

# Relatório *Temático*

## Alavancagem financeira em um cenário de juros altos no Brasil

Analisando a estrutura de capital e a  
sensibilidade de lucros das empresas brasileiras

### Estratégia de Ações e Renda Fixa

**Fernando Ferreira, CFA**

Estrategista-Chefe e Head do Research

**Camila Dolle**

Head de Renda Fixa

**Felipe Veiga**

Estrategista de Ações

**Júlia Aquino**

Estrategista Quantitativo

**Lucas Rosa, CQF**

Estrategista Quantitativo

**Mayara Rodrigues**

Analista de Renda Fixa

# Alavancagem financeira em um cenário de juros altos

## Setores intensivos em capital são os mais afetados

Empresas com baixa alavancagem financeira têm retorno acima do mercado e de seus pares

Neste relatório temático, exploramos as implicações que taxas de juros mais altas têm sobre as ações e o crédito das empresas brasileiras, com ênfase na alavancagem financeira. Concluimos que os setores intensivos em capital são os mais impactados, em razão de sua alavancagem financeira significativa e sua natureza cíclica. Nosso estudo revela que, nas últimas duas décadas, empresas com baixa alavancagem financeira consistentemente superaram em termos de retorno tanto seus pares quanto o mercado, enquanto aquelas com alta alavancagem apresentaram desempenho significativamente inferior. Para abordar essa dinâmica, desenvolvemos a cesta XP de baixa alavancagem financeira, destacando setores como Varejo, Construtoras e Papel & Celulose. No mercado de renda fixa, preferimos títulos atrelados à inflação com prazo médio (*duration*) mais curto, focando em emissores *high grade* e com baixa alavancagem.

Em 2024, o Brasil viu uma brusca mudança na política monetária, saindo de um ciclo de afrouxamento monetário para uma política contracionista, à medida que as expectativas de inflação se desancoraram e as preocupações fiscais aumentaram significativamente. Como resultado, nosso time de Economia agora projeta uma taxa Selic terminal de 15,5% em 2025.

Neste relatório, nossas equipes de Estratégia de Ações e Renda Fixa analisam os impactos das taxas de juros mais altas sobre as empresas brasileiras, tanto na perspectiva de ações quanto de crédito. Concluimos que **os setores intensivos em capital (como Transportes, Propriedades Comerciais e Agro)** são os **mais afetados**, devido à sua elevada alavancagem financeira e caráter cíclico. Por outro lado, os setores menos impactados são **Bens de Capital, Óleo & Gás e Papel & Celulose**, em razão de dívidas diversificadas, *hedging* efetivo e/ou dolarização.

Em resposta a essas dinâmicas, criamos nossa **cesta XP de baixa alavancagem financeira**, composta por 7 empresas. Essa seleção foi feita a partir de ações sob nossa cobertura com as seguintes características: recomendação de compra de nossos analistas setoriais, queda de 20% ou mais nas últimas 52 semanas, revisão positiva de lucro por ação (LPA) nos últimos 3 meses e relação Dívida Líquida/EBITDA para 2025 abaixo de 2,0x. Destacamos ações de **Construção Civil, Varejo e Papel & Celulose** como oportunidades a serem monitoradas.

**Em renda fixa**, os investidores podem obter retornos ajustados ao risco atrativos por meio de diversificação e alocações bem calibradas. Mantemos nossa preferência por títulos atrelados à inflação com prazo médio (*duration*) em torno de 5 anos e que oferecem rendimentos reais acima de 7,0%. Dado o cenário atual, os investidores devem avaliar cuidadosamente os emissores, idealmente focando em nomes de alta qualidade e baixa alavancagem.

Nós também analisamos o desempenho de empresas com diferentes níveis de alavancagem ao longo de diversos ciclos de taxa de juros nas últimas duas décadas. Concluimos que, **tanto em ciclos de contração quanto de afrouxamento monetário, ações de empresas com baixa alavancagem financeira superaram consistentemente seus pares e o mercado, enquanto ações de empresas com alta alavancagem apresentaram um desempenho significativamente inferior.**

### Fernando Ferreira, CFA

Estrategista-Chefe e Head do Research  
fernando.f.ferreira@xpi.com.br

### Camilla Dolle

Head de Renda Fixa  
camilla.dolle@xpi.com.br

### Felipe Veiga

Estrategista de Ações  
felipe.veiga@xpi.com.br

### Júlia Aquino

Estrategista Quantitativo  
julia.aquino@xpi.com.br

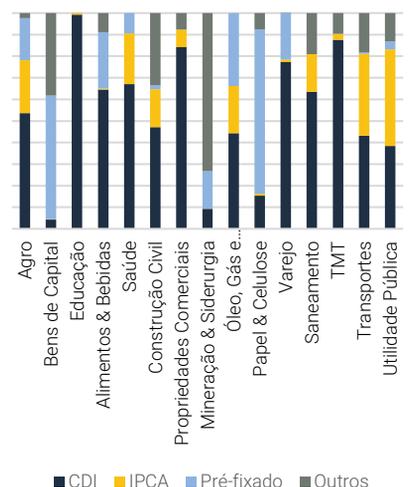
### Lucas Rosa, CQF

Estrategista Quantitativo  
lucas.vrosa@xpi.com.br

### Mayara Rodrigues

Analista de Renda Fixa  
mayara.rodrigues@xpi.com.br

### Tipo de taxa (% da dívida total)



# Índice

## Macro: Taxas mais altas no Brasil

Um forte ciclo de alta de juros deve criar problemas para as empresas

## Crédito: Um estudo sobre alavancagem

Perfil de dívida e alavancagem permanecem confortáveis

## Ações: Quão sensíveis são os lucros a juros mais altos?

Transportes, Propriedades Comerciais e Agro são os setores mais expostos

## Análise quantitativa

Em ciclos de alta, empresas mais alavancadas sofrem mais

## Alavancagem financeira em um cenário de juros altos no Brasil

Como se posicionar – uma cesta com papéis de baixa alavancagem

Seção 1

# Macro: Taxas mais altas no Brasil

## Macro: Taxas mais altas no Brasil

Um ciclo agudo de alta pode causar problemas para as empresas...

Nossa equipe macroeconômica espera que a taxa Selic atinja 15,50% no pico do ciclo de aperto, em junho, permanecendo nesse nível até o 1S26. Em nossa opinião, um ajuste monetário mais intenso e antecipado parece ser necessário para controlar as expectativas de inflação desancoradas. Ele também deve ter como objetivo equilibrar a taxa de câmbio, que foi afetada por fatores locais e externos em 2024.

O índice Dívida/PIB deve continuar a crescer, o que leva a uma visão de que o pacote do governo para conter o crescimento das despesas ainda é insuficiente para garantir a sustentabilidade fiscal ao longo do tempo. Juntamente com taxas mais altas, isso resulta em maior serviço da dívida pública, com potencial para desencadear: (i) maior demanda por empréstimos; (ii) efeito *crowding-out*; (iii) expectativas de inflação exacerbadas; e (iv) aumento do prêmio de risco de crédito sobre a dívida pública (que já pode ser visto tanto na curva DI quanto na curva NTN-B). Essas preocupações fiscais, combinadas com o fortalecimento global do dólar, causaram uma deterioração na taxa de câmbio ao longo de 2024.

Neste relatório temático, nossas equipes de Estratégia de Ações e de Renda Fixa analisam as implicações que as altas taxas de juros, por meio da estrutura de capital, têm sobre as empresas brasileiras.

