

Carteira Safe Haven

Por Nicolas Merola, CNPI

Seja bem-vindo(a)! Sou Nicolas Merola e faço parte do time de analistas de investimentos certificados da EQI Research.

Neste relatório, meu objetivo é entregar para você as nossas recomendações de classes, pesos e ativos que compõem a **Carteira Safe Haven**. Além disso, vou explicar o racional e o contexto da seleção de cada uma delas. Tudo isso será posto à luz do complexo contexto em que vivemos, tanto economicamente quanto geopoliticamente.

Com base nos conteúdos publicados na EQI Research, vou explicar também como fazer o acompanhamento da carteira e dos seus ativos. Aproveite!

O Contexto

O atual contexto geopolítico não é fácil de ser resumido. O que pode servir como um ponto de partida para essa contextualização é a pandemia em 2020. Até aquele momento, China e Estados Unidos já travavam uma guerra comercial em diversas frentes. Mas, até então, havia uma guerra indireta, em que a economia americana, ainda muito dependente da China, buscava se diferenciar e manter a sua relevância majoritariamente através da dominância tecnológica.

Não havia na ocasião um sentimento de reindustrialização americana. Os grandes temas eram a infraestrutura 5G da Huawei e a influência das mídias sociais chinesas como o TikTok.

Após a pandemia, no entanto, as disputas globais começaram a se acirrar. Um grande marco foi o estouro da guerra entre a Rússia e a Ucrânia e, principalmente, o congelamento das reservas internacionais russas que estavam nos EUA. Esse movimento criou uma tendência não só de afastamento geopolítico, mas de afastamento econômico.

A era da globalização, da eficiência produtiva e da interdependência nacional começou a ruir.

Depois desse evento, as grandes potências globais, principalmente China e Rússia, aceleraram o seu afastamento através do inédito “ataque” à dominância do dólar. Ambos intensificaram o uso de seu sistema proprietário de transações financeiras, diferente do

padrão ocidental SWIFT, e incentivaram o mundo a realizar acordos bilaterais transacionados em moedas próprias, ante o uso da moeda americana.

Além disso, as reservas globais, antes majoritariamente denominadas em títulos dos EUA, começaram a ser drasticamente reduzidas e substituídas por alternativas como **ativos locais** e o **Ouro**.

Tanto para os EUA quanto para a China e muitos outros, esse processo de separação em busca da independência é longo e custoso. E acabou por afetar as decisões de cada país de forma diferente.

Para a China, seu atraso tecnológico fez com que o país investisse massivamente no setor, ajudando diversas divisões a crescerem muito rapidamente. E isso abrange produção de chips, carros elétricos e equipamentos eletrônicos, a geração de energia renovável, a indústria aeroespacial e outros. Em suma, o país asiático hoje já é uma potência econômica, e cada vez mais busca – e precisa – se tornar uma potência tecnológica.

Já por parte dos EUA, um dos primeiros pontos de atuação foi a busca pela independência energética. Na última década, a produção americana de petróleo e gás aumentou significativamente, a ponto de o país assumir uma posição importante como exportador da *commodity*.

Além disso, os americanos colocaram como prioridade nacional a reindustrialização, em um processo que, em função do custo de mão de obra mais alto, foi ano após ano deixando o país rumo a alternativas mais baratas como México, Vietnã, China e outros.

Isso culminou, mais recentemente, na política tarifária dos EUA como uma opção para fazer com que algumas dessas relações comerciais, antes deficitárias para os EUA, se tornassem superavitárias, além de servirem de incentivo ao retorno a produção local.

A Carteira

A ideia da Carteira Safe Haven é apresentar uma seleção de investimentos para o investidor local e que seja resiliente ao atual contexto de incerteza no qual estamos inseridos.

Para isso, utilizamos uma alocação diversificada entre classes, índices, setores e até geografias. Vamos nos utilizar da Renda Fixa **para dar previsibilidade para a carteira**, dos Fundos Imobiliários como principal **instrumento de renda**, das ações como o principal fator

de **multiplicação patrimonial** e, por fim, da alocação externa como um importante fator de **proteção** (*hedge*) para o restante do portfólio.

Após expor as alocações de cada uma dessas classes, também detalharei os motivos pelos quais selecionamos cada um dos ativos ali listados.

A Persona

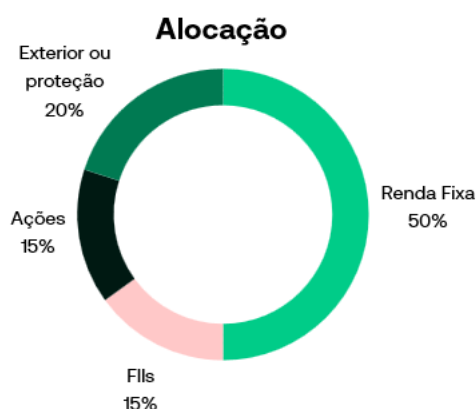
Para esse exercício, consideramos como “investidor referência” o investidor local. Ou seja, aquele que mantém seu patrimônio majoritariamente no Brasil e pretende mantê-lo dessa forma. Além disso, é alguém que possui uma certa aptidão a risco e tem ou pretende ter alguma exposição a ativos de renda variável.

Não que os demais perfis de investidor não possam tirar proveito do conteúdo, insights e análises que são aqui expostas. A intenção aqui é transparecer para você, leitor, o que é, em minha visão, o perfil mais comum de investidor que receberá esse relatório.

Por isso, cada investidor deve montar a sua alocação pessoal levando em consideração os seus objetivos pessoais, as suas necessidades de liquidez, assim como a sua aptidão ao risco, adaptando o que está aqui sendo discutido à sua realidade pessoal.

A Alocação

Começando pela distribuição de pesos entre as classes, a carteira foi estruturada da seguinte forma:



Essa alocação busca equilibrar a necessidade que o investidor possui de ter algum tipo de previsibilidade para o seu patrimônio, com uma exposição a ativos de renda variável que potencializam o retorno. Nessa alocação, a categoria de proteção via ativos no exterior ganhou espaço e peso, devido ao contexto atual.

Renda Fixa

A grande característica e fortaleza dos ativos de renda fixa normalmente são confundidos pelos investidores que usualmente os classificam como ativos “seguros”. Entretanto, essa afirmação não é completamente verdade. A renda fixa nada mais é que um nível dentro de uma hierarquia de pagamentos.

Uma empresa, por exemplo, primeiro deve aos seus colaboradores (funcionários), antes de dever para os seus credores (renda fixa) para, por fim, dever para os seus acionistas (ações).

Neste mesmo exemplo, um ativo de renda fixa de uma empresa em dificuldades financeiras é muito mais arriscado, e conseqüentemente menos seguro, do que uma ação de uma empresa sólida e financeiramente estável.

