

DEZEMBRO 2025

# Carteira Dividendos

# RECOMENDAÇÕES PARA DEZEMBRO/2025

## / Ações Mantidas



AXIA6



CURY3



VIVT3



ALUP11



ITUB4



UGPA3



BPAC11



PETR3



VALE3



CPLE3

## Descrição da Carteira

A Carteira Dividendos é recomendada para quem tem visão de longo prazo. Para quem tem essa disponibilidade e perfil mais conservador, uma alternativa é investir em companhias boas pagadoras de dividendos. As ações recomendadas nesta carteira são de empresas pouco voláteis, com baixo endividamento e que oferecem dividendos como forma de remuneração ao acionista.

## Objetivo

O objetivo desta carteira é superar o índice Ibovespa a longo prazo. Para isso, os estrategistas fazem uma criteriosa análise fundamentalista que busca não apenas maximizar o *dividend yield*, mas também o ganho de capital.

## Vantagens

### Acúmulo de patrimônio a longo prazo

Investir em ações que pagam bons dividendos pode ser um método eficaz de gerar riqueza. Acompanhamos os resultados de cada empresa para garantir alocações apropriadas e uma boa performance da Carteira.

### Fator multiplicador

Ao receber os dividendos, o investidor tem a alternativa de reinvestir este valor na compra de mais ações, resultando em maiores dividendos à frente. A decisão final de reinvestir ou não os dividendos pagos fica a critério do investidor.

### Regularidade

Mensalmente, o investidor terá acesso a um novo relatório sobre a Carteira Dividendos, com detalhes sobre as ações que a compõem, nossas estimativas para os próximos meses e eventuais trocas de ativos.

## / Recomendação para Dezembro

EMPRESA	SETOR	CÓDIGO	PERCENTUAL RECOMENDADO	PREÇO <sup>1</sup>	PREÇO-ALVO 2026E	DIV. YIELD 2026E
Alupar	Energia & Saneamento	ALUP11	9%	R\$ 33,71	Em Revisão	4,69%
Axia Energia	Energia & Saneamento	AXIA6	10%	R\$ 66,85	Em Revisão	8,84%
BTG Pactual	Instituições Financeiras	BPAC11	10%	R\$ 53,91	R\$ 59,00	3,54%
Copel	Energia & Saneamento	CPLE3	10%	R\$ 13,64	Em Revisão	7,04%
Cury	Construção Civil	CURY3	9%	R\$ 38,37	R\$ 44,00	8,18%
Itaú Unibanco	Instituições Financeiras	ITUB4	11%	R\$ 41,65	R\$ 49,00	6,88%
Petrobras	Óleo & Gás	PETR3	11%	R\$ 33,31	R\$ 40,00	14,35%
Telefônica Brasil	Telecomunicações	VIVT3	10%	R\$ 35,30	R\$ 40,00	7,69%
Ultrapar	Óleo & Gás	UGPA3	9%	R\$ 22,10	R\$ 26,00	4,96%
Vale	Siderurgia & Mineração	VALE3	11%	R\$ 67,38	R\$ 75,00*	7,19%

(1) Preço médio do dia 28/11/2025. Para fins de cálculo da rentabilidade da Carteira e do seu respectivo *benchmark*, ambos serão calculados através do preço médio das ações do primeiro dia útil após a publicação do relatório, e não pelo preço de fechamento do dia anterior. (\*) Preço-alvo 2025E. Fontes: Santander e Consenso Bloomberg (*dividend yield*).

## / Acompanhamento da Carteira

RENTABILIDADES			DESTAQUE DE NOVEMBRO	
PERÍODO	CARTEIRA DIVIDENDOS	IBOV (benchmark)	AXIA6	+15,83%
Novembro	+6,86%	+5,91%		
2025	+52,34%	+32,47%		
12 meses	+45,30%	+26,85%		
24 meses	+53,54%	+24,69%		
Desde o Início	+389,76%	+135,71%		

ESTATÍSTICAS		CLASSIFICAÇÃO DE RISCO <sup>1</sup>	
Início da Carteira	03/01/2011	Beta	0,97
Meses com performance superior ao <i>benchmark</i> (IBOV)	98 de 179 (54,7%)		

(1) Referente aos últimos 12 meses. Glossário na penúltima página deste relatório. Fonte: Santander.



# Acompanhamento de Dividendos

No período de 01 a 30 de novembro, 5 empresas da nossa carteira recomendada (para o mês de novembro) ficaram "ex" proventos:

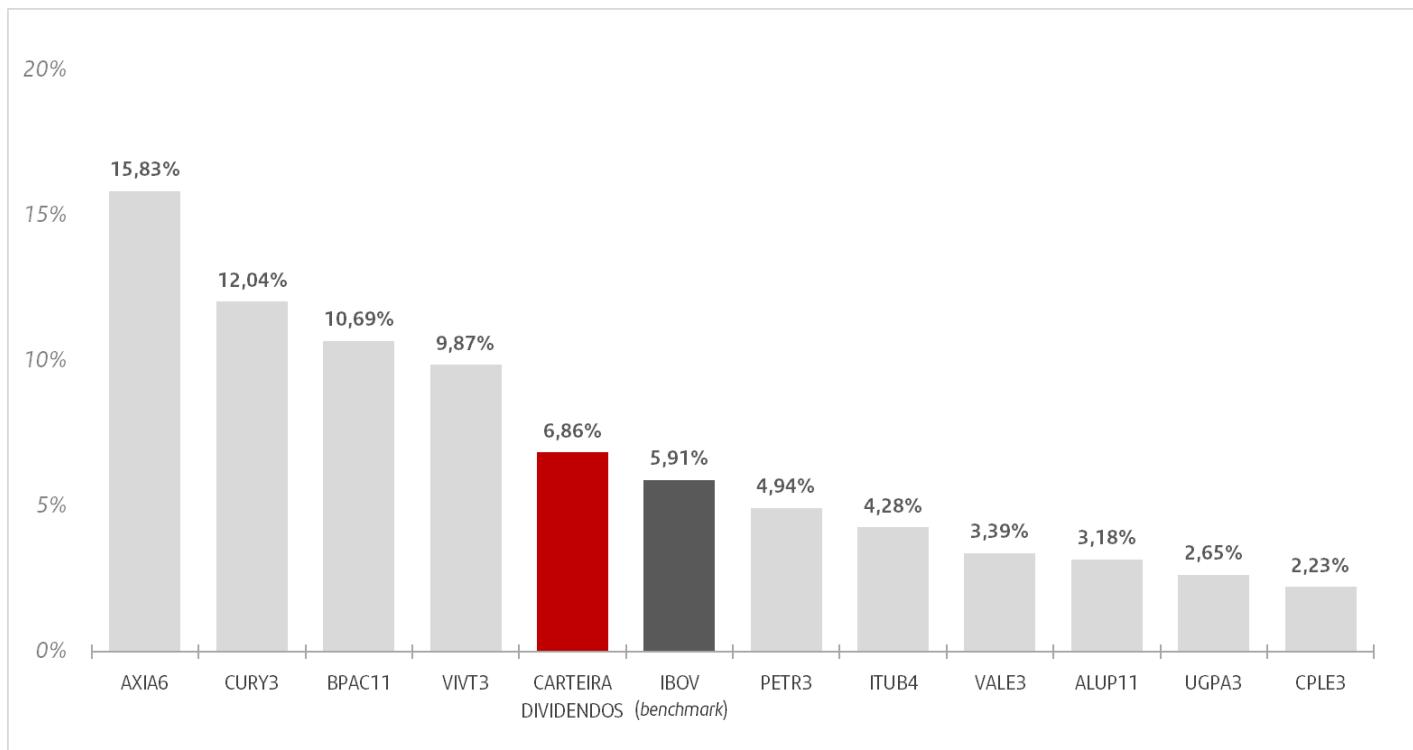
EMPRESAS	CÓDIGO	DATA DE ANÚNCIO	TIPO DE PAGAMENTO	VALOR LÍQ. (R\$-AÇÃO)	DATA EX	YIELD <sup>(1)</sup>	DATA DE PAGAMENTO <sup>(2)</sup>
Alupar	ALUP11	12/11/2025	DVD	0,300	14/11/2025	0,90%	06/01/2026
Axia Energia	AXIA6	14/11/2025	DVD	2,078	17/11/2025	3,12%	19/12/2025
Cury	CURY3	24/11/2025	DVD	0,857	28/11/2025	2,25%	04/12/2025
Itaú Unibanco	ITUB4	19/12/2024	JCP	0,015	03/11/2025	0,04%	01/12/2025
Telefônica Brasil (Vivo)	VIVT3	13/11/2025	JCP	0,090	25/11/2025	0,26%	N/D