Figura 1: Taxa de Câmbio (R\$/US\$)



Figura 2: Curva DI Futuro

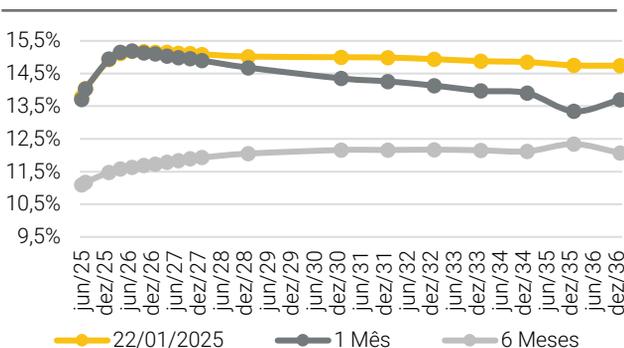


Figura 3: Curva NTN-B

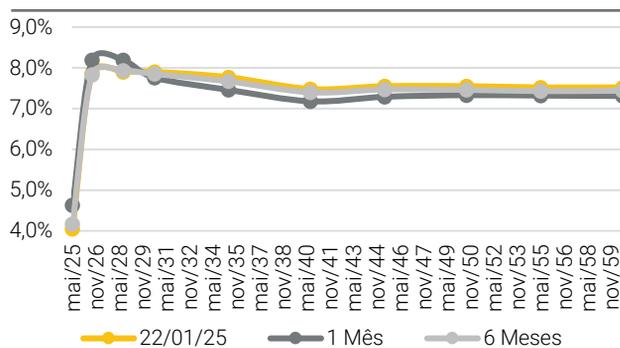


Figura 4: Ajuste monetário para convergir a inflação para a meta (em %)

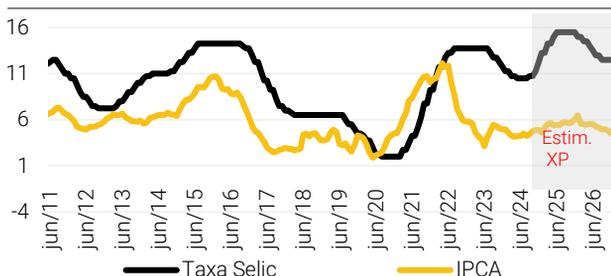
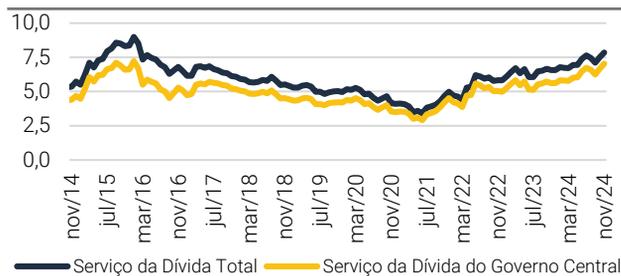


Figura 5: Serviço da dívida do setor público (% do PIB)



## Seção 2

# Crédito: Um estudo sobre alavancagem

## Crédito: Um estudo sobre alavancagem

### Perfil da dívida e alavancagem permanecem confortáveis

Conduzimos um estudo<sup>1</sup> sobre as companhias listadas na B3 e concluímos que, enquanto as altas taxas de juros conferem desafios adicionais para o futuro, as principais métricas financeiras, como dívida líquida/EBITDA e dívida de curto prazo/dívida total permanecem, na média, em níveis confortáveis historicamente para companhias brasileiras.

**1. Alavancagem (dívida líquida/EBITDA)** – O atual índice de alavancagem segue abaixo da média histórica, em 1,3x, e abaixo do mesmo período do ano anterior (1,4x). Notavelmente, em 2024, as companhias não se beneficiaram injeção de capital significativa via ofertas de IPOs ou *Follow-ons*, assim como ocorrido em 2021. Em 2024 foram observados níveis de alavancagem próximos ao menor nível em 10 anos.

**2. Perfil de vencimento da dívida** – A proporção da dívida de curto prazo relativa ao total da dívida alcançou um de seus menores níveis nos últimos anos, 17,8% (comparado a 25,1% no 3T18 e 20,4% após a recessão de 2015/16 no Brasil). O favorável e crescente mercado de crédito nos últimos anos, principalmente após a redução da participação do BNDES no financiamento da infraestrutura, permitiu emissões de dívidas de maior prazo, alongamento dos vencimentos e melhoria dos perfis de liquidez. Desse modo, avaliamos que, na média, companhias apresentam condições melhores para enfrentar o presente cenário macro desafiador, do que tinham no passado.

Figura 6: Alavancagem Financeira Histórica (dívida líquida / EBITDA) – Média Ponderada (x)<sup>1</sup>

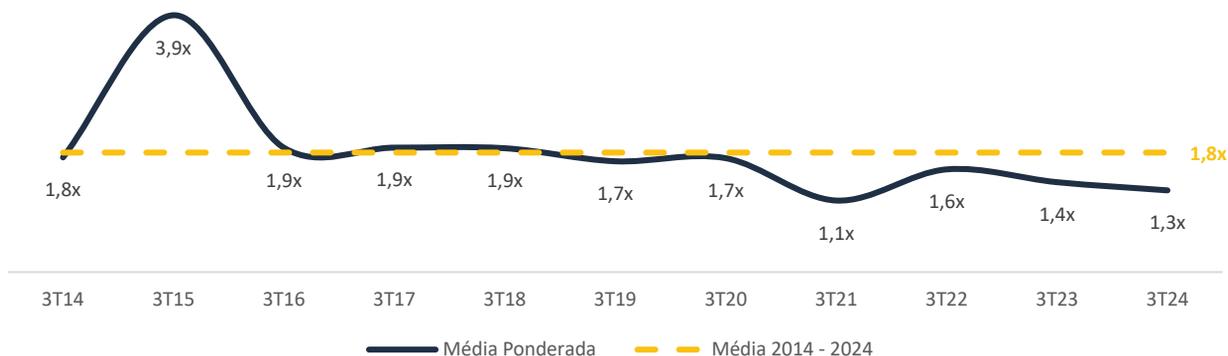
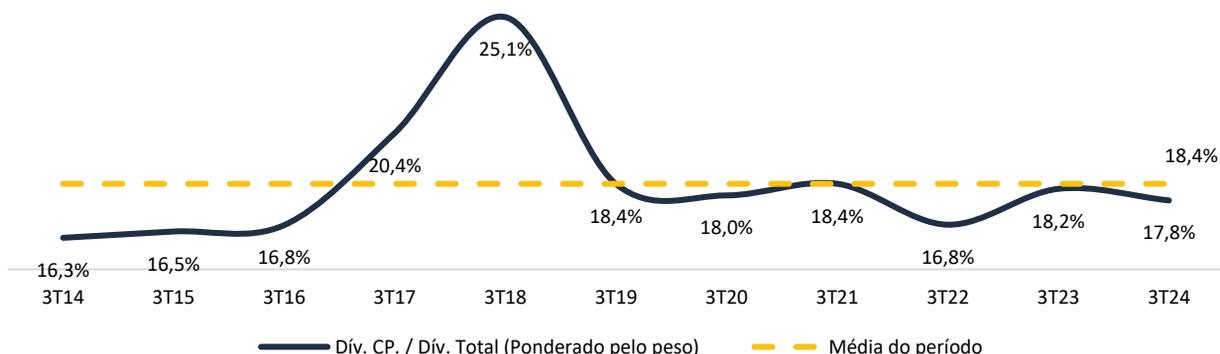


Figura 7: Dívida de curto prazo / Dívida Total Histórica<sup>1</sup>



## Crédito: Um estudo sobre alavancagem

Vencimentos de dívida estão estendidos e a liquidez parece adequada

Em meio a taxas de juros elevadas e em crescimento, uma das principais preocupações dos investidores tem sido o impacto sobre o endividamento das empresas e os indicadores relacionados à dívida.

Observamos que a maioria dos setores apresenta um perfil de vencimento de dívida relativamente estendido, com exceção do setor de Bens de Capital, cuja dívida está, em média, 68% concentrada no curto prazo. Vale destacar, no entanto, que isso se deve principalmente à WEG – um crédito de alta qualidade, com uma posição forte de caixa líquido e 84% de sua dívida de curto prazo – além do seu grande peso no valor de mercado do setor. Se excluirmos a empresa da amostra, a proporção de dívida curta do setor cairia para 3%, um dos menores índices.

Destacamos também os setores de Agronegócio, Alimentos & Bebidas, Varejo e TMT, que possuem mais de 25% da dívida concentrada no curto prazo, o que pode aumentar os riscos de refinanciamento no cenário atual. No entanto, a alavancagem estimada para 2025 nesses setores está entre as mais baixas, o que ajuda a mitigar esse risco.