Mas, se a segurança não é a principal característica de um investimento de renda fixa, qual é? E a resposta para essa pergunta é a **previsibilidade**, e esse é o fator que queremos trazer para essa carteira com a alocação na classe.

Diferentemente de quando se compra uma ação, um título de renda fixa possui um prazo determinado, assim como uma taxa de retorno. Essas duas variáveis, quando combinadas, fazem com que o investidor possa, de forma muito mais precisa, projetar o seu retorno com aquele investimento.

Já a ação, por mais que você tenha uma expectativa do quanto a companhia valha - por exemplo, a partir de uma análise de fluxo de caixa descontado -, não te dá garantias de que o mercado estará disposto a pagar por essa sua precificação. Além disso, mesmo que aconteça, quando essa precificação será reconhecida? Isso também é uma grande incógnita já que isso pode acontecer tanto num curtíssimo quanto num longuíssimo espaço de tempo.

Com isso em mente, vamos à alocação de renda fixa:

Renda Fixa	Pesos
------------	-------

Pós-fixado	42,5%
IPCA – Até 3 anos	37,5%
IPCA – de 3 a 10 anos	20,0%

Vale notar que optei em não especificar os títulos, dado que a variedade de produtos e disponibilidade para investimento são variados. Tanto os títulos públicos, como CDBs, Debêntures, LCIs, LCAs e outros produtos de renda fixa brasileiros se enquadram nesta categoria.

Um paralelo, usando exclusivamente títulos públicos (já que esses sim são padronizados) seria: (i) nos pós-fixados, o Tesouro Selic; (ii) nos IPCA, os títulos Tesouro IPCA+.

Pós-fixados

Por serem pós-fixados, esses títulos possuem uma volatilidade muito baixa, e apresentam um comportamento muito semelhante ao do próprio CDI, principalmente se concentrado em títulos de baixo risco.

Sua principal função no portfólio será reduzir a volatilidade do patrimônio como um todo, funcionando como uma fundação sólida em uma construção, ao mesmo tempo em que oferecem uma rentabilidade interessante, dadas as taxas de juros reais elevadas pagas pelo governo brasileiro atualmente.

IPCA

Já os títulos IPCA, por mais que apresentem uma volatilidade superior aos pós-fixados, possuem uma característica valiosíssima para momentos de instabilidade: um fator de proteção contra a inflação.

O IPCA é o principal índice de preços em nossa economia e, por mais que não seja preciso em representar o aumento do custo de vida de um cidadão individualmente – dado que isso depende do padrão e da cesta de consumo que é diferente de um investidor para o outro –, é a forma mais abrangente e aceita. Além disso, é o índice referência para a política monetária.

Neste grupo, dei preferência para os vencimentos curtos, de até 3 anos, e médios, de até 10 anos. Isso porque os títulos de longo ou longuíssimo prazo, quando não pagam juros intermediários, carregam uma duração muito alta e, portanto, apresentam volatilidade

muitas vezes equivalente à da renda variável. E essa não é a intenção com esse núcleo da renda fixa da carteira, pensada para ser bastante previsível.

Fundos Imobiliários

Os fundos imobiliários (FIs) têm a função de serem o principal provedor de renda neste portfólio. Pela estrutura do produto, os FIs pagam seus dividendos mensalmente, salvo pouquíssimas exceções, de acordo com a renda recebida pelo próprio fundo por seus ativos.

Esse fator renda funciona como uma segunda camada de estabilização e previsibilidade no portfólio, pois com esses recursos é possível fazer pequenos rebalanceamentos ou reinvestimentos periódicos. Um fator importante de uma carteira resiliente é justamente sua capacidade de se reajustar aos momentos do mercado, seja pelo uso de caixa ou pelo fator renda.

Fundos Imobiliários	Pesos
KNCR11	20,0%
BTCI11	20,0%
BTLG11	20,0%
HGBS11	20,0%
HGRE11	20,0%

Para essa seção da carteira, separamos 5 ativos, com características diferentes e complementares dentro do mercado imobiliário.

Dois deles, o KNCR11 e o BTCI11, são fundos apelidados de “fundos de papel”, ou seja, que carregam em sua carteira dívidas do mercado imobiliário, usualmente CRIs (Certificados de Recebíveis Imobiliários).

Os demais, BTLG11, HGBS11 e HGRE11, são “fundos de tijolos”, fundos que possuem ativos imobiliários reais, cada um em seu segmento de especialidade. Vamos detalhar melhor cada um deles.

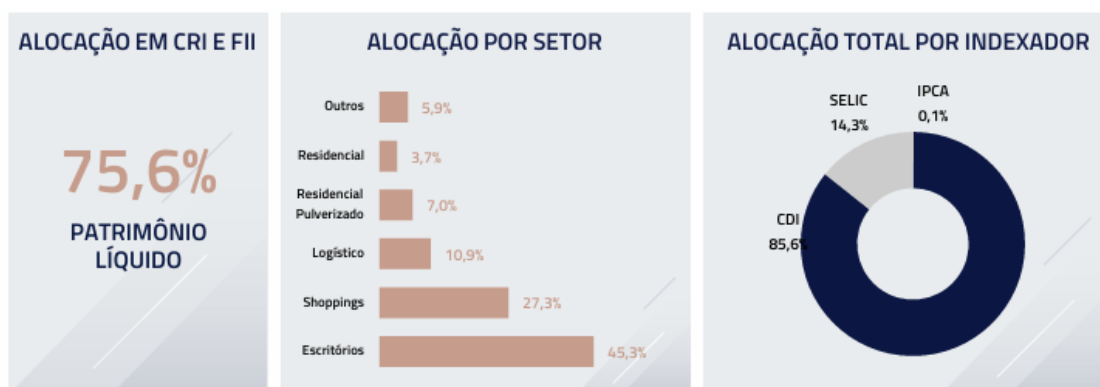
Kinea Rendimentos Imobiliários (KNCR11)

O KNCR é o maior fundo imobiliário disponível hoje. Com um valor de mercado de R\$ 10,9 bilhões, sua popularidade e crescimento está em grande parte pautado pela sua simplicidade, previsibilidade e histórico.

Como comentei anteriormente, o KNCR é um fundo de papel e, portanto, investe majoritariamente em dívidas do mercado imobiliário. O último relatório trimestral do fundo apresentou uma distribuição do patrimônio por produto de 76% em CRIs, 10% em LCI (Letras de Crédito Imobiliário) e 14% em ativos caixa.

Na minha visão, das três características que citei, simplicidade e previsibilidade podem ser atribuídas ao fato de o fundo alocar, quase que integralmente, em ativos indexados ao CDI ou à taxa Selic. Dessa forma, a cota patrimonial, função do desempenho desses títulos, tem um comportamento muito estável. A exceção, desde o início do fundo em 2012, foi apenas durante o período da pandemia.