Por ora, 3 empresas da nossa carteira anunciaram proventos com data "ex" para o mês de dezembro:

EMPRESAS	CÓDIGO	DATA DE ANÚNCIO	TIPO DE PAGAMENTO	VALOR LÍQ. (R\$-AÇÃO)	DATA EX	YIELD <sup>(1)</sup>	DATA DE PAGAMENTO <sup>(2)</sup>
Itaú Unibanco	ITUB4	19/12/2024	JCP	0,015	01/12/2025	0,04%	02/01/2026
Itaú Unibanco	ITUB4	27/11/2025	DVD	1,868	10/12/2025	4,59%	19/12/2025
Itaú Unibanco	ITUB4	27/11/2025	JCP	0,314	10/12/2025	0,77%	N/D
Petrobras	PETR3	06/11/2025	DVD	0,472	23/12/2025	1,38%	20/02/2026
Petrobras	PETR3	06/11/2025	DVD	0,472	23/12/2025	1,38%	20/03/2026
Vale	VALE3	27/11/2025	DVD	1,244	12/12/2025	1,88%	07/01/2026
Vale	VALE3	27/11/2025	DVD	0,768	12/12/2025	1,16%	04/03/2026
Vale	VALE3	27/11/2025	JCP	1,334	12/12/2025	2,01%	04/03/2026

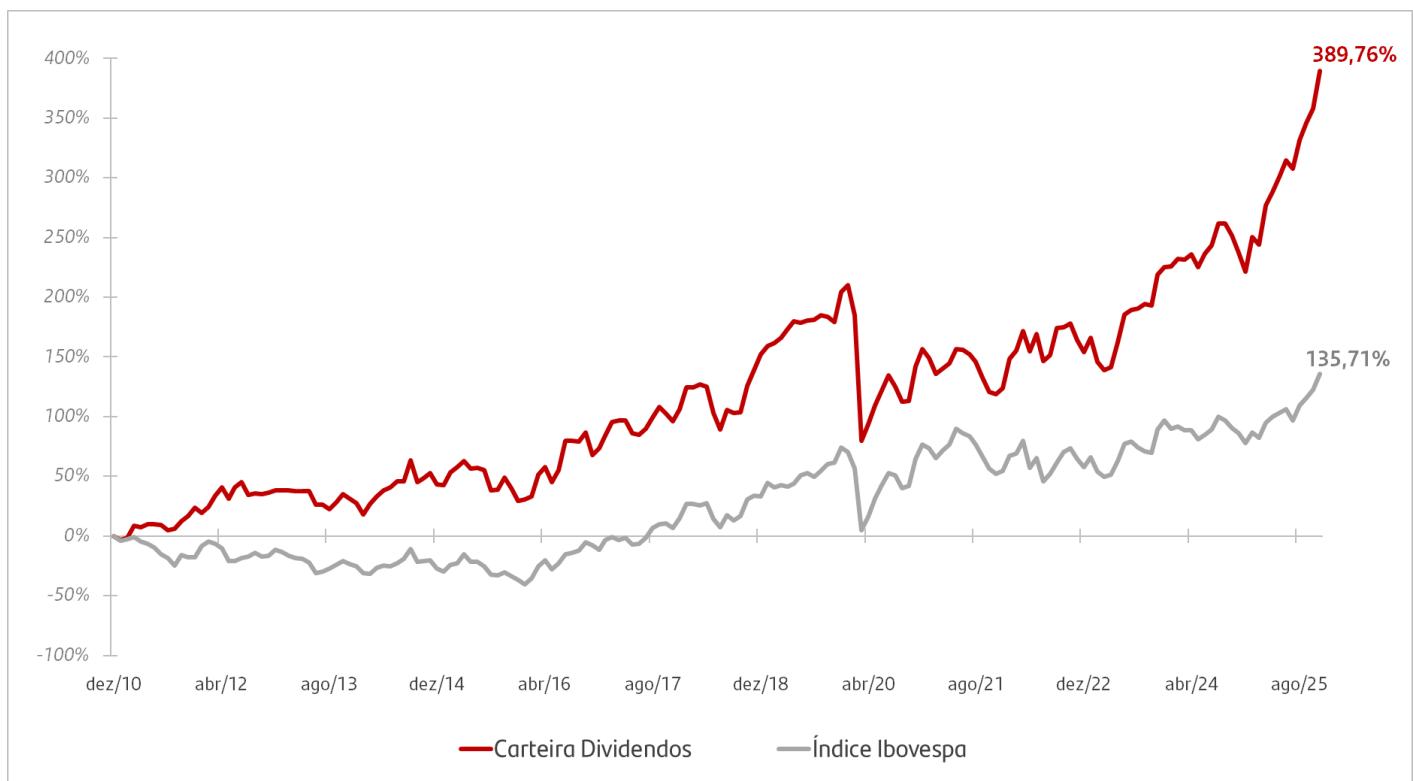
Fontes: Bloomberg e sites de RI das companhias. Obs.: As informações aqui apresentadas podem sofrer alterações a critério das empresas. Para maiores informações, consultar o site de Relação com Investidores da companhia.<sup>1</sup> Provento dividido pelo preço de fechamento da ação no dia 27/11/2025. <sup>2</sup>N/D significa dado não disponível; N-A significa não aplicável; JCP refere-se a juros sobre capital próprio; DVD refere-se a dividendo; BON, bonificação; e Rest. Capital, restituição de capital.