Em termos de liquidez<sup>2</sup>, medida pela relação entre caixa e equivalentes de caixa/dívida de curto prazo, alguns setores parecem apresentar mais riscos que outros, como o setor de Educação, com um índice próximo de 1,0x. Embora Agro também apresente liquidez relativamente baixa, destacamos que Raízen e São Martinho têm grande peso nesse resultado, mas são créditos de alta qualidade (com ratings de crédito global 'BBB' e 'BBB-', respectivamente). Além disso, ambas enfrentam forte sazonalidade de fluxo de caixa devido à temporada de safra. Por fim, esperamos que seus índices melhorem significativamente até o final da safra atual (março/25): Raízen de 1,1x para 3,3x e São Martinho de 1,4x para 2,2x, o que impactaria positivamente a média do setor.

Figura 8: Dívida de Curto Prazo (% da Dívida Total)

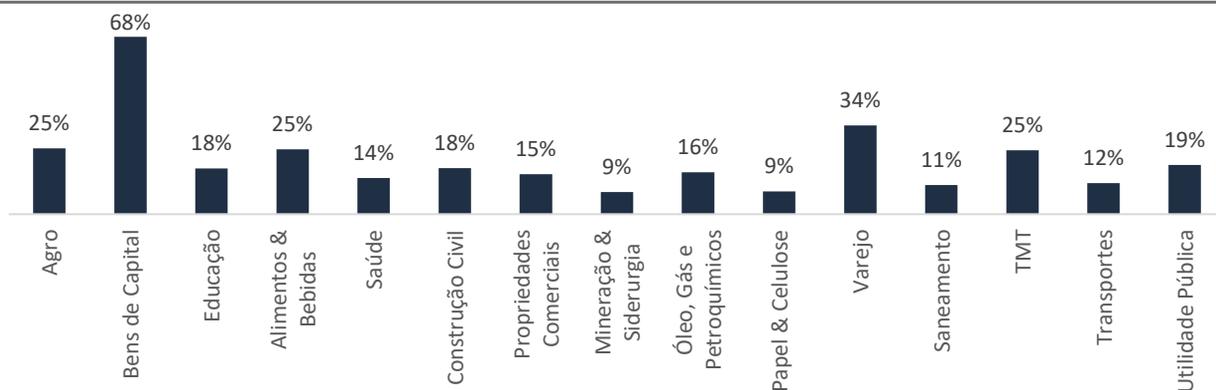
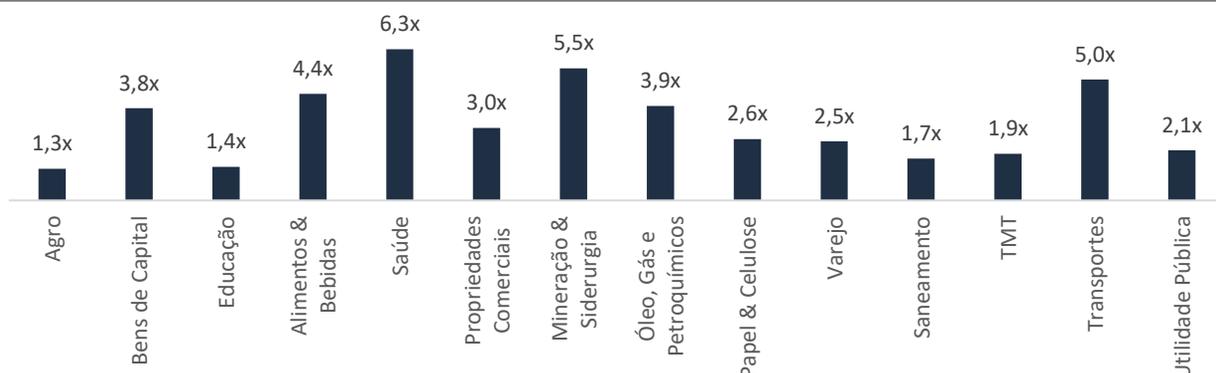


Figura 9: Liquidez – Caixa e Equivalentes/Dívida de Curto Prazo 3T24 – ex-Construtoras<sup>2</sup>



## Crédito: Um estudo sobre alavancagem

Maior parte dos setores têm dívidas expostas ao CDI

A alavancagem financeira, medida por dívida líquida/EBITDA, é uma preocupação natural em cenários macroeconômicos difíceis. Assim como podemos observar na Figura 10 e na Figura 11 é esperado que a alavancagem de todos os setores permaneça em níveis relativamente saudáveis, abaixo de 3,0x, em 2025. Destacamos os setores de Bens de Capital e TMT como aqueles que possuem os indicadores mais baixos, e Papel e Celulose, Saneamento e Educação como alguns dos mais alavancados. Observamos, entretanto, que as duas primeiras possuem fortes índices de cobertura de EBITDA (veja Figura 12), mitigando o risco de alavancagem. Além disso, companhias de Papel e Celulose no Brasil tendem a investir ou distribuir seus lucros, mantendo sua alavancagem em níveis relativamente elevados (mas controlados); as empresas de saneamento viram um aumento na dívida ainda não acompanhado pela geração de fluxo de caixa devido às novas concessões após o Marco Regulatório de 2021. Uma vez que consideramos o ajuste de leasing, **Educação** também se torna um dos mais altos, dado o modelo de negócios das empresas analisadas de alugar imóveis, em vez de possuí-los, mas esperamos uma desalavancagem, em 2025, em média, quando comparada ao 3T24.

Em termos de tipo de taxas, **a maioria dos setores está significativamente exposta ao CDI**, mas Educação e Propriedades Comerciais se destacam, com 99% e 84%, respectivamente. Chamamos a atenção para o primeiro, dada a maior alavancagem apresentada pelas empresas, em média, e o cenário geral do setor. Os setores mais indexados pelo IPCA (Transportes e Utilidade Pública) são regulados e se beneficiam de reajustes tarifários periódicos, repassando a inflação para seus clientes.

Figura 10: Alavancagem financeira XP com *leasing* – estimativas para 2025

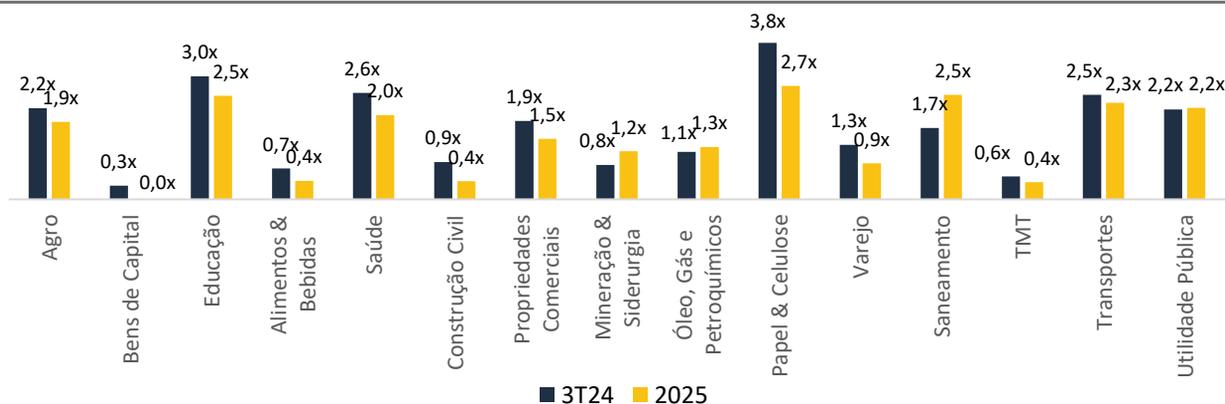
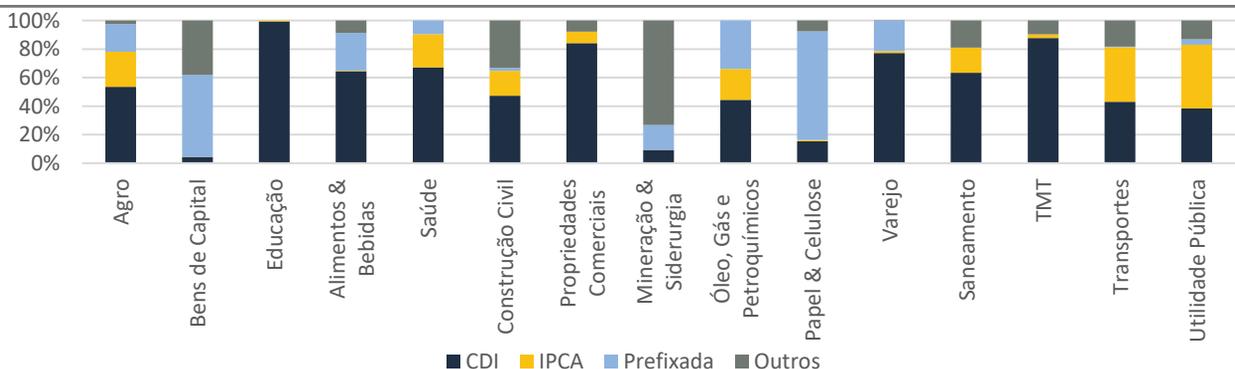