Um grande patrimônio, para um fundo de papel, gera um outros benefícios menos comentados, mas que considero de suma importância. O maior deles é a pulverização do patrimônio. Dado que muitas das boas oportunidades no mercado de CRIs envolvem grandes quantias, ter um fundo de papel com um patrimônio pequeno implica em uma maior dificuldade de diversificação do patrimônio. Perceba que falei em pulverização, e não em diversificação, o que considero de suma importância para um fundo de papel que precisa entregar resultados de curto prazo consistentemente. Os 86 ativos presentes na carteira do fundo nos expõem a 50 ativos imobiliários em diversos segmentos, desde escritórios aos shoppings, logística e outros (imagem).



Fonte: RI KNCR11

Para a estratégia, essa é uma fonte de renda sólida, mas de menos potencial. A taxa média da carteira, de CDI+2,04% ao ano, é considerada baixa, principalmente quando incluída o custo de administração do fundo de 1% ao ano. Para o investidor, portanto, fica CDI+1,04% a.a. mais o ágio ou deságio que o fundo estiver negociando no mercado secundário.

Como comentei, o objetivo aqui é solidez, estabilidade e liquidez.

BTG Pactual Crédito Imobiliário (BTCL11)

Já o BTCL, também um fundo de papel, possui um perfil bem diferente. Começando pelo valor de mercado, de R\$ 930 milhões, mais de 10x vezes menor do que o KNCR. Além disso, o fundo está focado em projetos mais rentáveis e de maior risco.

Sua carteira, 95% indexada pelo IPCA, carrega uma taxa média de IPCA+9,71% e, no pouco que carrega de ativos CDI, CDI+8,06%. Minha intenção é justamente diferenciar o perfil do outro ativo de mesmo nicho na carteira.

Além dos 81% de CRIs que o fundo possui, ele também carrega uma porção importante, de 19% de investimentos em outros fundos imobiliários. No total, são 38 CRIs – distribuídos entre 25 projetos concentrados 54% em São Paulo – e 9 FIs.

Apesar de menor, o fundo é listado desde 2017 e possui mais de 200 mil cotistas. Atualmente, o BTCL negocia com um desconto sobre o valor patrimonial de referência, trazendo sua renda (*dividend yield*) dos últimos 12 meses para acima de 12%.

BTG Pactual Logística (BTLG11)

Para o primeiro fundo de tijolo da carteira, selecionei um dos setores de maior crescimento no mercado imobiliário, o setor logístico.

O fundo, com R\$ 5,5 bilhões de reais de patrimônio, consiste em comprar ativos logísticos, majoritariamente galpões, e locá-los para grandes empresas. Seu maior cliente hoje, em percentual da receita, é o Assaí Atacadista, responsável por 8% da receita do fundo. Outras marcas são DHL (6%), Unilever (6%), Ceva (6%), Amazon (4%) e muitas outras. Os 20 maiores locatários, juntos, representam 67% da receita do fundo, oferecendo uma excelente diversificação de inquilinos.

Isso é possível pois o fundo hoje possui 29 ativos logísticos majoritariamente (92%) em São Paulo. Desses, 38% da receita está no “Raio 30”, ou seja, a uma distância de até 30km do centro da cidade de São Paulo. Outros 38%, estão entre os Raios 30 e 60 km.

A proximidade de um grande centro urbano (neste caso, São Paulo/SP), é uma das principais características que atestam a qualidade de um portfólio de galpões. Além disso, fácil acesso às rodovias, qualidade de infraestrutura do ativo e padrão construtivo atestam o perfil de alto padrão do BTLG11.

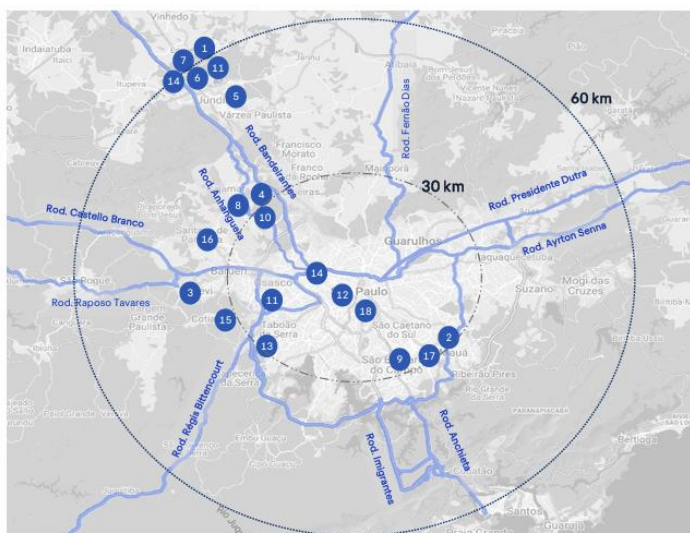


Imagem dos ativos Raio 30 e Raio 60 do BTLG Fonte: RI BTLG11

Outra eventual e pontual fonte de renda do fundo é a compra e venda de ativos. Apesar de não ser o foco da estratégia, historicamente o fundo foi bem-sucedido nessas negociações acumulando, até o último relatório gerencial, um lucro de R\$ 4,68/cota nessas transações.

Em minha visão, o segmento logístico é um dos segmentos mais alinhados com o desenvolvimento do mercado imobiliário pela mudança do padrão de consumo. Desde a pandemia, a utilização de serviços de entrega para qualquer tipo de compra, desde vestuário, a bens e até alimentação, gerou uma forte busca por ativos mais bem posicionados aos centros urbanos e a valorização do imóvel e o preço pedido no aluguel continuam crescentes. Este padrão, já muito bem consolidado em economias desenvolvidas, tende a continuar.

Hedge Brasil Shopping (HGBS11)

Já o HGBS, fundo gerido pela gestora independente Hedge, também é um fundo de tijolo, mas de nicho diferente. Seus ativos são shopping centers.

O fundo possui R\$ 2,6 bilhões em patrimônio distribuído entre 20 shopping centers diferentes ao redor do país. Das geografias, a mais relevante é o estado de São Paulo (87% da receita), Tocantins (7%), Santa Catarina (4%), Rio Grande do Sul (2%), Rio de Janeiro (1%) e Mato Grosso (1%), totalizando 258 mil metros de área bruta locável em shoppings.

