i) Reservas abundantes, escala e baixo custo de produção; (ii) histórico de geração de caixa operacional robusta e baixa alavancagem; (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) alta dependência do mercado importador chinês (~50% da receita); (iii) riscos socioambientais relacionados às barragens de rejeitos.



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

INDICADORES	2022	2023	2024	1T25 udm
Receita líquida	227	208	206	212
Ebitda ajs.	106	87	79	78
Margem Ebitda	47%	42%	38%	37%
Dív. líq. exp./Ebitda ajs.	0,8x	1,1x	1,4x	1,4x

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