Figura 11: Tipo de Indexador (por % da Dívida Total)



## Crédito: Um estudo sobre alavancagem

Altas taxas e real fraco podem impactar as métricas de crédito

Altas taxas de juros levam a riscos associados à cobertura de EBITDA, o que é esperado que decaia com o passar do tempo. Os setores que apresentaram os indicadores mais baixos no 3T24 foram Educação, Transportes e Utilidades Públicas. Normalmente, o limite de *covenant* para esse indicador é de aproximadamente 2,0x. Embora as empresas desses setores estejam, em média, acima do mínimo requerido e nem todas tenham de cumprir as cláusulas restritivas, acreditamos que elas estão entre as que merecem um monitoramento mais rigoroso nesse sentido.

Outro efeito da elevação do risco percebido pelos investidores em relação ao cenário fiscal brasileiro foi a depreciação do real, como mostrado na Figura 1. A taxa de câmbio cresceu substancialmente de R\$ 4,89/US\$ em janeiro de 2024, para R\$ 6,21/US\$ um ano depois.

Entre os setores sob nossa cobertura, alguns apresentam uma porção considerável de suas dívidas em dólar que não são *hedgedas*, como Bens de Capital, Mineração e Siderurgia, Petróleo, Gás e Petroquímicos, e Papel e Celulose. Isso pode aumentar a preocupação em relação à volatilidade do câmbio e o seu potencial impacto nos resultados. Em nossa pesquisa, no entanto, também encontramos que os setores mais expostos em termos de dívida são os que possuem a maior parcela de receitas em dólares – que atuam como um *hedge* natural para endividamentos em moeda estrangeira, reduzindo assim os riscos associados.

Figura 12: Índice de Cobertura de EBITDA no 3T24 ex- Bens de Capital (usando EBITDA Aj. Da XP)

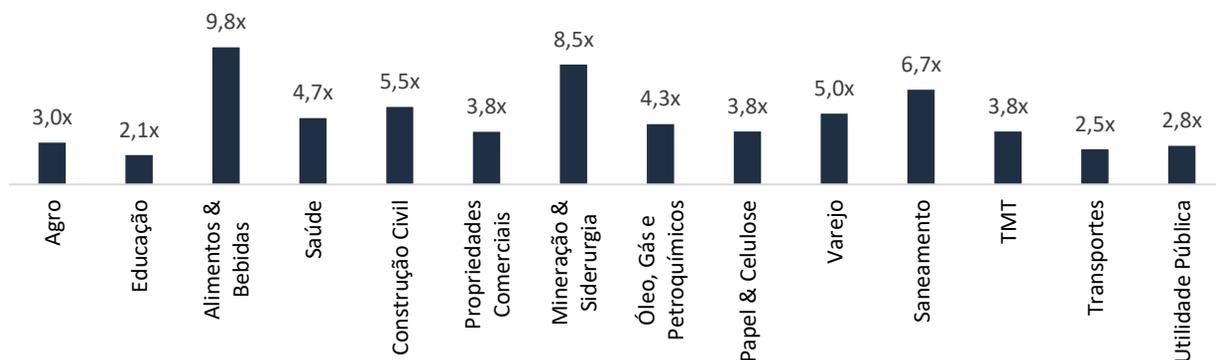


Figura 13: Dívida em dólar por setor – 3T24

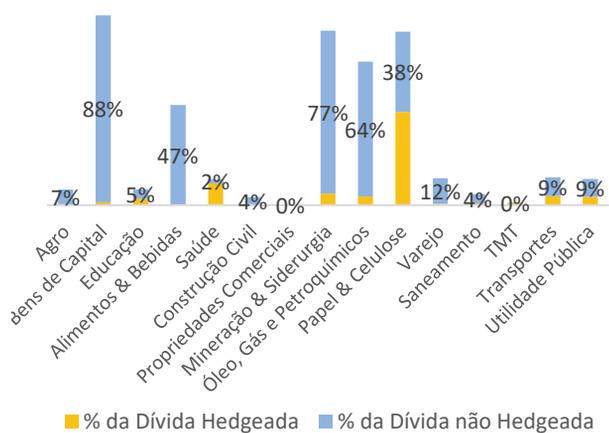
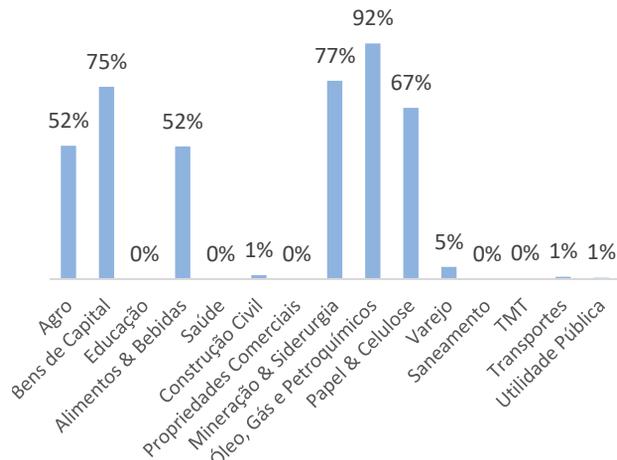


Figura 14: Receita em dólar por setor – 3T24



### Seção 3

# Ações: Quão sensíveis são os lucros a juros mais altos?

## Ações: Quão sensíveis são os lucros a juros mais altos?

Transportes, Propriedades Comerciais e Agro são os setores mais expostos...

Nós identificamos que os setores mais afetados pelo aumento na taxa do CDI incluem **Transportes**, com uma queda de lucros em 2025 entre 19,3% com um CDI em 14,5% e 44,6% com um CDI em 17,5%, seguido por **Propriedades Comerciais**, que apresenta uma queda entre 9,0% e 17,1% em seus lucros e, por fim, **Agro**, com uma contração de lucros entre 5,4% e 14,5%.

Esses setores são particularmente sensíveis a mudanças nas taxas de juros devido a sua natureza intensiva em capital, refletida em alavancagem financeira significativa, caráter cíclico e estrutura de dívida (nós destacamos Propriedades Comerciais, que possui 84% da dívida total do setor vinculada ao CDI).