Apesar da tese de shopping centers ser bastante criticada, principalmente pelo fato de muitos desses ativos terem se tornado obsoletos e replanejados nos EUA, por aqui o

shopping center atende propósitos diferentes a esse antigo conceito de *malls* americanos. Inclusive, no exterior, os novos empreendimentos, já planejados para esse novo padrão de consumo, vem fazendo sucesso e se tornando cada vez mais comuns. Esse novo padrão é de um shopping que não é apenas como um lugar para se fazer compras, mas também um lugar para se estar. Lá, você encontra lazer, espaços de convivência, serviços e, na parte do consumo, tem se tornado cada vez mais um consumo de luxo. Esse é o modelo vitorioso no qual grande parte dos shoppings brasileiros vem investindo. No Brasil, o shopping também tem um efeito de segurança, onde as famílias podem passear, usar aparelhos eletrônicos e fazer compras com um risco muito menor de se tornarem vítimas da violência ainda muito presente nos centros urbanos.

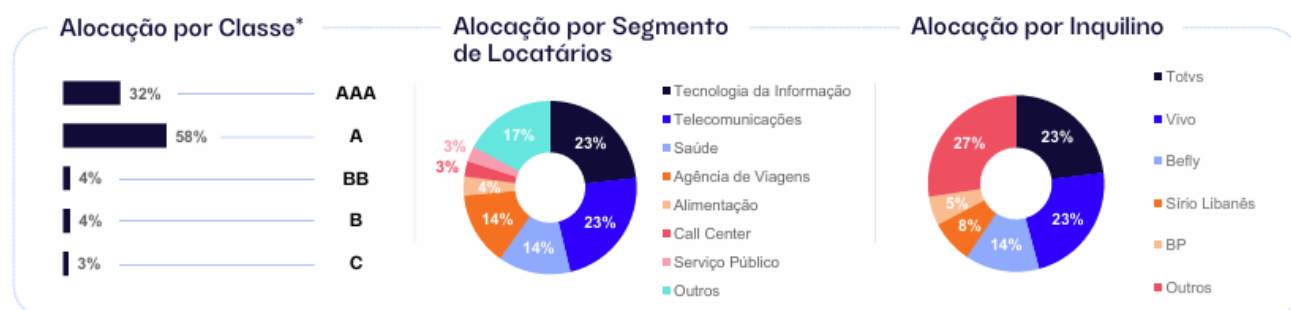
Pátria Escritórios (HGRE11)

Por fim, o último segmento imobiliário do nosso portfólio de FIs é o de lajes corporativas ou escritórios.

Este foi um segmento muito questionado após a pandemia devido à popularização do regime de trabalho à distância na maior parte das empresas. Entretanto, o modelo que imaginava-se ser o novo normal foi pouco a pouco se revertendo para o tradicional modelo presencial. O grande símbolo desse movimento não está nem no Brasil, mas sim nas empresas teoricamente mais adaptáveis a esse modelo: as grandes empresas de tecnologia americanas. A Amazon, de 2024 para 2025 deixou o modelo híbrido para um 100% presencial, 5 vezes na semana. Já outras, como Google e Meta, mantiveram o modelo híbrido, porém, adotaram uma postura rígida de, 3 dias, no mínimo, nos escritórios.

Independentemente se mais ou menos presencial, o que percebemos após 6 anos do início da pandemia é que, para a grande maioria das empresas, o presencial continua sendo o padrão e o HGRE, bem-posicionado em seu portfólio, continua rentabilizando com isso.

O fundo iniciado em 2008, o mais antigo dessa seleção, possui R\$ 1,7 bilhão em patrimônio imobiliário, apesar de apenas R\$ 1,5 bilhão em valor de mercado. Esse patrimônio está distribuído entre 13 edifícios corporativos com 41 locatários distribuídos em diferentes segmentos (imagem).



Fonte: RI HGRE11

Atualmente, a vacância física do HGRE é baixa para o segmento com somente 5,9% de área bruta disponível para locação. Este patamar foi alcançado após uma recente recuperação de vacâncias das regiões periféricas (Berrini, Chucuri Zaidan, Avenida Paulista e outros) em relação à famosa Faria Lima, avenida reconhecida como o centro financeiro do Brasil.

Ações

Já na seção de ações da carteira, nosso objetivo é a multiplicação patrimonial. Esse é o segmento de maior potencial para esse fim, entretanto, é o que carrega o maior risco e incerteza em relação a seus resultados. Nessa carteira, esse grupo tende a ser o mais volátil.

Para mitigar esses riscos, nossa seleção de ativos é mais criteriosa, focando em nomes com diferenciais competitivos, diversificação setorial e bom potencial de crescimento.

Apesar de, usualmente, como investidores, tendermos a dar mais atenção ao potencial de crescimento e de valorização do investimento, meu foco aqui será no efeito **diferencial competitivo**.

Na análise de ativos usamos o termo em inglês *moat* - ou fosso -, em referência aos fossos em volta dos castelos, como uma camada importantíssima para proteção. Esse mesmo conceito pode se aplicar à análise de empresas. Vamos explorar mais ao falarmos de cada um dos ativos recomendados abaixo:

Ações	Pesos
EQTL3	15,0%
PETR4	15,0%
ITSA4	15,0%

KLBN11	15,0%
AXIA3	10,0%
PSSA3	10,0%
ALOS3	10,0%
JBSS32	10,0%

Petrobras (PETR4)

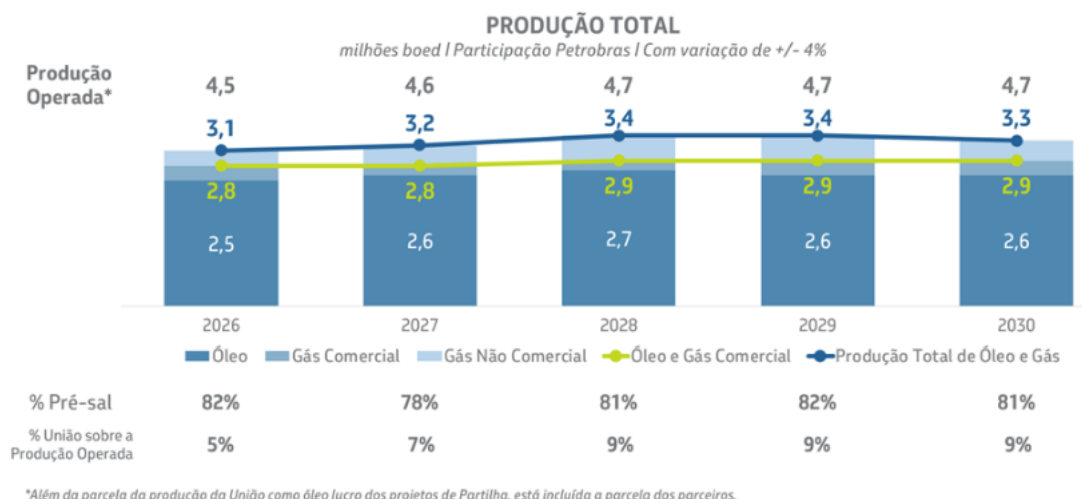
A Petrobras é a principal exploradora de Petróleo do Brasil. Sua produção, em comparação com a segunda maior petroleira brasileira listada, é 20 vezes maior. Além disso, é ela que mantém alguns dos melhores campos ao longo da costa brasileira e uma equipe reconhecidamente muito qualificada tecnicamente. Inclusive, a Petrobras foi a pioneira no mundo na exploração de óleo na camada pré-sal, desenvolvimento tecnológico que hoje corresponde à maior parte da produção nacional.

