

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 FEVEREIRO/26

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 - 25G3629974	Isento	% CDI	Jan/Jul	jul/31	AA+	IQ

Incentivados 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
ISA Energia	Debênture - ISAE9	Isento	IPCA+	Jun	jun/35	AAA	PG
Coelba (Neonergia)	Debênture - CEEBD2	Isento	IPCA+	Mai/Nov	nov/35	AAA	IQ
Vale	Debênture - VALEC1	Isento	IPCA+	Mai/Nov	mai/35	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.

PLANO & PLANO 25G3629974

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	3T25 udm
Receita líquida	1.492	2.072	2.589	2.879
Lucro bruto ajs	468	745	881	958
Margem bruta ajs.	31%	36%	34%	33%
Dívida líquida ajs./PL	57%	48%	14%	86%
Covenant	n/a	n/a	90%	90%

3T25 udm se refere aos últimos 12 meses encerrados em set/25. Fonte: Plano & Plano 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
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.

ISA ENERGIA ISAEA9

DESCRIÇÃO

A ISA Energia Brasil (antiga Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista ou CTEEP) é o segundo maior grupo privado do setor de transmissão de energia elétrica no Brasil, responsável pelo transporte anual de cerca de 30% de toda a energia elétrica produzida no país. A companhia iniciou suas operações em 1999 a partir da cisão parcial da Cesp, e, atualmente, é controlada pelo grupo colombiano de infraestrutura ISA, que detém 90% das ações ordinárias. O setor de transmissão é considerado o de menor risco do setor elétrico, pois as empresas são remuneradas pela disponibilidade das linhas (não há risco de demanda) e o risco de contraparte é essencialmente sistêmico – estrutura que garante elevada previsibilidade das receitas, que são corrigidas anualmente pela inflação. O portfólio da ISA Energia abrange 29 concessões operacionais, com Receita Anual Permitida (RAP) de R\$ 5,4 bilhões para o Ciclo 2025/26, além de 5 outros projetos em construção, que deverão adicionar R\$ 1 bilhão em RAP quando concluídos. O prazo médio remanescente do portfólio é de 19 anos. Em razão dos desembolsos elevados em expansão, os índices de endividamento estão pressionados. Como mitigante, a liquidez segue confortável e a empresa possui boa bancabilidade e acesso ao mercado de capitais.

PONTOS FORTES

(i) Remuneração pela disponibilidade dos ativos (não há risco de demanda); (ii) previsibilidade de geração de caixa, com reajuste periódico das tarifas pela inflação; (iii) altas margens operacionais; e (iv) elevado prazo médio remanescente do portfólio.

PONTOS DE ATENÇÃO

(i) Término da indenização da RBSE; (ii) participação significativa de uma concessão na receita; (iii) riscos de execução; (iv) riscos de renovação de portfólio com retornos (TIR) menos atrativos; e (v) riscos regulatórios.



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

INDICADORES	2022	2023	2024	3T25 udm
Receita líquida	3.259	3.985	4.557	4.389
Ebitda ajs.	2.577	3.438	3.918	3.771
Margem Ebitda ajs.	79%	86%	86%	86%
Dívida líquida ajs./Ebitda ajs.	2,8x	2,3x	2,6x	3,4x
Dívida líquida ajs./PL	100%	105%	103%	121%

3T25 udm se refere aos últimos 12 meses encerrados em set/25. Fonte: ISA Energia e Santander.

NEOENERGIA CEEBD2

DESCRIÇÃO

Neoenergia é a maior empresa do setor de distribuição de energia no Brasil em número de clientes, atendendo 16,9 milhões de consumidores através de cinco concessões de energia. O segmento é a principal linha de negócio da empresa, sendo responsável por 85% da receita líquida em 2025. Também é atuante em transmissão, por meio de 18 ativos que somam 8,3 mil km de linhas e R\$ 2 bilhões de Receita Anual Permitida (dos quais R\$ 1,7 bi já estão operacionais). As duas frentes de atuação são organizadas gerencialmente pela empresa sob o segmento de Redes. Seu outro segmento de atuação, Geração e clientes, abrange geração renovável, térmica, comercialização e soluções energéticas. É controlada pela Iberdrola, maior grupo espanhol do setor de energia.

PONTOS FORTES

(i) Concessões geograficamente diversificadas, com bom desempenho operacional e financeiro; (ii) previsibilidade de receita, com reajustes e revisões tarifárias periódicas; e (iii) boa bancabilidade e acesso ao mercado de capitais.

PONTOS DE ATENÇÃO

(i) Vencimento das concessões (quatro concessões, que representam ~96% 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	2025
Receita líquida	34,4	37,3	39,1	42,2
Ebitda ajs.	9,7	10,6	10,6	11,4
Margem Ebitda ajs.	28%	28%	27%	27%
Dívida líquida/Ebitda	3,1x	3,2x	3,4x	3,4x
Covenant	4,0x	4,0x	4,0x	4,0x

Fonte: Neoenergia e Santander.

VALE VALEC1

DESCRIÇÃO

A Vale é uma das maiores produtoras globais de minério de ferro, pelotas e níquel. A companhia detém operações de exploração mineral em seis países, além de operar grandes sistemas logísticos, incluindo ferrovias, terminais marítimos e portos. Constituída em 1943 sob a forma de sociedade de economia mista e privatizada em 1997, é atualmente uma "corporation" (isto é, sem controlador definido). Possui duas principais frentes de atuação: (i) Soluções de Minério de Ferro (~80% da receita líquida); e (ii) Metais para Transição Energética, unidade que compreende a produção de minerais não ferrosos, como níquel e cobre. Nos últimos anos, a empresa enfrentou redução nos preços realizados de minério de ferro, reflexo da desaceleração da economia chinesa e da crise imobiliária no país. Esses efeitos, porém, foram mitigados pelo baixo custo de produção da Vale. Paralelamente, observa-se evolução operacional, com aumento de volumes, redução de custos e melhora na qualidade do minério. A assinatura do acordo final para reparação do rompimento da barragem de Mariana, em out/24, reduziu as incertezas que poderiam gerar impactos mais severos ao crédito da empresa.

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 (~50% da receita); e (iii) riscos socioambientais relacionados às barragens de rejeitos.



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

INDICADORES	2022	2023	2024	3T25 udm
Receita líquida	227	208	206	213
Ebitda ajs.	106	87	79	65
Margem Ebitda	47%	42%	38%	30%
Dív. líq. exp./Ebitda ajs.	0,8x	1,1x	1,4x	1,6x

3T25 udm se refere aos últimos 12 meses encerrados em set/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.