Figura 15: Sensibilidade ao CDI da cobertura setorial – Impacto nos lucros (%) x Preço/Lucro (P/L) projetado\*

Setor	Efeito nos lucros com CDI em 14,5%	P/L 2025 projetado com CDI em 14,5%	Efeito nos lucros com CDI em 15,5%	P/L 2025 projetado com CDI em 15,5%
Agro	-5,4%	10,8x	-9,4%	11,4x
Bens de Capital	1,2%	25,9x	1,5%	25,2x
Alimentos & Bebidas	-1,5%	10,4x	-2,2%	10,5x
Saúde	-5,2%	14,2x	-6,5%	14,2x
Construção Civil	-2,6%	5,3x	-3,6%	5,3x
Propriedades Comerciais	-9,0%	9,2x	-11,7%	9,5x
Mineração & Siderurgia	-6,9%	6,7x	-8,7%	7,0x
Óleo, Gás e Petroquímicos	0,0%	5,5x	-0,2%	5,6x
Papel & Celulose	-0,7%	7,6x	-0,9%	7,6x
Varejo	-2,8%	11,7x	-4,0%	12,0x
Saneamento	-3,6%	11,4x	-5,2%	11,8x
TMT	-1,3%	12,4x	-3,1%	12,4x
Transportes	-19,3%	12,9x	-27,8%	14,5x
Utilidade Pública	-3,8%	10,3x	-5,3%	10,5x

Setor	Efeito nos lucros com CDI em 16,5%	P/L 2025 projetado com CDI em 16,5%	Efeito nos lucros com CDI em 17,5%	P/L 2025 projetado com CDI em 17,5%
Agro	-12,0%	11,7x	-14,5%	12,0x
Bens de Capital	1,8%	25,7x	2,0%	25,1x
Alimentos & Bebidas	-2,8%	10,6x	-3,5%	10,7x
Saúde	-7,8%	14,6x	-9,2%	14,7x
Construção Civil	-4,6%	5,4x	-5,6%	5,5x
Propriedades Comerciais	-14,4%	9,7x	-17,1%	10,1x
Mineração & Siderurgia	-10,5%	6,9x	-12,2%	7,3x
Óleo, Gás e Petroquímicos	-0,4%	5,5x	-0,6%	5,6x
Papel & Celulose	-1,2%	7,7x	-1,4%	7,7x
Varejo	-5,1%	12,0x	-6,3%	12,2x
Saneamento	-6,8%	11,8x	-8,5%	12,2x
TMT	-4,9%	12,8x	-6,7%	12,9x
Transportes	-36,2%	16,4x	-44,6%	18,9x
Utilidade Pública	-6,9%	10,6x	-8,4%	10,9x

## Ações: Quão sensíveis são os lucros a juros mais altos?

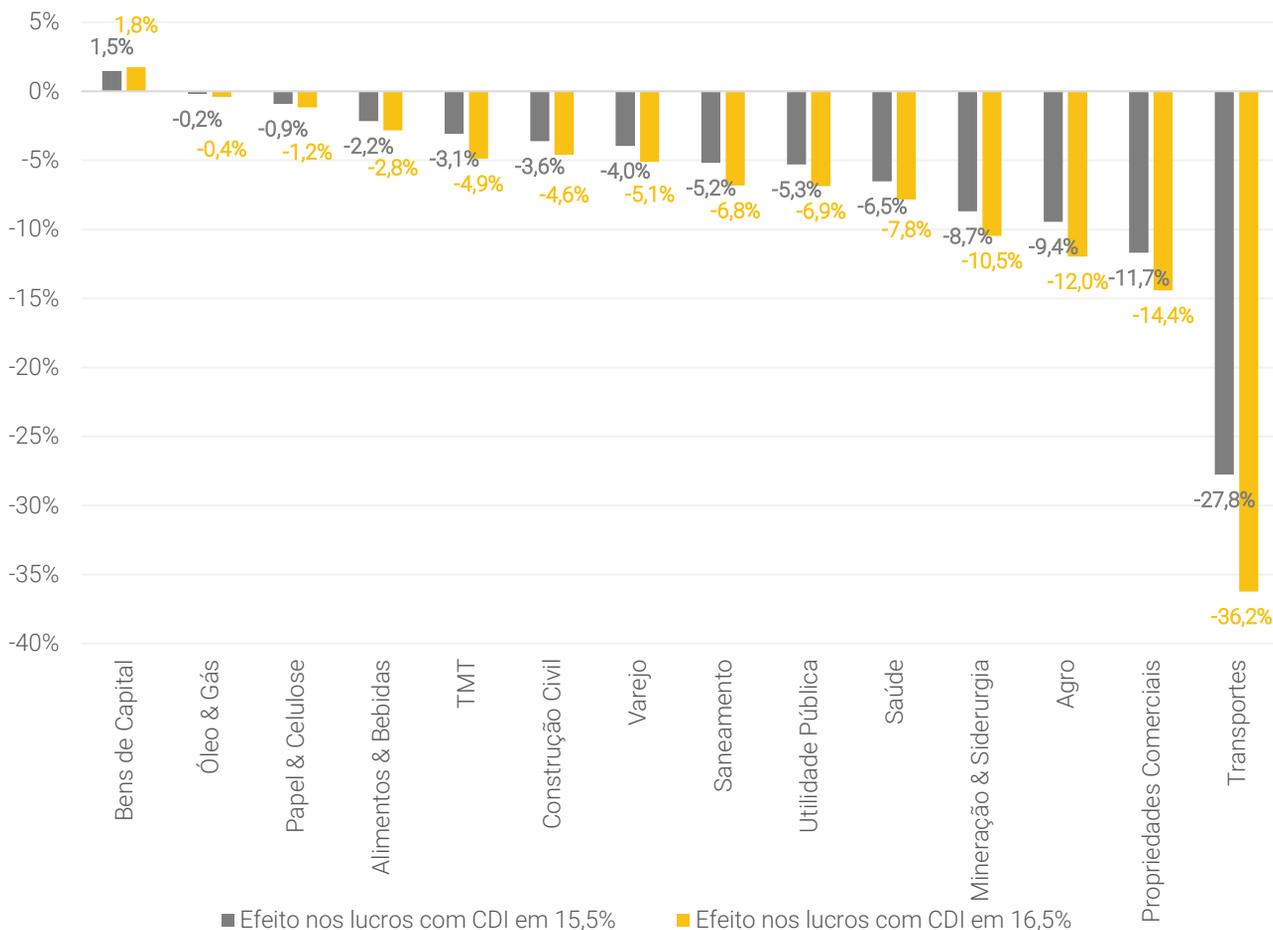
...Enquanto Bens de Capital, Óleo & Gás e Papel & Celulose sofrem menos

Os setores menos impactados são **Papel & Celulose**, com um aumento de lucros de 2025 entre 1,2% com o CDI em 14,5% até 2,0% com o CDI em 17,5%, **Óleo, Gás e Petroquímicos**, com uma pequena queda entre 0,0% e -0,6%, e **Papel & Celulose**, com uma contração estimada entre -0,7% e -1,4%:

Esses setores têm pelo menos uma das seguintes características:

- A maior parte da sua estrutura de dívida está vinculada a outro índice, como as dívidas pré-fixadas, que correspondem a 76% do total da dívida do setor de **Papel & Celulose**;
- Realizam *hedges* de forma efetiva e/ou são empresas dolarizadas – 44% da dívida de Papel & Celulose está em dólar e possui *hedge*. Por outro lado, apesar da maior parte da dívida de Óleo & Gás não possuir *hedge*, 92% das suas receitas estão em dólar;
- São caixa líquido, como Bens de Capital, que possui uma alavancagem financeira de 2025 de 0,0x com *leasing* (e -0,1x quando o *leasing* é excluído);
- Possui dívida em moeda estrangeira, como Bens de Capital, que possui 89% de sua dívida em dólar.