Portanto, seu diferencial competitivo, que a classifica para essa seleção, está principalmente na sua relevância nacional, e na sua capacidade técnica e tecnológica.

Agora, a companhia está entrando num novo ciclo, um ciclo de maior incerteza, mas que tende a traçar como será o seu futuro de longo prazo. O tempo do pré-sal, tão relevante até aqui, está acabando. O seu pico de produção, estimado para ser alcançado em 2030, se aproxima e o novo horizonte será determinado pelo mais novo projeto, o da margem equatorial. Também por isso, esse histórico técnico é tão importante para a tese.

Hoje, sua produção é de 3,1 milhões de barris de óleos equivalentes por dia, e sua intenção é fazer esse número crescer para próximo de 3,4 milhões (imagem), antes de se estabilizar e posteriormente começar a declinar até que os projetos na margem equatorial integrem o portfólio.

Produção projetada pela Petrobras em seu plano de investimentos 2026-2030



Fonte: RI Petrobras

Importante colocar sob perspectiva que essa produção pode ser muito mais ou muito menos rentável a depender das condições de mercado. No plano de investimentos 2026-2030 da companhia, eles projetam que, se o preço do petróleo se mantiver, na média, em U\$ 63 dólares, a companhia deve entregar seus investimentos sem se endividar - sendo esse o ponto de equilíbrio para o ano. Em nossa visão, se isso se concretizar, a companhia terá um resultado que pode resultar em um dividend yield de 8%.

Entretanto, como bem já enfatizei algumas vezes nesse relatório, o contexto geopolítico não é de paz e estabilidade, e o petróleo já está sofrendo impactos em função dos conflitos. Isso aconteceu durante a incursão dos EUA na Venezuela e durante os conflitos no Oriente Médio.

Equatorial (EQTL3)

Dentro do setor energético, existem três sub seguimentos: o de geração de energia (usinas hidroelétricas, termoeletricas, placas solares etc.), o de transmissão de energia (transporte da energia gerada até o centro urbano) e o de distribuição de energia (da transmissora até o cliente final).

Apesar de inicialmente bem especializadas - como a Equatorial já foi no segmento de distribuição de energia - hoje em dia as companhias do setor vêm buscando cada vez mais diversificar seus portfólios.

Na distribuição, ficou amplamente reconhecida como uma empresa de alta qualidade. Sua trajetória de valorização ao longo dos anos a consolidou como uma das maiores histórias de criação de valor da bolsa brasileira. Além disso, se destacou como uma

alocadora de capital excepcional, obtendo grande êxito na aquisição e reestruturação de outras distribuidoras. Seu diferencial está na eficiência operacional, apresentando indicadores superiores aos de seus pares no segmento.

A empresa recentemente fez uma excelente alocação de capital ao se tornar acionista de referência no processo de privatização da Sabesp, adquirindo 15% da companhia por R\$6,9 bilhões. Se considerarmos o preço de mercado atual da Sabesp, essa aquisição já gerou R\$8,7 bilhões de valor, dado que 15% da Sabesp hoje tem o valor de mercado de R\$15,6 bilhões.

Segundo estimativas do BTG Pactual, a Equatorial negocia atualmente com uma taxa de retorno implícita de IPCA + 10,4%.

Itaúsa (ITSA4)

A Itaúsa é uma holding empresarial, isso significa que é uma empresa que tem como operação a gestão de investimentos em outras empresas. Sua atividade própria não gera resultados, apenas custos, que são financiados pelas distribuições de dividendos que as empresas embaixo dessa holding fazem.

Portfólio de empresas da Itaúsa



Fonte: RI ITSA

Apesar de seu portfólio parecer diversificado e heterogêneo, hoje a Itaúsa ainda tem seu patrimônio 94% concentrado em Itaú e é de lá que grande parte do resultado vem. Apesar de estar cada vez mais diversificando sua carteira, a ação ainda se comporta de forma muito parecida com a ação do Itaú.

A principal diferença está no efeito chamado desconto de holding, comum em empresas com essa estrutura. O desconto de holding é um desconto aplicado na precificação dessas empresas em função dos custos adicionais que elas têm em relação a se investir diretamente nas subsidiárias. No caso da Itaúsa, esse desconto se encontra próximo de 24%, significativo para o histórico, mais próximo de 20%.

Agora, vamos comentar brevemente sobre cada um dos ativos desse portfólio:

Itaú: Já é a maior instituição financeira de toda a América Latina, e vem se tornando cada vez melhor. A companhia foi muito bem-sucedida em seu posicionamento mais conservador no último ciclo de crédito, o que, diferentemente de alguns concorrentes, a colocou numa posição privilegiada para continuar focando no seu processo de reestruturação tecnológica que começou alguns anos atrás, provocado pela forte competição que as fintechs, como Nubank e Banco Inter, trouxeram ao mercado bancário. Os resultados agora estão sendo colhidos e o banco, nos últimos anos, vem entregando rentabilidades sobre o patrimônio (ROE) recordes – acima de 20% –, mantendo inadimplências baixas (as menores do mercado) e seu resultado sólido. Em 2025, inclusive, começou a fazer distribuições extraordinárias de dividendos (maior que o da sua política usual).

Dexco: A maior produtora de painéis de madeira industrializado se especializou em reformas e decorações. Seu portfólio hoje é muito mais diversificado e conta com as marcas Deca (louças e sanitários), Portinari (revestimentos cerâmicos), Hydra (válvulas sanitárias), Casrelatto (revestimentos de concreto), Ceusa (revestimentos cerâmicos) e Durafloor (revestimentos laminados e vinílicos).

Alpargatas: Dona das sandálias Havaianas, é considerada a maior fabricante de calçados abertos da América Latina. Depois de já dominar o mercado brasileiro, está expandindo de forma bem-sucedida internacionalmente e utiliza isso como atual avenida de crescimento.

Motiva: é a antiga CCR, empresa de infraestrutura de mobilidade com diversas concessões rodoviárias, aeroportos e outros. Foi a inclusão mais recente dentro do portfólio da Itaúsa.

Agea: Empresa de 2010 de saneamento que atende mais de 760 cidades em 15 estados. É uma das empresas que ainda não têm ações listadas.