## / Desempenho das Ações da Carteira em Novembro vs. Benchmark



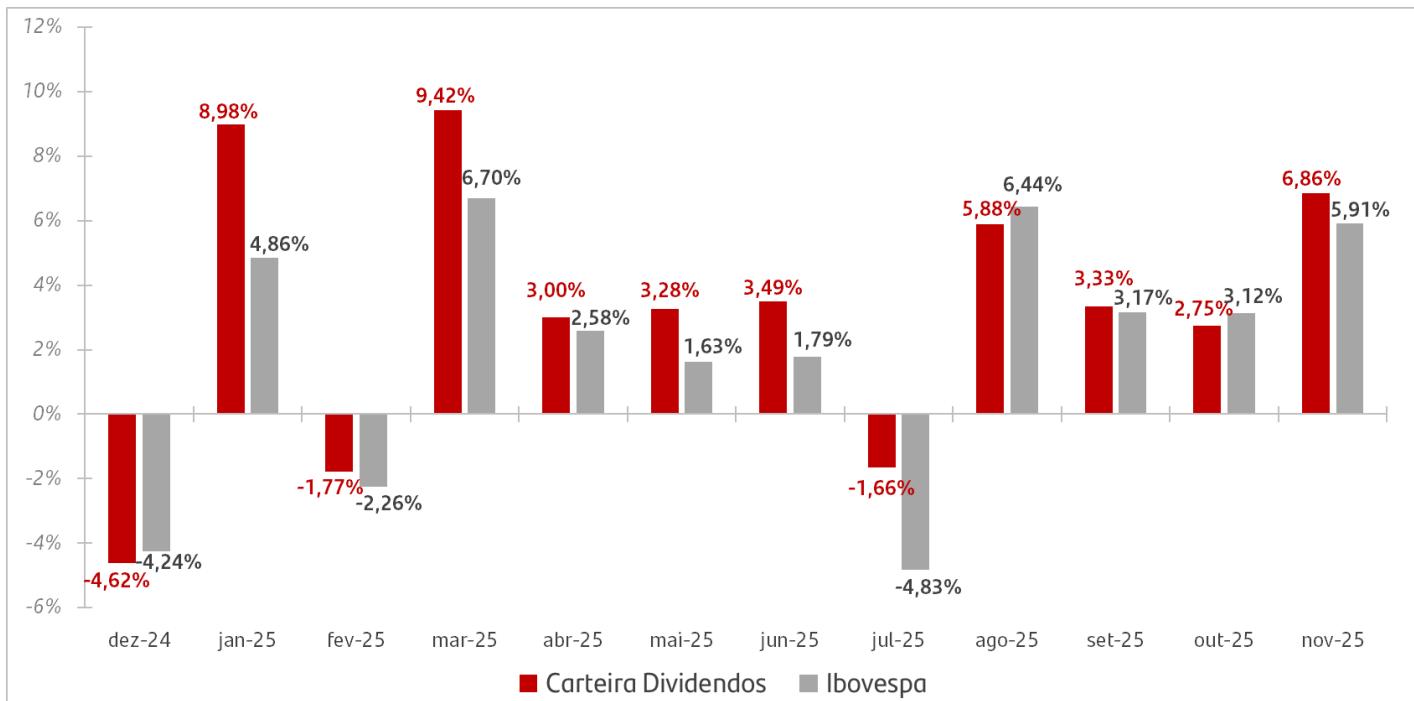
Fonte: Santander.

## / Desempenho Acumulado



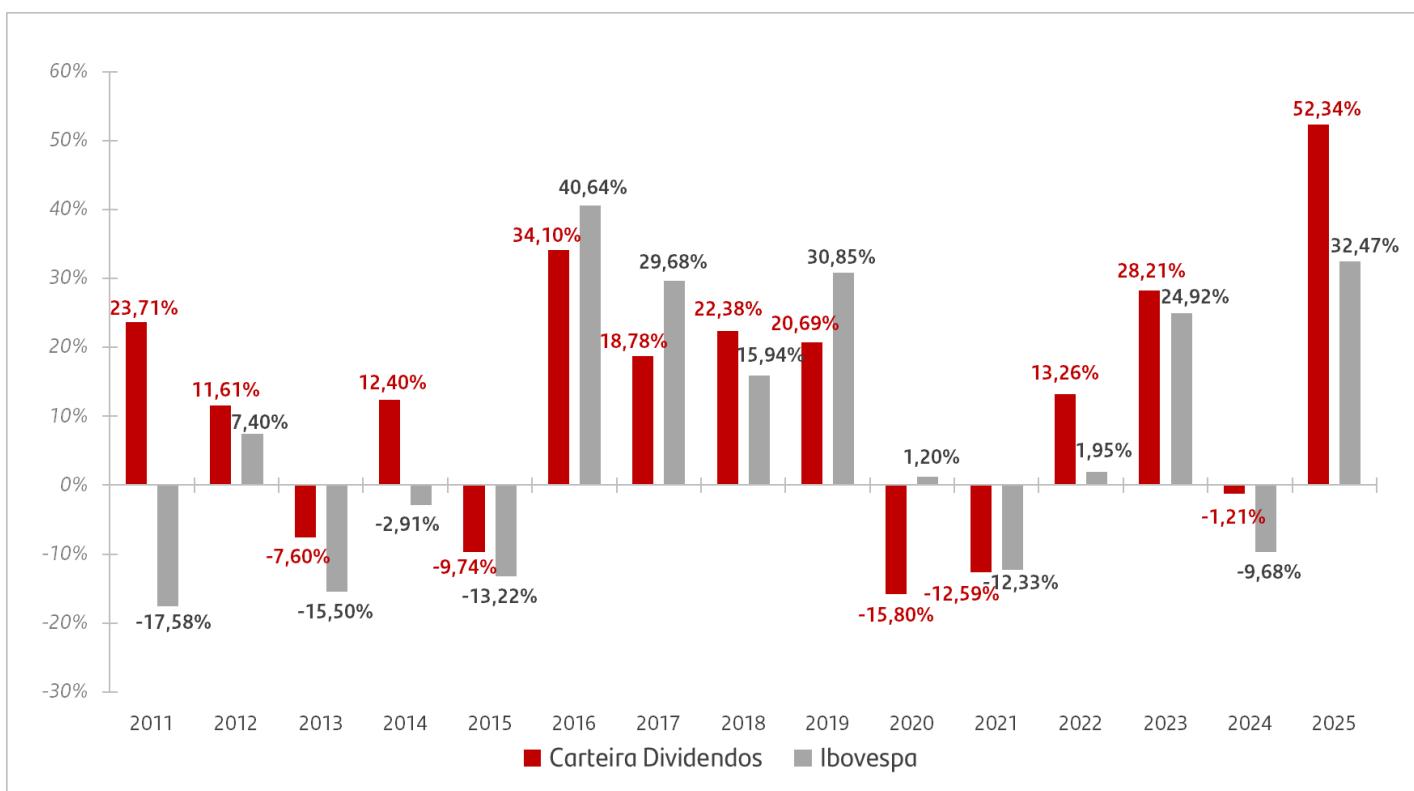
Performance acumulada desde o lançamento da Carteira Dividendos em 03/01/11 até 28/11/2025. Fonte: Santander.

## / Desempenho Mensal



Fonte: Santander.

## / Desempenho Anual



Fonte: Santander.

---

# / Ações mantidas na Carteira Dividendos



 Alupar (ALUP11)

- / O setor de energia elétrica é historicamente um dos mais defensivos dentro da B3 e, indo além, dentre as três categorias que compõe o setor (Geração, Transmissão e Distribuição – GTD), a Transmissão é a mais defensiva de todas. Nesse sentido, relembramos que a Alupar possui a concessão de 30 sistemas de transmissão, totalizando 7.929 km de linhas, por meio de concessões com prazo de 30 anos, localizados no Brasil, Peru, Chile e uma vitalícia na Colômbia.
- / Em nossa opinião, a Alupar continua sendo a ação do segmento de transmissão mais interessante em nossa cobertura. Apesar da acirrada competição em leilões de transmissão no Brasil, que limita os retornos dos projetos, destacamos os movimentos da empresa para se expandir em outros países da América Latina e acreditamos que ela será capaz de replicar seu histórico comprovado de alocação de capital na região andina. Além disso, a natureza estável e não cíclica do perfil de negócios da empresa (88% do EBITDA em 2024 veio do segmento de transmissão), proteção contra inflação e um *valuation* razoável (TIR real de 9,0%) configuram a ação como uma opção defensiva para o portfólio.
- / No segmento de transmissão, estimamos um crescimento de EBITDA de 9,9% em 2025, devido a (i) inflação beneficiando o crescimento da receita anual permitida (AAR), (ii) início completo das operações da TCE (Transmissora Colombiana de Energia) e ELTE (Empresa Litorânea de Transmissão de Energia) e (iii) início parcial das operações da TECP (Transmissora de Energia Central Paulistana). Para geração, prevemos níveis de *curtailment* menores do que em 2024, mas esperamos uma volatilidade considerável nos preços de energia. Considerando o que foi mencionado acima, juntamente com uma base de comparação fácil, estimamos um crescimento do EBITDA de 20,6% no segmento de geração da Alupar em 2025.
- / A Alupar divulgou resultados em linha com as nossas estimativas no 3T25, com EBITDA ajustado regulatório crescendo 8,1% a/a. Isso pode ser explicado por um lucro bruto 3% acima das nossas estimativas e custos não gerenciáveis ligeiramente acima dos nossos números. Por fim, a empresa encerrou o 3T25 com uma relação Dívida Líquida/EBITDA de 3,3x, uma ligeira redução em relação ao 2T25 (3,4x).
- / No dia 23 de setembro, a Alupar anunciou que venceu o Grupo 03 do último leilão de transmissão no Peru. Reiteramos que este é o segundo maior projeto da empresa na América Latina, excluindo o Brasil, com um investimento estimado de US\$ 220 milhões e uma Receita Anual Permitida de US\$ 31,8 milhões. O projeto tem 247 km de linhas e a previsão é de que inicie suas operações em novembro de 2029. Em nossa opinião, o anúncio reforça a estratégia da Alupar na América Latina e sua capacidade de alocar capital de forma eficaz (em nosso cenário base, projetamos uma TIR alavancada real de 15,7%, em US\$, e um VPL total de R\$ 156 milhões, ~1% do valor de mercado da companhia).