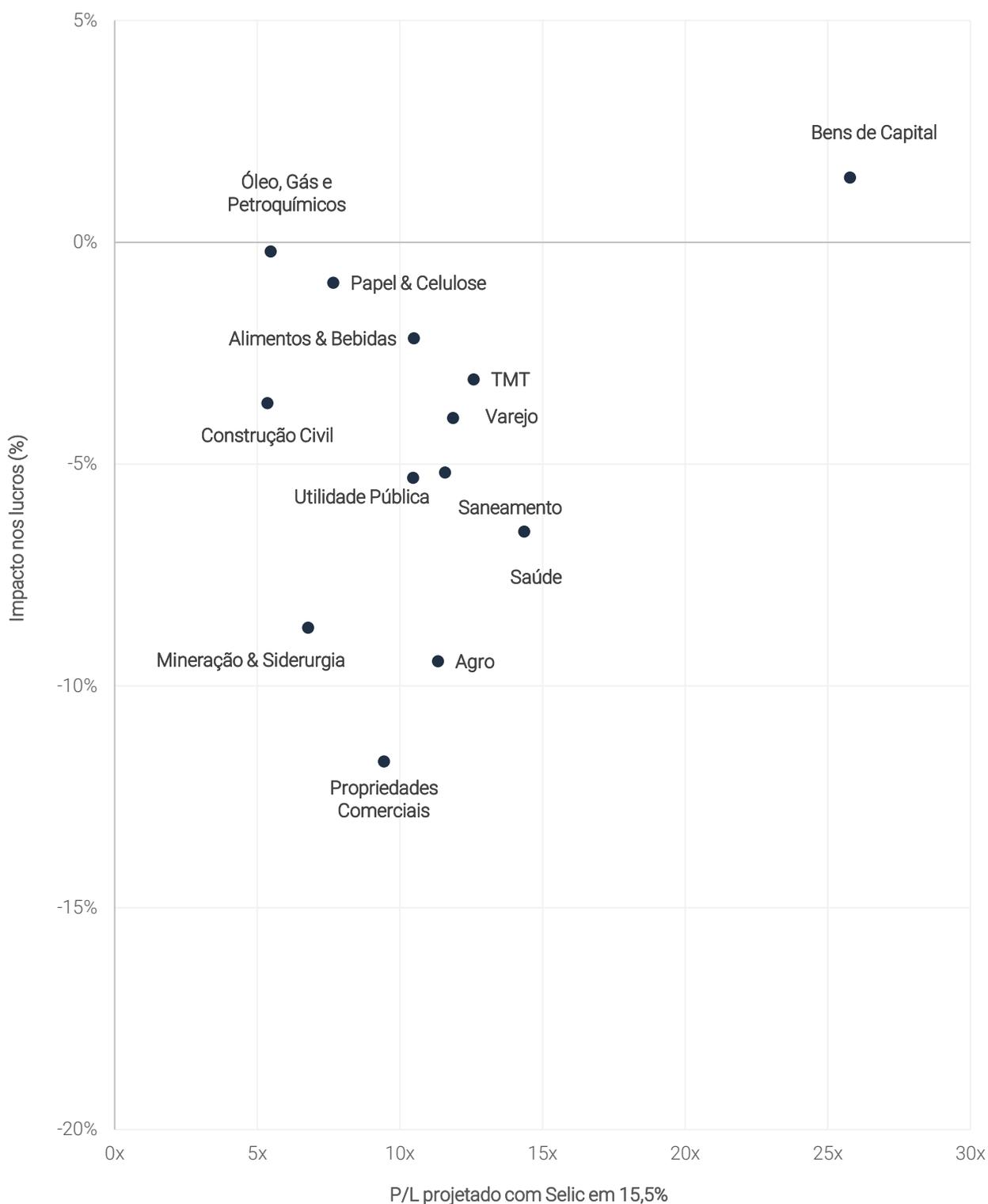
Figura 16: Sensibilidade ao CDI na cobertura setorial – Impacto nos lucros (%)



## Ações: Quão sensíveis são os lucros a juros mais altos?

Impacto nos lucros de juros altos x valuation

Figura 17: Cobertura setorial – Impacto nos lucros (%) x P/L projetado com CDI em 15,5% (cenário-base)



Seção 4

# Análise quantitativa

## Análise quantitativa

### Em ciclos de alta, empresas mais alavancadas sofrem mais

À medida que os mercados ficavam mais voláteis em 2024, a busca por ações de qualidade, que atuam como portos seguros em tempos de incerteza, aumentou. Nesse contexto, o fator de Qualidade se destacou com o segundo melhor desempenho no ano passado, ficando atrás apenas de Momentum; além disso, seu componente de Baixa Alavancagem se destacou como o melhor desempenho geral, registrando ganhos de 47,7%.

Diante dos desafios impostos pela política monetária mais restritiva, analisamos a relação entre juros e alavancagem, nos baseando na nossa análise dos setores no relatório “Keeping Up with the Rates”. Avaliamos o desempenho do fator Baixa Alavancagem ao longo de vários ciclos de juros nos últimos 20 anos, analisando os portfólios de cada quintil — nosso fator de Baixa Alavancagem é comprado em ações do 1º quintil e vendido em ações do 5º.

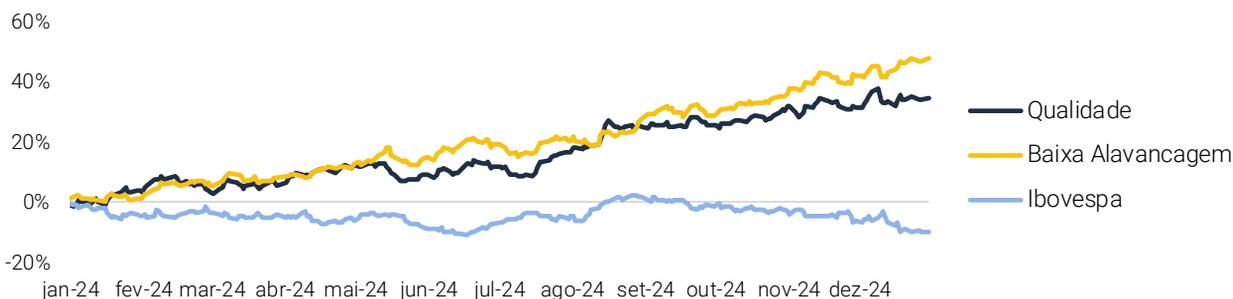
Como os mercados frequentemente precificam mudanças nos juros antes que a taxa Selic seja de fato ajustada, utilizamos a inclinação da curva do Swap Pré-DI de 360 dias como um indicador de mudança de regime. Isso permite antecipar mudanças futuras e ter reações de mercado mais precisas em nossa análise.

Com os regimes atribuídos ao passado, calculamos os retornos em excesso futuros de 1, 3 e 6 meses para cada ponto de dado sob esses regimes em todos os quintis. Uma suposição-chave em nossa análise é a de que os mercados reagem de maneira semelhante durante todo o ciclo de cortes/aumentos, independentemente da proximidade do ponto de virada anterior ou seguinte. Em seguida, calculamos a mediana desses retornos futuros, resumindo como cada quintil de alavancagem reagiu historicamente durante os últimos sete ciclos de cortes/aumentos. O atual ciclo de alta começou em 9 de maio, e ainda não vemos sinais de um ponto de virada adiante.

Figura 20: Taxa Selic e Swap Pré-DI 360 dias (%) vs Regimes



Figura 21: Baixa Alavancagem teve desempenho superior em 2024



## Análise quantitativa

### Em ciclos de alta, empresas mais alavancadas sofrem mais

Nosso estudo indica que, durante **ciclos de aperto**, o quintil superior consistentemente supera tanto seus pares quanto o mercado em geral. Essa tendência sugere que empresas com níveis de dívida mais baixos tendem a ter retornos maiores quando os mercados estão antecipando altas nos juros. Por outro lado, o quintil inferior apresenta um desempenho significativamente inferior ao do mercado, com empresas altamente alavancadas enfrentando retornos negativos substanciais à medida que as taxas de juros sobem.

Essa dinâmica também explica o desempenho positivo do fator Baixa Alavancagem. Embora a perna comprada seja favorecida pelo forte desempenho das empresas com baixa alavancagem (1º quintil), a perna vendida gera a maior parte dos retornos por se beneficiar do forte desempenho negativo das empresas altamente alavancadas (5º quintil).

Durante **ciclos de afrouxamento**, o quintil superior continua a ter o melhor desempenho, enquanto todos os outros quintis também apresentam retornos em excesso positivos à medida que o mercado em geral se beneficia da queda nas taxas de juros. Isso sugere que empresas com alta alavancagem são mais sensíveis à política monetária expansionista em comparação com pares de baixa alavancagem. Para uma análise mais aprofundada nesse tema, recomendamos o artigo (em inglês) "Collateral Heterogeneity and Monetary Policy Transmission: Evidence from Loans to SMEs and Large Firms" de Caglio, Darst e Kalemli-Özcan (2021).