Copa Energia: É uma das maiores empresas na distribuição de gás GLP (gás de cozinha) com 24% de participação nesse mercado. São 403 mil botijões engarrafados por dia.

NTS: Também no ecossistema do gás natural, a NTS é uma transportadora de gás. Esse transporte, feito através de dutos, dos quais a NTS possui mais de 2 mil km, gera uma estabilidade e previsibilidade com contratos de longo prazo.

Considero que a Itaúsa possui diversos *moats*, seja pelo negócios muito bem-posicionados, sendo muitos deles líderes em seus segmentos de atuação, como pela disciplina de alocação e, futuramente, maior diversificação de receitas.

Klabin (KLBN11)

Estamos adicionando Klabin (KLBN11) à carteira por considerarmos que a ação combina potencial de valorização com perfil um defensivo. A empresa vem avançando na desalavancagem, o que reforça sua capacidade de manter dividendos consistentes, ao mesmo tempo em que possui boas perspectivas nos segmentos de celulose (matéria prima do papel e outros produtos), *fluff* (polpa de celulose utilizada para absorção e retenção de líquidos) e embalagens (caixas de papel, papel ondulado, kraft e outros). Seu modelo de atuação integrada, desde a base florestal até o produto, gera eficiência operacional e maior controle de custos.

A companhia é a maior produtora de papéis para embalagens do Brasil, com 23 unidades industriais e atuação dividida em quatro áreas: florestal, celulose, papéis e sacos industriais. Seu portfólio é diversificado e orientado para nichos de maior valor agregado, como o fornecimento de embalagens para grandes setores da economia. A integração vertical e o uso de florestas próprias, com destaque para ativos de Pinus voltados à celulose fluff, proporcionam vantagens competitivas sólidas.

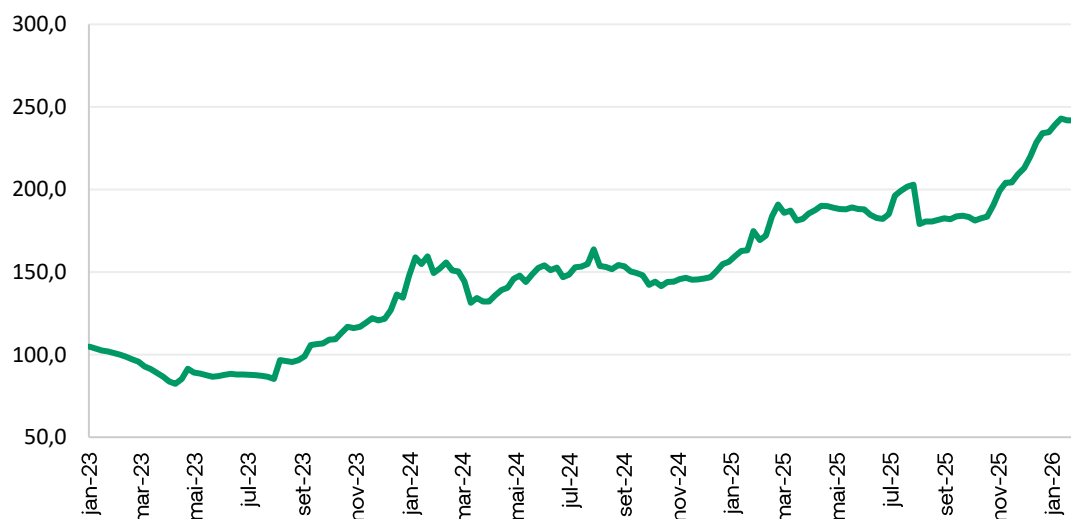
Mesmo com o cenário desafiador para os preços internacionais de celulose, vemos um horizonte favorável impulsionado por megatendências, como substituição do plástico, envelhecimento populacional, maior demanda por higiene pessoal e expansão do e-commerce. Além disso, a ação negocia a múltiplos abaixo da média histórica, o que indica potencial de reprecificação conforme os fundamentos melhorem. A valorização das terras florestais também representa um ativo estratégico relevante, servindo como reserva de valor e barreira de entrada no setor.

Axia (AXIA3)

A Axia é a maior geradora de energia elétrica do país. Gostávamos da tese da companhia desde o processo de privatização, por acreditar que a companhia seria bem-sucedida em seu processo de se tornar mais eficiente, vender ativos não centrais do negócio e aproveitar a tendência de elevação dos preços de energia.

Hoje a companhia já tem uma estrutura bem mais simplificada, após realizar desinvestimentos importantes, reduzir seu saldo de passivos de empréstimos compulsórios e ganhar eficiência com a redução de custos. Mesmos após uma valorização expressiva superior a 100% desde o início de 2025, ainda enxergamos potencial na companhia - em especial, devido ao cenário para os preços de energia, que estão em tendência de alta com o setor elétrico cada vez mais depende de fontes renováveis. Por possuir uma parte relevante da sua energia futura disponível para a venda e ser focada em ativos hidroelétricos, a Axia Energia é uma das companhias mais sensíveis aos preços de energia.

Preço de energia de médio prazo (R\$/MWh)



Fonte: DCIDE

Porto Seguro (PSSA3)

Porto Seguro é, em nossa visão, uma das companhias de maior qualidade da Bolsa brasileira, combinando resiliência operacional, forte geração de caixa e capacidade de entregar resultados de forma consistente ao longo do tempo. Além de contar com um negócio principal maduro e defensivo, a empresa vem ampliando sua atuação em frentes

com maior potencial de crescimento, ganhos de eficiência e expansão de rentabilidade, ao mesmo tempo em que mantém opicionalidades relevantes que podem destravar valor ainda não plenamente refletido pelo mercado.

A companhia se destaca como uma alternativa mais estável dentro da carteira, especialmente importante em um ambiente macroeconômico mais desafiador. Isso porque parte relevante de sua geração de resultados está associada ao desempenho de sua receita financeira, o que torna a empresa relativamente bem-posicionada em cenários de juros mais elevados. Em outras palavras, Porto Seguro reúne características defensivas que podem contribuir não apenas para a valorização do portfólio no longo prazo, mas também para oferecer alguma proteção em contextos de maior volatilidade ou deterioração do cenário econômico.

Além da resiliência de seu modelo de negócios, vemos espaço para continuidade da evolução operacional da companhia. A combinação entre crescimento em linhas estratégicas, captura de sinergias entre segmentos e avanço de rentabilidade em negócios ainda em processo de maturação reforça uma perspectiva positiva para os próximos anos. Esse perfil faz com que a empresa não seja apenas uma tese defensiva, mas também uma história de crescimento com disciplina de execução.