**Direcionadores:** (i) queda nas taxas de juros, devido às suas características de *bond proxy*; (ii) conquista de novos blocos em leilões com retornos atrativos; (iii) aumento dos pagamentos de dividendos; e (iv) crescimento por meio de M&As e projetos novos (fontes eólicas e solares seriam oportunidades em potencial).

**Riscos:** (i) intensa competição por novos ativos, potencialmente levando a baixos retornos; (ii) exposição aos preços de energia de longo prazo e déficit hidrelétrico; (iii) interferência política na região andina; (iv) exposição à moeda estrangeira; e (v) atrasos na construção de novos projetos.



## Axia Energia (AXIA6)

- / A Axia Energia (antiga Eletrobras) é a maior empresa do setor elétrico da América Latina, atuando nos segmentos de geração e transmissão. Em geração, a Axia detém 44,4 GW de capacidade instalada (17% da capacidade de geração nacional), sendo 99% provenientes de fontes hídrica, eólica e solar (de acordo com os dados do 3T25). No segmento de transmissão, a empresa detém aprox. 74 mil km de linhas (37% do Sistema Interligado Nacional). A alteração do nome (de Eletrobras para Axia Energia) e do código de negociação em bolsa (ELET para AXIA) ocorreu em novembro de 2025 e, segundo a empresa, "consolida o processo de transformação iniciado em 2022".
- / A Axia é uma das nossas preferências do setor elétrico. Essa preferência ocorre após a conclusão do processo de privatização, uma vez que agora vemos oportunidades para a nova gestão reduzir o PMSO (custos com Pessoal, Material, Serviços de Terceiros e Outros) em mais de 50% para suas principais subsidiárias e simplificar a complexa estrutura da *holding*. Em nossa opinião, a Axia se tornará uma empresa com geração de caixa sólida nos próximos anos – projetamos FCFE (free cash flow to equity) de 20,7% para 2026-28E vs. um rendimento médio de 9,9% para o restante do setor.
- / A Axia construiu uma forte posição *long* de energia no segundo semestre de 2025, prevendo preços elevados no mercado *spot*. A estratégia provou ser mais bem-sucedida do que o esperado, já que a empresa superou o EBITDA do consenso em 17% no 3T25. Também acreditamos que os resultados foram impulsionados pelas fortes receitas de modulação, ajudando a proteger a empresa do significativo déficit hídrico. Além disso, a empresa anunciou dividendos intermediários de R\$ 4,3 bilhões no 3T25 (R\$ 2,078/PNB, resultando em um *dividend yield* de 1,8%), com as ações negociadas “ex” proventos em 17 de novembro.
- / Lembramos ainda que a Axia anunciou as diretrizes para sua metodologia de alocação de capital (novos investimentos e dividendos) em agosto de 2025. A metodologia considera uma distribuição de dividendos de R\$ 38 bilhões até 2030 (*dividend yield* de ~27%) se assumirmos um preço de energia conservador de R\$ 130/MWh após 2027. Embora acreditemos que o aumento da distribuição de dividendos seja uma decisão ousada, interpretamos que isso naturalmente acelerará a reclassificação das ações (*re-rating*), semelhante ao que observamos com CPFL, Cemig e Copel nos últimos anos.

**Direcionadores:** (i) valuation atraente em relação aos pares do setor; (ii) eleição de uma diretoria sólida; (iii) significativa exposição ao segmento de transmissão; (iv) oportunidade de redução do custo de capital; (v) melhoria esperada na gestão de provisões/contingências; e (vi) esperada reestruturação societária, que deverá permitir melhor aproveitamento dos créditos fiscais e trazer sinergias adicionais.

**Riscos:** (i) R\$ 23,8 bilhões em contingências extrapatrimoniais (3T25); (ii) alta exposição a preços de energia de longo prazo (mais de 43% da energia disponível para venda após 2027) e ao déficit hídrico; e (iii) risco político e regulatório.



## BTG Pactual (BPAC11)

- / O BTG Pactual é uma instituição financeira brasileira que atua principalmente nos segmentos de *Investment Banking* (IB), *Corporate Lending*, *Sales & Trading* e *Asset & Wealth Management*.
- / Recentemente, os nossos analistas atualizaram as estimativas do BTG, apresentando o preço-alvo (2026E) de R\$ 59,00 vs. R\$ 47,00 (2025E), reiterando a recomendação de "Compra" – inclusive sendo uma de nossas preferências do segmento de Mercado de Capitais, uma vez que acreditamos que o BTG oferece maior potencial de valorização no curto prazo pois está mais bem posicionado para capturar uma recuperação inicial, especialmente em *Investment Banking* (IB). Para ilustrar: se as receitas do IB (especialmente ECM) se normalizassem de volta à sua contribuição histórica de ~17% da receita total (vs. ~9% atualmente), o aumento adicional para o lucro líquido de 2025 poderia se aproximar de R\$ 1,5 bilhão – representando um aumento de ~10% no lucro líquido. Em nossa visão, esse tipo de alavancagem operacional é algo raro dentro do setor.
- / Notamos também que o BPAC agora é uma ação de investidores estrangeiros. Historicamente, o BTG era um dos nomes favoritos entre os fundos de ações locais. No entanto, em meio ao fluxo de resgates no mercado acionário doméstico, esses fundos vêm enfrentando dificuldades para sustentar suas posições – o que torna mais difícil "defender" a posição na ação. Com a redução da demanda local, os fluxos estrangeiros aumentaram, sustentando e estabilizando o preço das ações. De acordo com dados da Bloomberg, os investidores estrangeiros agora representam quase 90% do free float do BTG. O que mais parece atrair investidores globais é a consistência do BTG em sua execução, a baixa volatilidade dos lucros na maioria das linhas de negócios e uma visibilidade sólida para o futuro.
- / Vemos um forte crescimento do lucro líquido de 27% a/a em 2025 e 12% a/a em 2026. Lembramos que iniciamos a cobertura do BTG Pactual em agosto de 2019 e, até o momento, ele continua sendo o único nome em nossa cobertura de Instituições Financeiras para o qual nunca reduzimos as estimativas – para 2025, elevamos recentemente a nossa projeção de lucro líquido em 10%, para R\$ 15,6 bilhões.
- / No 3T25, o BTG reportou lucro líquido ajustado de R\$ 4,5 bilhões (+42% a/a e +9% t/t) e um ROAE de 28%, superando o consenso em 15%. O resultado acima do esperado foi impulsionado por um forte crescimento na receita líquida, especialmente em IB e em *Sales & Trading*. Por fim, notamos que a taxa de eficiência atingiu 34,1% (melhora de ~1,5 p.p. t/t).

**Direcionadores:** (i) próximos resultados trimestrais; (ii) implementação e maiores informações sobre as estratégias digitais; e (iii) uma recuperação econômica mais rápida do que o esperado no Brasil, impulsionado as atividades no mercado de capitais.