Figura 22: Retorno em excesso (anualizado) em ciclos de aperto monetário

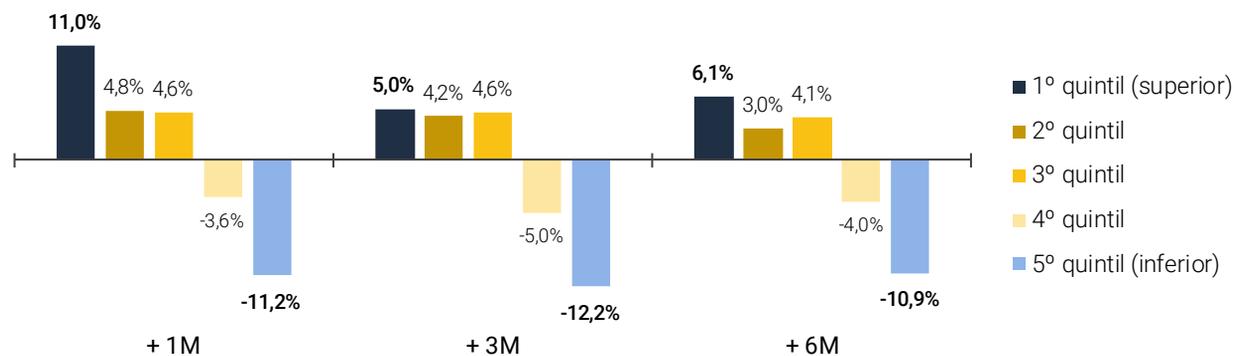
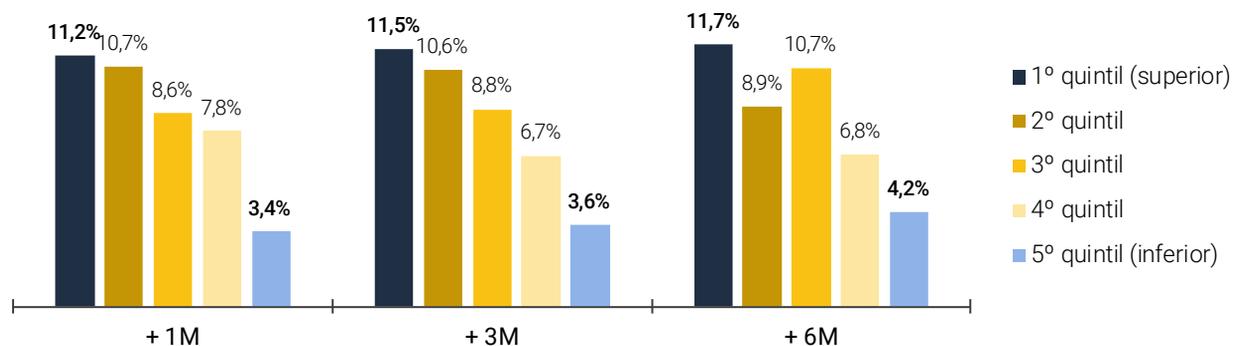


Figura 23: Retorno em excesso (anualizado) em ciclos de afrouxamento monetário



# Análise quantitativa

## Baixa Alavancagem Cestas Long & Short

Figura 24: Nomes com notas mais altas e mais baixas no fator de Baixa Alavancagem

Código	Sector	Score do fator	Qualidade Quintil	Código	Sector	Score do fator	Qualidade Quintil
ALOS3	Propriedades Comerciais	99.7	1	GFSA3	Construção Civil	25.0	5
BMOB3	TMT	99.7	2	MYPK3	Bens de Capital	24.3	4
PSSA3	Inst. Financeiras	99.0	1	VAM03	Transportes	23.4	3
GRND3	Varejo	98.6	2	TAE11	Utilidade Pública	23.0	5
FESA4	Mineração & Siderurgia	98.0	2	ONCO3	Saúde	22.1	3
CURY3	Construção Civil	97.4	1	SBFG3	Varejo	22.1	3
ODPV3	Saúde	97.3	1	MRFG3	Agro, Alimentos e Bebidas	21.6	5
ABEV3	Agro, Alimentos e Bebidas	96.9	2	ECOR3	Transportes	19.0	3
WEGE3	Bens de Capital	95.2	1	NEOE3	Utilidade Pública	18.7	4
LREN3	Varejo	94.3	1	KLBN11	Papel & Celulose	18.6	5
TGMA3	Transportes	93.9	1	RAPT4	Bens de Capital	18.6	5
SOJA3	Agro, Alimentos e Bebidas	92.7	2	CSNA3	Mineração & Siderurgia	17.9	5
CMIN3	Mineração & Siderurgia	91.4	2	BEEF3	Agro, Alimentos e Bebidas	17.7	4
LWSA3	TMT	91.2	2	COGN3	Educação	16.9	3
PLPL3	Construção Civil	90.3	2	DASA3	Saúde	16.8	4
KEPL3	Bens de Capital	89.9	1	ENEV3	Utilidade Pública	15.4	3
LJQQ3	Varejo	89.7	3	MRVE3	Construção Civil	14.3	5
RECV3	Óleo, Gás e Petroquímicos	88.7	2	LOGG3	Propriedades Comerciais	14.1	5
STBP3	Transportes	87.4	1	SIMH3	Transportes	13.5	5
RDOR3	Saúde	85.8	1	CRFB3	Varejo	13.4	5
VULC3	Varejo	85.4	1	CSAN3	Óleo, Gás e Petroquímicos	12.0	5
LAVV3	Construção Civil	84.2	1	EQTL3	Utilidade Pública	10.0	5
CMIG4	Utilidade Pública	84.0	2	AZUL4	Transportes	9.0	2
MDIA3	Agro, Alimentos e Bebidas	84.0	1	CBAV3	Mineração & Siderurgia	8.0	5
VIVA3	Varejo	82.7	1	BRKM5	Óleo, Gás e Petroquímicos	7.4	5
B3SA3	Inst. Financeiras	82.1	2	CAML3	Agro, Alimentos e Bebidas	7.3	5
TOTS3	TMT	81.6	2	VVEO3	Saúde	7.0	5
SYNE3	Propriedades Comerciais	81.1	3	SRNA3	Utilidade Pública	5.7	4
PETZ3	Varejo	80.1	3	HBSA3	Transportes	4.5	5

## Seção 5

# Alavancagem financeira em um cenário de juros altos

## Alavancagem financeira em um cenário de juros altos

Como se posicionar – uma cesta com papéis de baixa alavancagem

**Nós mantemos uma postura defensiva.** 2025 deve ser um ano em que a preservação de capital e a defesa são mais relevantes que ganhos de capital. Nós mantemos uma cautela elevada com empresas com alavancagem alta, à medida que o mercado de juros precifica a Selic alcançando o patamar de 16% ou mais em 2025. Nós continuamos favorecendo nomes com:

- Carrego sólido (altas TIRs e geração de fluxos de caixa);
- Maior proteção contra à inflação;
- Receitas em dólar;
- Baixa alavancagem financeira.

Dentro da nossa cobertura, filtramos por 4 critérios:

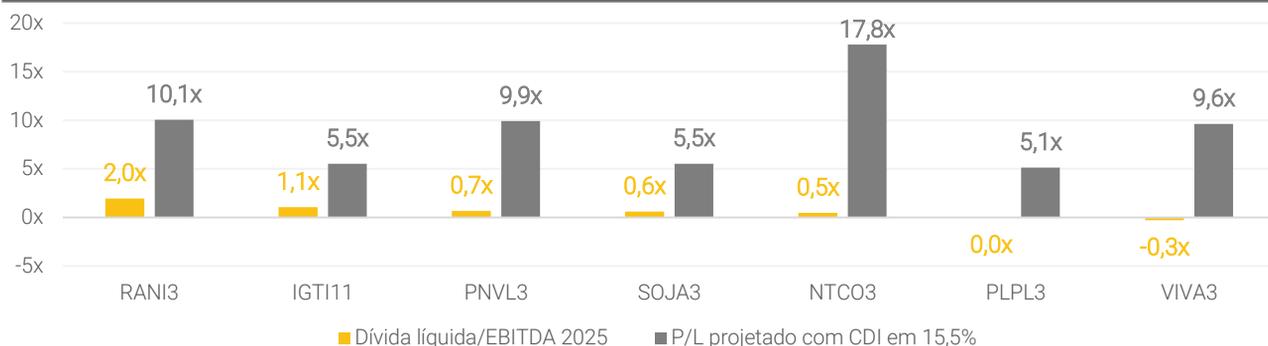
- Ações com uma **recomendação de compra** de nossos analistas setoriais;
- Uma queda nas últimas 52 semanas **superior a 20%**;
- Uma revisão **positiva** de lucros de 3 meses;
- Uma Dívida Líquida/EBITDA **inferior a 2,0x**.