Do ponto de vista de *valuation*, entendemos que as ações seguem negociando em patamar atrativo em relação ao valor que consideramos justo para seus negócios. Atualmente, PSSA negocia a aproximadamente 8,6 vezes o lucro projetado para os próximos 12 meses, múltiplo alinhado à sua média histórica, mas em um momento em que a companhia apresenta uma dinâmica operacional mais favorável, com crescimento mais acelerado e melhora de margens. Em nossa avaliação, essa assimetria entre a evolução dos fundamentos e o nível atual de negociação reforça a atratividade do papel.

Allos (ALOS3)

Entendemos que o caso de investimento em Allos (ALOS3) evoluiu para um perfil mais claro de geração de caixa recorrente e distribuição de dividendos. A Allos possui um histórico de quase 50 anos no setor de shopping centers, mas sua configuração atual surgiu apenas em 2023, com a fusão entre Aliansce Sonae e brMalls. Mesmo após uma série de desinvestimentos, a companhia continua detentora de um portfólio amplo e diversificado, incluindo o controle ou administração em 51 shopping centers. Desde a fusão, a Allos tem executado uma agenda consistente de aumento de eficiência operacional e reciclagem de portfólio, priorizando a venda de ativos considerados menos estratégicos.

A Allos possui um portfólio robusto, amplamente diversificado e com forte exposição a shoppings de porte médio e regional, com presença predominante na classe média. Isso contrasta com seus principais pares listados, que operam portfólios menores e mais concentrados em regiões de maior renda. Mesmo após realizar diversas alienações de ativos, a companhia ampliou sua participação de mercado no volume total de vendas do setor de shopping centers no Brasil, o que reforça sua relevância competitiva.

JBS (JBSS32)

JBS é hoje a maior empresa de alimentos do mundo em termos de receita, resultado de uma estratégia bem-sucedida de expansão tanto orgânica quanto via aquisições ao longo das últimas décadas. Esse movimento permitiu à companhia diversificar sua atuação geograficamente e entre diferentes proteínas, reduzindo de forma relevante uma das principais características do setor: a elevada ciclicidade dos resultados.

Em nossa visão, essa transformação estrutural ainda não está plenamente refletida no preço das ações. A combinação entre maior diversificação operacional, presença global crescente e menor dependência de um único mercado ou proteína deveria levar a companhia a negociar mais próxima de seus principais pares globais, e não mais em linha com empresas locais, que tendem a apresentar maior volatilidade e menor previsibilidade de resultados.

Além dessa discussão de reprecificação, a tese também é apoiada por uma perspectiva favorável para a evolução dos resultados nos próximos anos. Um dos principais vetores para isso é a esperada melhora do ciclo da operação de carne bovina nos Estados Unidos, que hoje é o segmento mais relevante para a companhia e que vem passando por um período desafiador. A normalização gradual desse negócio pode contribuir para um avanço importante da rentabilidade consolidada da JBS, reforçando o potencial de valorização das ações e sustentando múltiplos mais compatíveis com o perfil atual da empresa.

Outro ponto relevante é que a diversificação regional e entre proteínas confere à JBS uma base de resultados mais equilibrada e resiliente. Essa característica torna a companhia particularmente interessante para compor uma carteira de investimentos com foco em qualidade e consistência, já que sua geração de resultados tende a ser menos dependente da dinâmica de um mercado específico. Além disso, a forte exposição internacional faz com que parcela relevante de sua receita esteja atrelada a moedas fortes, o que também pode funcionar como um elemento adicional de proteção em cenários de maior volatilidade no ambiente doméstico.

No conjunto, enxergamos a JBS como uma companhia que combina escala global, diversificação, potencial de melhora operacional e *valuation* atrativo, características que sustentam uma visão construtiva para o papel no médio e longo prazo.

Exterior ou proteção

A última seção do portfólio é a de investimentos no exterior e proteção. Nessa parte, diferentemente de todas as demais, meu objetivo é a inclusão de ativos que se comportem de forma desconcorrelacionada com o restante da carteira.

A correlação é a tendência estatística histórica que dois ativos têm de se moverem para a mesma direção. Quando positivamente correlacionado (entre 0 e 1), e mais perto de 1, a chance de um subir, quando o outro subir, é maior. Já quando negativamente correlacionado (entre -1 e 0), e mais perto de -1, a chance de um cair, quando o outro subir, é maior.

Ativos estrangeiros, principalmente de países desenvolvidos, normalmente carregam essa descon correlação com os ativos brasileiros devido o fator câmbio. Historicamente, e de forma geral, quando há incertezas, o câmbio dos países desenvolvidos tende a se valorizar. Isso acontece porque os investidores buscam por um “porto seguro” para seus portfólios.

A correlação, ou descon correlação, no fim, é só uma maneira quantitativa de medir esse comportamento de confiança que os investidores têm naquele ativo e recorrem a ele em momentos de estresse. Portanto, para decidir os ativos de proteção aqui da carteira precisamos das duas perspectivas, da quantitativa e da motivacional ou fundamental.

Recomendada	Peso
Títulos EUA de Curto prazo	25,0%
Títulos Europa de Curto prazo	25,0%
Ouro	50,0%

Outro ponto importante é que, nesta seção, por estarmos falando de ativos no exterior, a exposição pode ser feita tanto direta quanto indiretamente. Diretamente é quando os recursos são enviados para o exterior e investidos por lá. Indiretamente, é quando adquirimos esses mesmos ativos através de veículos de acesso disponíveis aqui no Brasil. Ambas são alternativas viáveis.

Títulos americanos e europeus de curto prazo

Os títulos americanos de curto prazo são considerados pelo mercado o ativo mais seguro, e referência quando falamos em títulos públicos. Ele é normalmente o balizador e referência para diversas outras taxas e índices, tamanha sua relevância e importância. Quando os títulos americanos de curto prazo estão com taxas consideradas altas – como agora –, o diferencial de juros dele para os títulos de outros países geram implicações cambiais importantes.

Para o nosso portfólio, esses títulos têm papel de proteção patrimonial porque são cotados em dólar – moeda à qual os investidores globais recorrem em momentos de maior estresse de mercado. Esse efeito de proteção só pode ser emulado por poucos ativos – em geral, por estruturas de derivativos mais complexas e caras. Aqui, a rentabilidade tende a ser assessoria.

O mesmo vale para os títulos europeus, denominados em Euros. Apesar de considerados menos seguros, grande parte dos conflitos globais hoje está ligado aos EUA. Por isso, ter uma parcela dessa proteção de curto prazo em uma outra moeda de país desenvolvido se faz ainda mais importante.

Lá no início, falamos como o ataque ao dólar é um movimento latente, e a perda dessa posição de dominância, juntamente com algumas decisões por parte do próprio EUA, já está enfraquecendo a moeda em relação a outras alternativas, como o euro, a libra e outras moedas europeias.