**Riscos:** (i) risco regulatório e de concorrência, já que a chamada agenda "BC#" do Banco Central tem fomentado um ambiente favorável para as fintechs, potencialmente trazendo concorrência para os bancos tradicionais; e (ii) ambiente econômico desfavorável, provocando adiamentos ou cancelamentos de transações do mercado de capitais, afetando a receita de IB.

 Copel (CPLE3)

- / A Copel é uma concessionária integrada que atua nos segmentos de geração, distribuição e transmissão de energia elétrica, oferecendo serviços para clientes do segmento industrial, residencial e rural. A empresa foi recentemente privatizada e hoje opera sem um acionista controlador.
- / Acreditamos que a Copel é uma combinação atraente de *valuation* razoável (TIR real de 10,0% e EV/RAB 2026 de ~1,6x) e um perfil de baixo risco (ou seja, os riscos são limitados em todos os modelos de negócios). Nos níveis atuais, enxergamos que o sucesso da privatização da companhia ainda não está devidamente precificado.
- / Em maio, a Copel anunciou sua tão aguardada nova política de dividendos e estrutura de capital. A empresa definiu sua estrutura ótima de capital com uma meta de Dívida Líquida/EBITDA de 2,8x – haverá uma faixa de tolerância de 0,3x, levando os limites inferior e superior a serem, respectivamente, 2,5x e 3,1x. O *payout* anual mínimo será de 75% do lucro líquido, com pagamentos ocorrendo pelo menos (e podendo ser mais) duas vezes ao ano. Assumindo que a Copel encerrará 2025 com uma alavancagem de 2,8x, estimamos um *dividend yield* em 2026E de ~11,1%.
- / Em junho, o conselho de administração da Copel aprovou uma proposta de migração para o Novo Mercado, em que cada ação preferencial receberá uma ação ordinária e R\$ 0,7749 em dinheiro, com pagamento agendado para o dia 30 de dezembro de 2025 (implicando numa relação de conversão de 1,067x entre CPLE3 e CPLE6). Vemos o movimento como uma vitória para todas as partes envolvidas, pois deverá aumentar a liquidez e elevar a governança corporativa da empresa, atraindo ainda mais fluxo estrangeiro.
- / A Copel registrou resultados em linha com as nossas estimativas no 3T25, com o lucro bruto ajustado totalizando R\$ 2,1 bilhões (+5,1% a/a), em meio à: (i) incorporação de Mata de Santa Genebra; (ii) ganhos com a modulação hidrelétrica, consequência da volatilidade do preço spot no Sul; (iii) melhores incidências de recursos de projetos eólicos; e (iv) maiores volumes da concessão de distribuição. Esses pontos positivos foram parcialmente compensados por: (i) um impacto de *curtailment* de 34,4% na geração; e (ii) um maior déficit hídrico (GSF de 65%) a preços spot de energia elevados (R\$ 253/MWh).
- / O Dia do Investidor da Copel, realizado em 19 de novembro, reforçou a nossa visão positiva sobre a empresa, visto que a administração reiterou as altas expectativas de pagamento de dividendos (discutindo o potencial anúncio de um dividendo extraordinário), além de ter se mostrado otimista em relação aos resultados da revisão tarifária de sua distribuidora e ao seu posicionamento no setor de geração, o que deve permitir que se beneficie das necessidades de capacidade energética do país e do aumento de preços de energia. A única surpresa foi o *capex* de geração acima do esperado para o período de 2026 a 2030, mas acreditamos que os pontos positivos superaram significativamente o *capex* acima do esperado.

**Direcionadores:** (i) distribuição adicional de dividendos; (ii) nova capacidade de reserva em ativos hídricos; e (iii) redução de opex.

**Riscos:** (i) preços de energia para a capacidade de geração não contratada; (ii) PIB mais fraco do que o esperado reduzindo consumo de energia; e (iii) melhorias mais lentas do que o esperado nas distribuidoras.



## Cury (CURY3)

- / Fundada em 1963, a Cury é uma das maiores construtoras populares das regiões metropolitanas de São Paulo e Rio de Janeiro, com participação de mercado estimada nessas regiões de 4,0% e 9,5%, respectivamente. Em 2007, a Cury estabeleceu uma *joint venture* com a Cyrela, dando à empresa melhor acesso a financiamento como forma de fortalecer seu potencial de crescimento. Além disso, com o lançamento do programa habitacional federal Minha Casa, Minha Vida (MCMV) em 2009, a empresa conseguiu aumentar significativamente seus lançamentos, ao mesmo tempo em que apresentou um dos melhores retornos do setor.
- / Recentemente, nossos analistas atualizaram as perspectivas para a Cury, apresentando o preço-alvo (2026E) de R\$ 44,00 (vs. R\$ 39,00 em 2025), incorporando os resultados mais recentes e as projeções macroeconômicas atualizadas do Santander. Para refletir a forte demanda na cidade de São Paulo e o baixo nível de estoque da empresa, elevamos nossas projeções de lançamentos para R\$ 9,5 bilhões em 2026E (vs. R\$ 9,0 bilhões anteriormente). Consequentemente, também revisamos marginalmente nossas projeções de pré-vendas e receita líquida em ~2%, em média, para 2026-27E e elevamos em ~8% as nossas estimativas de lucro líquido para 2026-27E (R\$ 1,2 bilhão e R\$ 1,5 bilhão, respectivamente).
- / Apesar do forte desempenho em 2025 em comparação com o Ibovespa e com os pares, continuamos a considerar as ações da Cury como um "carrego" atraente e reiteramos nossa recomendação de "Compra", refletindo: (i) sólido crescimento dos lucros, com um CAGR de Lucro por Ação (LPA) de 31% para 2024-27E; (ii) ROE robusto de 68% em 2026E; (iii) *dividend yield* de 7,4% para 2026E; e (iv) um *valuation* atraente tendo em vista as sólidas perspectivas de crescimento, com a ação negociando a um P/L de 9,2 x em 2026E.
- / A Cury reportou sólidos resultados no 3T25, com lucro líquido de R\$ 255 milhões (+49,7% a/a e +7,8% t/t), superando as nossas estimativas em 5%, impulsionado por margens brutas robustas de 40,0% (+40 bps t/t e 23 bps acima da nossa estimativa). Destacamos também que a margem de *backlog* permaneceu em sólidos 43,4% (estável t/t) e o ROE anualizado atingiu 70,6% (+50 bps t/t e +640 bps a/a).
- / No dia 11 de novembro, o Conselho Curador do FGTS realizou uma de suas reuniões ordinárias e aprovou diversas mudanças importantes no âmbito do programa MCMV. As principais medidas aprovadas na reunião foram: (i) um ajuste na curva de subsídio, com maior foco na região Norte; (ii) tetos de preço mais altos para unidades das faixas 1 e 2, que agora chegam a R\$ 275 mil (aumento de aprox. 7%, em média), dependendo do tipo de cidade e do tamanho da população; (iii) uma realocação interna do orçamento do FGTS para 2025; e (iv) a aprovação de um novo orçamento plurianual que se estende até 2029. Embora amplamente esperadas pelo mercado, consideramos as medidas aprovadas positivas para as construtoras que operam no programa MCMV, a exemplo da Cury.

**Direcionadores:** (i) ampliação do programa Minha Casa, Minha Vida; (ii) redução da curva de juros de longo prazo; e (iii) um dos maiores *dividend yields* (7,4%) para 2026E dentro da nossa cobertura de Construção Civil.

**Riscos:** (i) inflação da construção acima do esperado impulsionada por um aumento significativo nos custos de materiais (por exemplo, aço, cimento e cobre) e mão de obra; (ii) aumento das taxas de financiamento imobiliário devido à deterioração fiscal, causando um impacto negativo na acessibilidade para clientes financiados no SBPE; e (iii) preços de terrenos mais altos devido ao aumento da concorrência nas áreas centrais de São Paulo e Rio de Janeiro.