Com isso em mente, nós compilamos uma cesta de 7 papéis para investir.

Figura 18: Cesta de baixa alavancagem financeira XP

Ticker	Setor	Recomendação	Valor de mercado R\$ mi.	Desempenho 52 semanas	Revisão de lucros* de 3 meses	P/L projetado com CDI em 15,5%	Impacto nos lucros com CDI em 15,5%	Dívida Líquida/EBITDA 2025
RANI3	Papel & Celulose	Compra	1.658,61	-25,6%	N/A	10,1x	-19,6%	2,0x
IGTI11	Propriedades Comerciais	Compra	2.721,19	-24,5%	0,0%	5,5x	-11,1%	1,1x
PNVL3	Varejo	Compra	1.229,22	-29,2%	3,6%	9,9x	-2,5%	0,7x
SOJA3	Agro	Compra	1.372,33	-36,0%	1,5%	5,5x	-7,0%	0,6x
NTCO3	Varejo	Compra	16.905,44	-21,6%	7,4%	17,8x	4,5%	0,5x
PLPL3	Construção Civil	Compra	1.852,63	-24,3%	0,7%	5,1x	-4,2%	0,0x
VIVA3	Varejo	Compra	4.706,58	-41,4%	4,1%	9,6x	1,3%	-0,3x

Figura 19: Cesta de baixa alavancagem financeira XP



## Alavancagem financeira em um cenário de alta da Selic

Na Renda Fixa, a preferência é por *ratings* elevados e baixa *duration*

O mercado de renda fixa apresenta uma perspectiva promissora para 2025, mas que exige cautela e seletividade. Conforme exposto, o ambiente macroeconômico atual - caracterizado por desafios fiscais, altas taxas de juros, depreciação do real e riscos políticos locais e globais - continua a moldar as oportunidades nessa classe de ativos.

Além disso, após um ano de compressão contínua, os *spreads* de crédito começaram a se ajustar, retornando a níveis mais consistentes com os riscos subjacentes, em nossa opinião. Entre setembro de 2024 e janeiro de 2025, os *spreads* sobre o CDI (conforme medido pelo IDEX<sup>1</sup>) aumentaram em aproximadamente 50 bps, e de forma mais acentuada em emissores de qualidade inferior, dados os desafios econômicos futuros.

Em um ambiente de taxas altas, os investidores podem obter retornos atraentes ajustados ao risco por meio da diversificação e de alocações cuidadosamente calibradas.

Mantemos nossa preferência por títulos IPCA+, com *duration* de aproximadamente cinco anos, que oferecem rendimentos reais acima de 7,0%. Esse nível continua atraente em um cenário em que as projeções de inflação excedem a meta do Banco Central. Tomando esse rendimento e *duration* como exemplos, um título mantido até o vencimento poderia proporcionar um retorno real acumulado de mais de 40%. Além dos retornos, esses títulos oferecem proteção contra a inflação quando mantidos até a data de vencimento, uma característica crucial em um contexto de incertezas fiscais e pressões persistentes sobre os preços.

Com a expectativa de que a taxa Selic permaneça alta, os títulos pós-fixados continuam a desempenhar um papel fundamental nos portfólios mais conservadores e nas estratégias de liquidez. Os títulos públicos ou corporativos pós-fixados oferecem uma combinação de retornos atraentes e baixa volatilidade.

Embora não sejam nossa escolha preferida, dada a perspectiva incerta para 2025, os títulos prefixados de *duration* curta (de um a dois anos) podem ser considerados em casos de ativos específicos com prêmios de risco diferenciados (particularmente títulos bancários de alta qualidade) ou estratégias de investimento direcionadas.

Considerando o cenário descrito neste relatório, os investidores devem avaliar cuidadosamente os emissores, concentrando-se, de preferência, em nomes de baixa alavancagem e de alta qualidade. Em casos de títulos emitidos por bancos, recomendamos a observância dos limites do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) por CPF e grupo financeiro.

Figura 25: Prêmio de crédito IDEX - DI (ex-Light, ex-Americanas e ex-Aeris)

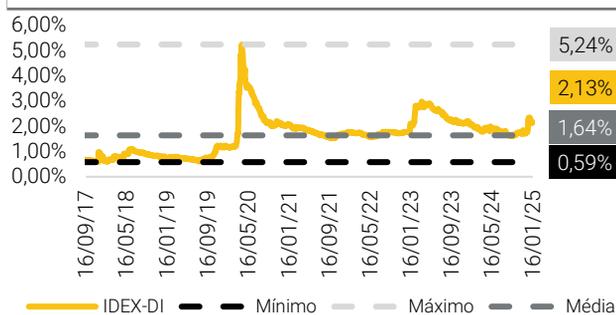
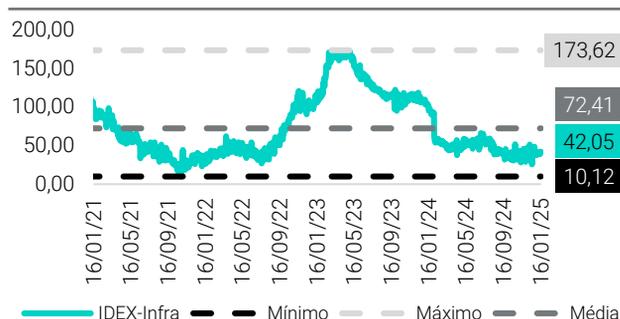


Figura 26: Prêmio de crédito IDEX - Infra (IPCA) - bps / B-ref (ex-Light)



## Disclaimer

- 1) Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Resolução CVM 20/2021, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.
- 2) Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.
- 3) O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(s) é(ão) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.
- 4) O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Resolução CVM nº 20/2021 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.
- 5) Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.
- 6) O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a Resolução CVM nº 16/2021, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.
- 7) Para fins de verificação da adequação do perfil do investidor aos serviços e produtos de investimento oferecidos pela XP Investimentos, utilizamos a metodologia de adequação dos produtos por portfólio, nos termos das Regras e Procedimentos ANBIMA de Suitability nº 01 e do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Distribuição de Produtos de Investimento. Essa metodologia consiste em atribuir uma pontuação máxima de risco para cada perfil de investidor (conservador, moderado e agressivo), bem como uma pontuação de risco para cada um dos produtos oferecidos pela XP Investimentos, de modo que todos os clientes possam ter acesso a todos os produtos, desde que dentro das quantidades e limites da pontuação de risco definidas para o seu perfil. Antes de aplicar nos produtos e/ou contratar os serviços objeto deste material, é importante que você verifique se a sua pontuação de risco atual comporta a aplicação nos produtos e/ou a contratação dos serviços em questão, bem como se há limitações de volume, concentração e/ou quantidade para a aplicação desejada. Você pode consultar essas informações diretamente no momento da transmissão da sua ordem ou, ainda, consultando o risco geral da sua carteira na tela de carteira (Visão Risco). Caso a sua pontuação de risco atual não comporte a aplicação/contratação pretendida, ou caso existam limitações em relação à quantidade e/ou volume financeiro para a referida aplicação/contratação, isto significa que, com base na composição atual da sua carteira, esta aplicação/contratação não está adequada ao seu perfil. Em caso de dúvidas sobre o processo de adequação dos produtos oferecidos pela XP Investimentos ao seu perfil de investidor, consulte o FAQ. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.
- 8) A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.
- 9) Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.
- 10) SAC. 0800 77 20202. A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.
- 11) O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: [www.xpi.com.br](http://www.xpi.com.br).
- 12) A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.
- 13) A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas.
- 14) Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto.
- 15) O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.
- 16) O investimento em termos são contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.
- 17) O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.
- 18) ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.