Ambas alocações, portanto, devem servir como insumo, para que, em momentos de maior correção ou pânico dos mercados, o portfólio tenha um amortecimento da queda ou liquidez para se rebalancear.

Ouro

Formas de acesso: No Brasil o BDR de ETF BIAU39 ou o ETF GOLD11, nos EUA os ETFs GLD ou IAU e na Europa os ETCs SGLN ou SGLP.

Por fim, temos o ouro que, diferentemente dos títulos governamentais de curto prazo, possui um efeito de proteção de médio e longo prazo.

Isso porque o ouro, apesar de parecer estável pela sua história e valor percebido (como em joias e outros produtos de alto valor), é um metal volátil. Sua resposta a efeitos de curto prazo tende a ser correlacionada ao de ativos de risco, justamente porque a prioridade do investidor num momento como esse não é a busca por proteção, mas sim por liquidez e previsibilidade – algo que, por exemplo, os títulos de curto prazo oferecem e o

ouro não. Por isso, sua descorrelação nos últimos 20 anos com o Ibovespa, em janelas semanais, é menor que a do dólar – de -0,2 contra -0,54 naquela escala de -1 até 1.

Entretanto, como mais profundamente abordado [nesse estudo que fiz](#), quando aplicado a portfólios, num prazo maior, o ouro gera um fator importante de estabilização e proteção. Isso porque o metal preciso possui esse longuíssimo histórico de ser amplamente aceito e, mais importante atualmente, **neutro** em meio a um mundo completamente dividido.

Mais recentemente, o ouro acelerou sua valorização e, entre classes de investimentos, esteve nos últimos três anos entre as melhores performances. Coincidentemente ou não, foi esse o período que as tensões aumentaram, assim como o “ataque ao dólar” citado anteriormente.

O ouro se torna ainda mais interessante como ativo de proteção aos brasileiros pois ele acumula não só as características históricas, mas também a cotação do dólar, já que o metal tem sua cotação de referência em dólares. Isso faz com que quando reavaliarmos aquela fraqueza de o ativo não são uma boa proteção de curto prazo, seja mitigado pois a alta do dólar, típica de mercados de estresse, tende a mitigar possíveis quedas que o ativo registre.

Agora, será que ele não já subiu demais para ser incluído no portfólio nesse momento? Primeiro, minha visão, tanto de ativos quanto de alocação, é menos pautada no agora. O que estou oferecendo aqui é uma visão de carteira que considero ser uma estratégia vitoriosa. Caso isso aconteça, outras partes do portfólio tendem a performar. Mas, mesmo assim, sendo mais objetivo na resposta, ainda acredito sim que exista uma tendência positiva para seu preço, mesmo após essa alta.

Há algum tempo, escrevi um [outro artigo](#), no qual listei os cinco principais fatores que, em minha visão, estavam causando efeito no preço do ouro que, à época, tinha acabado de alcançar US\$ 3.500 por onça pela primeira vez na história. Hoje, considero que todos eles ainda são válidos: (i) na geopolítica, as circunstâncias para o apaziguamento dos conflitos em curso estão cada vez menos visíveis. A China continua crescendo e continuará seu plano de expansão global; (ii) bancos centrais não são operadores de curto prazo, ou seja, pode-se imaginar que as compras feitas por eles são resilientes e, potencialmente, continuarão; (iii) estamos num período de cortes de juros globais e juros correntes mais baixos diminuem o custo de carregamento do ativo para os portfólios; (iv) o mundo está e deverá se manter mais inflacionário, o que é um risco de médio prazo; (v) por fim, hoje o acesso ao

ativo está cada vez mais simples e fácil – e a democratização dos investimentos é um processo recente não só para o brasileiro, mas para o mundo todo.

Como acompanhar a carteira?

A alocação da carteira foi pensada especificamente para a temática apresentada, mas ela foi conjuntamente pensada para que você tenha um acompanhamento contínuo dessa carteira no aplicativo EQI+.

Caso não conheça, temos programas (ou séries, como chamamos) contínuos que cobrem cada um dos mercados abordados neste relatório. No aplicativo, você poderá obter atualizações e novidades sobre os ativos aqui recomendados.

A **alocação**, enquanto distribuição percentual entre as classes, fica num relatório publicado trimestralmente, que cobre o cenário dos mercados e como acreditamos que os acontecimentos deveriam impactar essa alocação de referência. Esse relatório, chamado “Onde Investir”, pode ser [encontrado aqui](#).

Já os ativos de **renda fixa**, são cobertos e acompanhados através de uma publicação mensal no programa “Mais Renda Fixa”. Lá falamos recorrentemente sobre títulos públicos, mas também sobre os demais ativos de renda fixa, análises de crédito e mais. Acesse o programa [clicando aqui](#).

Para os **fundos imobiliários**, temos o programa “Investidor Imobiliário”. Suas publicações são mensais, todo início de mês, com carteira recomendada atualizada, na qual nos baseamos para fazer a seleção desse relatório. [Clique aqui](#) para acessar o programa.

O mesmo vale para a parte de **ações**, que também oferece uma carteira recomendada, relatórios mensais e atualizações dos resultados e principais acontecimentos das empresas. Nesse caso, inclusive, temos três programas sobre o mercado de ações: o [Buy & hold](#) (no qual a carteira de ações desse relatório foi inspirada), o [Mais Dividendo com Ações](#) e o [Ações em Foco](#).

Por fim, para a parte de **alocação no exterior e de proteção**, temos o programa [Global Investor Portfolio](#). Apesar de ter um foco bem diferente do apresentado aqui no relatório (alocação exclusivamente como uma via de proteção para a carteira), no Global Investor, você conta com conteúdo diário sobre cenário externo e relatório periódico com carteira recomendada.

Adicionalmente, a EQI Research também envia conteúdos variados via e-mail – e para recebê-los, bastante se inscrever no [EQI+](#).

Espero que tenha gostado desse relatório, até a próxima.

Nícolas Merola, CNPI.

Exoneração de Responsabilidade

Este relatório foi produzido pela EQI Investimentos Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("EQI Investimentos"). O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso da EQI Research. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais a EQI Research não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A EQI Research busca, mas não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas da EQI Research e os seus clientes. A EQI Research ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo deste relatório não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada neste relatório constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas. O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

A EQI Research ou empresas a nós ligadas mantêm, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

A EQI Research confia no uso de barreiras de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro da EQI Research, em outras áreas, unidades, grupos e filiais. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção da EQI Research e pelos diretores seniores da EQI Investimentos.

A EQI Research não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. A EQI Research tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. A EQI Research não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

A EQI Research, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação a EQI Research e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros da EQI Research como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pela EQI Investimentos e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.