## Itaú Unibanco (ITUB4)

- / O Itaú Unibanco, fruto da fusão entre os bancos Itaú e Unibanco em 2008, é o maior banco nacional. Sua presença, porém, não se limita ao território brasileiro, estando presente em outros 18 países. Sua estratégia *phygital* (físico + digital), que busca integrar agências físicas e empreendimentos digitais, é um diferencial entre os grandes bancos brasileiros.
- / Recentemente, nossos analistas elevaram o preço-alvo (2026E) do Itaú de R\$ 44,00 para R\$ 49,00, reiterando a recomendação de "Compra" – inclusive uma das preferências do setor de Bancos. A grande escala e a presença diversificada do Itaú em diversos serviços financeiros (mais do que um banco, é um conglomerado financeiro com posições de liderança na maioria dos mercados em que opera) resultam em menor volatilidade dos lucros. Mesmo em áreas onde a volatilidade normalmente tem impacto (como margem com o mercado), o Itaú historicamente protege sua carteira bancária, garantindo mais estabilidade do que seus pares privados sob nossa cobertura, em nossa opinião.
- / Olhando para o futuro, prevemos que o Itaú volte a acelerar a concessão de empréstimos em segmentos específicos, principalmente agora que estabilizou a inadimplência da sua carteira de crédito. Prevemos também que o NII (*net interest income*) crescerá dois dígitos, impulsionado pela melhoria dos spreads. Acreditamos também que um novo ciclo de crédito normalmente resulta num aumento das comissões bancárias, fatia da receita em que poderá haver um risco altista sobre nossas projeções.
- / O Itaú reportou lucro líquido recorrente no 3T25 de R\$ 11,9 bilhões, alta de 11% a/a, atingindo um ROAE de 23% (CET1 em 13,5%) e em linha com o consenso. O banco registrou mais um trimestre de boas tendências de crédito, com a carteira expandindo a um ritmo saudável e a qualidade dos ativos (inadimplência) sob controle. Destacamos também o forte desempenho das comissões (com uma recuperação sólida em IB) e o índice de eficiência em saudáveis 40%. Observamos que o Itaú aumentou seu *guidance* para margem com o mercado para R\$ 3 a 3,5 bilhões (vs. R\$ 1 a 3 bilhões anteriormente).
- / No dia 02 de setembro foi realizado o Itaú Day, onde o banco apresentou o que consideramos um *soft guidance* agressivo para 2030 (ou, como eles chamam, uma "ambição") – entre eles, o plano do banco é de dobrar a carteira de crédito de varejo em cinco anos (assumindo um *cost of risk* estável, resultando em um ROE de varejo de ~30%). Em nossa opinião, o Itaú é um banco que normalmente cumpre suas projeções e, portanto, estamos atentos ao seu plano para 2030. Apesar de não incorporarmos todas essas premissas, nossa atualização do modelo mais recente adota o ponto médio entre a nossa estimativa de lucro anterior e a "ambição" do Itaú para 2030. Com esse ajuste, elevamos nossa projeção de lucro líquido para 2026-30 em uma média de 5%.

**Direcionadores:** (i) aceleração no crescimento da carteira de crédito; (ii) retomada da economia mais rápida que o esperado; (iii) estratégias digitais; e (iv) decisões favoráveis ao setor em projetos relacionados a tributação atualmente em discussão no Congresso.

**Riscos:** (i) potencial enfraquecimento da economia brasileira devido aos altos índices de alavancagem das famílias no país, impactando o crescimento do sistema de crédito e, consequentemente, o potencial de volumes do Itaú; (ii) cenário econômico deteriorando-se materialmente, fazendo com que a inadimplência supere nossa expectativa; e (iii) impacto maior do que o previsto da competição com as *fintechs*, indo além das tarifas e afetando a concessão de empréstimos.

 **Petrobras (PETR3)**

- / A Petróleo Brasileiro S.A., popularmente conhecida como Petrobras, é uma empresa líder do setor de Petróleo & Gás no Brasil. Acreditamos que as capacidades de produção e exploração da empresa, lideradas por seus ativos de alta qualidade do pré-sal, permanecerão em vigor, apesar das incertezas no Conselho Administrativo.
- / Recentemente, nossos analistas atualizaram o modelo de Petrobras, elevando o preço-alvo (2026E) para R\$ 40,00 (vs. R\$ 38,00 anteriormente), mas reiterando a recomendação de "Manutenção". Acreditamos que a administração da Petrobras tem apresentado um desempenho notável nos últimos anos, demonstrando forte capacidade de execução com a implantação de 11 plataformas de exploração entre 2021 e o 1S25. Sua estratégia baseada em *leasing* reduziu os desembolsos iniciais, mitigou a inflação de custos e aumentou a flexibilidade para dividendos. No entanto, cinco novas unidades previstas para o período de 2025 a 2027 serão de propriedade da Petrobras, e a recente inflação de custos elevou o *capex* total para essas unidades.
- / Em nossa opinião, a visibilidade acerca do fluxo de caixa/dividendos de curto prazo permanece baixa, devido a oportunidades inorgânicas (fusões e aquisições em etanol, leilão da PPSA, Braskem). Com um *dividend yield* médio de ~11% para 2026-27E (valor implícito no Plano de Negócios, divulgado no último dia 27 de novembro), vemos a Petrobras sendo negociada em linha com seus pares globais, com risco de redução dos dividendos trimestrais devido a aquisições, justificando nossa recomendação de "Manutenção". Embora a visão de curto/médio prazo seja mais cautelosa, seguimos com uma visão construtiva para a empresa no longo prazo, sustentada pelo nível de *valuation* ainda descontado (~3,7x EV/EBITDA 2026E vs. 4,2x da média histórica de 10 anos). Assim, optamos por mantê-la no portfólio com um peso em linha com a sua participação no Ibovespa (aprox. 10%).
- / Ressaltamos dois catalisadores principais para o próximo ano: (i) discussões sobre as eleições presidenciais de 2026 no Brasil, que podem levar a outro programa de desinvestimento da Petrobras no futuro, e (ii) licença para perfuração na Margem Equatorial, com os resultados da perfuração dos primeiros poços nos próximos ~24 meses.
- / Embora a Petrobras tenha reportado um EBITDA de ~US\$ 12 bilhões no 3T25 (~6% acima da nossa estimativa) e dividendos em linha com as expectativas, de ~US\$ 2,2 bilhões, observamos que (i) o *cash capex* aumentou significativamente t/t, para ~US\$ 4,9 bilhões, ~15% acima das nossas projeções e do consenso, e (ii) o fluxo de caixa livre/dividendos foi impactado positivamente por efeitos não recorrentes que levaram a uma menor alíquota de imposto (~10% vs. alíquota efetiva usual de 25-30%). O aumento do *capex* foi impulsionado pela construção de novas FPSOs próprias, particularmente em Búzios, e esse aumento provavelmente suscitará discussões sobre a flexibilidade da Petrobras para reduzir o *capex* no curto prazo.
- / No dia 27 de novembro, a Petrobras divulgou seu Plano de Negócios para 2026-30, apresentando revisões altistas em sua projeção da curva de produção (o que já era amplamente esperado pelo mercado). Por outro lado, os cortes de *capex* para 2026-27 ficaram abaixo de nossas expectativas, com *cash capex* para 2026 de US\$ 16,9 bilhões (vs. estimativas de US\$ 15,8 bilhões). Notamos ainda que o Plano de Negócios aponta para um *dividend yield* 2026E de aprox. 10%, abaixo da nossa estimativa de 11% devido ao maior *cash capex* e a uma menor projeção para os preços do Brent (US\$ 63/barril vs. nossa estimativa de US\$ 65/barril).

**Direcionadores:** (i) preços do petróleo acima do esperado; (ii) política de dividendos compatível com os pares globais; (iii) reajustes consistentes nos preços dos combustíveis; e (iv) produção de petróleo acima do esperado.

**Riscos:** (i) preços do petróleo abaixo do esperado; (ii) falta de aderência ao mecanismo de precificação de combustíveis doméstico; (iii) menor crescimento da produção; (iv) falta de disciplina financeira; e (v) ingerência política em conjunto com alterações das políticas de investimento e dividendos.

## Telefônica Brasil (VIVT3)

- / A Telefônica Brasil (Vivo) é uma empresa de telecomunicações que presta serviços de telefonia fixa e móvel, transmissão de dados e SVA, TV por assinatura, entre outros. A empresa faz parte do Grupo Telefônica, um conglomerado de comunicação com presença em vários países.
- / Recentemente, nossos analistas atualizaram o modelo da Vivo, apresentando o preço-alvo (2026E) de R\$ 40,00 (vs. R\$ 33,00 em 2025E) e reiterando a recomendação de "Compra" (inclusive como *Top Pick* do setor de Telecomunicações). Mantemos nossa visão construtiva para a VIVT3 inalterada, pois: (i) esperamos que a empresa continue apresentando resultados sólidos no 2S25 e em 2026; (ii) ainda vemos algumas potenciais revisões altistas no lucro por ação (LPA) e nos dividendos para 2026; e (iii) um *valuation* atraente (4,3x EV/EBITDA, 12,8x P/L, 10,4% de rendimento de FCL), apesar do forte desempenho das ações no acumulado do ano. Com potenciais revisões altistas das projeções de lucro líquido, acreditamos que a Vivo está no caminho certo para se tornar uma história de alto *dividend yield* novamente, passando de ~6% em 2025E para ~8% em 2026E.
- / Do ponto de vista operacional, projetamos um crescimento da receita líquida consolidada em 2026 de ~6% a/a e de 11% a/a do EBITDA (ou ~7% excluindo "outros", que é composto principalmente por venda de cobre e ativos imobiliários). Projetamos um lucro líquido de R\$ 8,7 bilhões para 2026 (~6% acima do consenso) e distribuições aos acionistas de R\$ 9,1 bilhões, mantendo o *payout* estável em 105%. Nossa aumento das estimativas da Vivo é impulsionado principalmente pelo segmento de telefonia fixa, após um forte desempenho no B2B em 2025. Enquanto isso, mantemos nosso crescimento de MSR (*mobile service revenue*) praticamente inalterado em 6% a/a.
- / A Telefônica Brasil reportou números ligeiramente acima das expectativas do mercado no 3T25, com EBITDA e lucro líquido superando o consenso em 3% e 7%, respectivamente, impulsionados principalmente por fortes vendas de ativos e uma alíquota efetiva de imposto menor do que a esperada. A receita líquida consolidada de R\$ 14,9 bilhões cresceu 6,5% a/a (vs. 7,1% no 2º trimestre), com a desaceleração do crescimento da receita de serviços móveis parcialmente compensada pelo forte desempenho de telefonia fixa. O EBITDA atingiu R\$ 6,5 bilhões (+9% a/a; similar ao 2º trimestre), o que implica uma margem de 43,4% (+100 bps a/a). A forte expansão da margem foi impulsionada pelas vendas de ativos totalizando R\$ 232 milhões, que beneficiaram a linha de "outras receitas e custos". Por fim, o lucro líquido consolidado foi de R\$ 1,9 bilhão (+13% a/a), impulsionado por uma alíquota de imposto menor do que a esperada, e FCL atingiu R\$ 1,8 bilhão (+6% a/a).

**Direcionadores:** (i) melhoria dos resultados trimestrais; (ii) expansão do segmento de fibra ótica (FTTH); (iii) reduções do capital social, permitindo uma maior distribuição de dividendos; e (iv) migração do modelo de 'concessão' para 'autorização' no business de voz fixa.

**Riscos:** (i) aumento da concorrência no negócio de FTTH; (ii) irracionalidade de preços no segmento móvel; (iii) volatilidade macroeconômica; e (iv) reforma tributária no Brasil.

## Ultrapar (UGPA3)

- / A Ultrapar é uma *holding* que atua na distribuição de combustíveis com a bandeira Ipiranga (uma das principais empresas do país), na distribuição de GLP com a marca Ultragaz e na logística integrada com a Ultracargo e a Hidrovias do Brasil. A empresa, que abriu seu capital em 1999, oferece direitos de *tag along* completos e possui ações listadas na bolsa de valores brasileira, além de ADRs listadas na NYSE.
- / Recentemente, nossos analistas elevaram a recomendação de Ultrapar para "Compra" (vs. "Manutenção"), reiterando a preferência pela ação no segmento de distribuição de combustíveis no Brasil, após (i) resultados melhores do que o esperado, que também evidenciaram a sólida situação do balanço patrimonial da Ultrapar, mesmo após a incorporação da Hidrovias, e (ii) uma perspectiva sólida para os lucros/Fluxo de Caixa Livre (FCL) no 2S25, o que deve permitir à empresa se desalavancar de maneira confortável nos próximos trimestres. Embora tenhamos mantido o preço-alvo e estimativas inalterados, ressaltamos que nossos números já refletem a incorporação da Hidrovias e acreditamos que o consenso ainda pode revisar as estimativas para incorporar os resultados sólidos da HBSA.
- / Em termos de *valuation*, vemos UGPA3 negociando a um P/L 2026E de ~10,0x (vs. sua média histórica de cinco anos de 13,8x), um patamar atraente considerando a perspectiva positiva para os próximos trimestres.
- / Acreditamos que o impacto das potenciais mudanças regulatórias no setor de GLP sobre a Ultragaz (e Ultrapar) está sendo superestimado pelo mercado, e não prevemos mudanças até 2026. Diversas mudanças propostas pela ANP para o setor de GLP podem trazer riscos ao setor e aos consumidores finais, em nossa opinião, o que nos faz acreditar que dificilmente elas serão implementadas. Além disso, consideramos a potencial implementação do programa "Gás para Todos" tendo um impacto neutro no setor.
- / A Ultrapar apresentou um sólido conjunto de resultados no 3T25, com margens EBITDA em linha com as expectativas tanto para a Ipiranga (R\$ 145/m<sup>3</sup>) quanto para a Ultragaz (R\$ 1.039/t), e um robusto fluxo de caixa livre de aprox. R\$ 1,3 bilhão – impulsionado por uma redução de aprox. R\$ 432 milhões no capital de giro. A dívida líquida diminuiu para R\$ 12,1 bilhões (vs. R\$ 13,0 bilhões no 2T25) e a relação Dívida Líquida/EBITDA caiu para 1,7x (vs. 1,9x no 2T25).

**Direcionadores:** (i) ganhos de *market share* pelo aumento da fiscalização sobre distribuidores irregulares; (ii) resultados melhores do que o esperado com sua nova estratégia como *holding*, incluindo a reestruturação da HBSA; (iii) maior visibilidade sobre oportunidades de crescimento futuro; (iv) melhoria contínua dos resultados na Ipiranga e na Ultragaz; e (v) parcerias ou *joint ventures* adicionais para aumentar a eficiência.

**Riscos:** (i) alocação de capital; (ii) resultados abaixo do esperado, especialmente na Ipiranga e Hidrovias; (iii) ambiente competitivo mais acirrado para distribuição de combustíveis e GLP no Brasil; e (iv) mudanças na regulamentação da distribuição de GLP afetando as margens da Ultragaz.



## Vale (VALE3)

- / A Vale é uma multinacional brasileira, fundada há oito décadas na cidade de Itabira (MG). É referência global no setor de mineração, tendo como *core business* a produção de minério de ferro. Suas outras frentes de produção vão de manganês, cobre, alumínio ao setor de energia elétrica. Acreditamos que a Vale está bem posicionada dentro da indústria global de minério de ferro, sua divisão mais importante. Esperamos que a demanda por minério de ferro de alta qualidade continue decente no curto prazo, beneficiando a empresa devido ao incremento do projeto S11D (localizado no município de Canaã dos Carajás, no sudeste do Pará), que aumentou a oferta da *commodity* de maior qualidade da companhia.
- / Em relação ao minério de ferro no mercado internacional, mantemos visão cautelosamente otimista sobre os preços da *commodity* a médio prazo, pois a nossa tese é orientada pela restrição de oferta, uma vez que os persistentes desafios de suprimento (por exemplo, *ramp-up* da Vale, ESG em destaque, falta de novos projetos, entre outros) devem sustentar os preços do minério de ferro acima de US\$ 100/t por mais tempo.
- / Ressaltamos que a Vale é a nossa *Top Pick* do setor de Siderurgia & Mineração, diante da nossa preferência por minério de ferro vs. aço. Além disso, vemos a Vale negociando a um *valuation* atraente para 2026E: (i) EV/EBITDA de 4,1x, 33% abaixo da média dos pares australianos; (ii) rendimento de FCL de 6%; e (iii) *dividend yield* de ~8%.
- / A Vale reportou EBITDA ajustado de US\$ 4,399 bilhões no 3T25 (+28% t/t, +17% a/a), 7% acima do consenso e 5% acima da nossa estimativa. Esse resultado sólido e acima do esperado foi impulsionado pela combinação de três fatores: (i) melhores preços realizados no minério de ferro e subprodutos; (ii) volumes robustos de vendas de minério e cobre e (iii) custos e despesas menores. Além do forte desempenho operacional, houve a entrada de caixa de US\$ 1 bilhão proveniente da conclusão da transação com a Aliança Energia e necessidades de capital de giro sequencialmente menores. Ressaltamos ainda a forte geração de fluxo de caixa de US\$ 2,568 bilhões (vs. US\$ 1,008 bilhão no 2T25) e a redução da alavancagem para 0,8x DL/EBITDA (vs. 0,9x no 2T25).
- / Há cerca de um ano, a Vale, BHP Billiton e Samarco chegaram a um acordo definitivo com as autoridades brasileiras sobre a reparação dos danos causados pelo rompimento da barragem do Fundão em Mariana (MG). O acordo, que envolveu o Governo Federal, os estados de Minas Gerais e Espírito Santo e diversas entidades públicas, estabelece um compromisso financeiro total de aproximadamente R\$ 170 bilhões para atender pessoas, comunidades e meio ambiente afetados. Vemos este acordo como um desenvolvimento positivo para a Vale, especialmente dadas as provisões já incorporadas no preço das ações. Além disso, o acordo proporcionará à Vale uma estrutura para a futura estabilidade financeira e operacional, apoiada pelo seu compromisso contínuo com o processo de reparação dos envolvidos. Acreditamos que, a partir de agora, o mercado estará mais atento aos fundamentos da companhia, e esperamos que o múltiplo da Vale se aproxime gradativamente da média de seus pares globais.

**Direcionadores:** (i) retomada mais forte da atividade industrial na China; (ii) recuperação dos preços do minério de ferro em níveis mais elevados; (iii) distribuição de dividendos e programas de recompra de ações; e (iv) destravamento de valor com venda minoritária da divisão de Metais Básicos.

**Riscos:** (i) redução significativa na produção de aço chinesa, levando a uma queda da demanda por minério de ferro, considerando que a China representa aproximadamente metade da demanda global por esse produto; (ii) rápida valorização do real, que pode aumentar os custos caixa do minério de ferro medidos em dólares; (iii) queda nos preços do níquel e cobre; e (iv) adições inesperadas de capacidade pelos concorrentes.

## / Glossário

**Benchmark:** índice que serve como parâmetro para comparar/avaliar um investimento. Exemplos: CDI, índice Ibovespa.

**Beta:** Medida de sensibilidade dos retornos diários da Carteira à variação do *benchmark* (no caso da Carteira Dividendos, o índice Ibovespa).

**Capex:** somatória de todos os custos relacionados à aquisição de ativos, equipamentos e instalações que visam a melhoria de um produto, serviço ou da empresa em si. São contabilizados investimentos que irão gerar algum valor futuro à companhia.

**Dívida Líquida:** Corresponde à dívida bruta menos o caixa e equivalentes de caixa da companhia. Normalmente é associada à algum índice de alavancagem como, por exemplo, Dívida Líquida / EBITDA.

**Dividend Yield:** apresentado em termos percentuais, calculado a partir dos dividendos esperados por ação, dividido pelo preço atual da ação. Geralmente apresentado em base anual.

**EBITDA:** é a sigla em inglês para *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, que traduzido significa Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA).

**EV/EBITDA:** o índice representa o valor da companhia (*Enterprise Value* = valor de mercado + dívida líquida) dividido pelo EBITDA. Quanto maior o EV/EBITDA, mais valorizada a companhia em tese estará, ou seja, mais “cara”.

**Fluxo de Caixa Livre para o Acionista:** métrica do valor que pode ser distribuído aos acionistas da empresa como dividendos ou recompras de ações - depois que todas as despesas, investimentos, pagamentos de dívida e ajustes de capital de giro são atendidos.

**Follow-on:** processo no qual uma empresa que já tem capital aberto volta ao mercado para ofertar mais ações. O *follow-on* pode ser primário (oferta de novas ações) ou secundário (venda de ações existentes).

**Guidance:** é a informação anunciada pela empresa como indicativo ou estimativa de desempenho futuro. O *guidance* pode ser sobre receita, despesas, lucro, entre outros.

**Preço-alvo:** É calculado através da metodologia do fluxo de caixa descontado e é utilizado para definir o potencial de valorização, ou desvalorização, da ação. Em outras palavras, serve para definir se uma ação está cara ou barata. Geralmente o preço-alvo indica uma previsão do preço da ação feito pelo analista setorial para o fim do ano corrente.

**Preço/Lucro:** o Índice P/L é calculado utilizando o preço da ação dividido pela sua expectativa de lucro por ação para um determinado período ou ano. Quanto maior o P/L, mais valorizada a companhia em tese estará, ou seja, mais “cara”.

**P/VPA:** Múltiplo que indica quanto os acionistas aceitam pagar, no momento, pelo patrimônio líquido da companhia. É obtido através da divisão entre o preço da ação e o seu Valor Patrimonial por Ação (VPA).

**ROE/ROAE:** ROE é a sigla para o termo em inglês *Return on Equity*, que significa Retorno sobre o Patrimônio Líquido. É calculado pela divisão entre o lucro líquido de uma empresa e seu patrimônio líquido. Já o ROAE é calculado com a média do patrimônio líquido de um determinado período - métrica comumente utilizada por instituições financeiras.

**ROIC:** Indicador que diz respeito ao retorno sobre o capital total investido, ou seja, o capital próprio da empresa somado ao capital de terceiros (emprestimos, financiamentos e debêntures). Para seu cálculo, divide-se o valor do lucro operacional líquido após os impostos pelo capital total investido da empresa (capital próprio + capital de terceiros).

**Valuation:** processo de estimativa do valor de um negócio, usando modelos quantitativos para analisar sua situação financeira e perspectivas de crescimento.

## Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. ("Santander") e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão e/ou veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem a opinião e análises pessoais dos analistas do Santander, que foram produzidas de forma independente na data de sua emissão, e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando suas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório. Os analistas do Santander estão sujeitos às regras previstas no Código de Conduta da APIMEC, bem como à Política de Conduta para atividade de Research estabelecida para o Grupo Santander.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

O atendimento aos clientes poderá ser realizado por colaboradores da Toro CTVM S.A., uma empresa do Grupo Santander.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração dos analistas:

Nós, Ricardo Vilhar Peretti e Alice Lopes de Medeiros Corrêa, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, em relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança dos analistas, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A., suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declararam, nos termos da Resolução CVM 20, que:

Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.

Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.

Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.

Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.

Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelos analistas responsáveis do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

As informações apresentadas podem não ser adequadas para todos os perfis de *suitability*. Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.