

DEZEMBRO 2025

Carteira Ibovespa+

ALTERAÇÕES EM DEZEMBRO/2025

/ Ajustes de Peso

	RADL3	 -1 p.p.
	PETR3	 -1 p.p.
	BBDC4	 +1 p.p.
	VALE3	 +1 p.p.

/ Ações Mantidas

	CYRE3		SBSP3
	ITUB4		TOTS3
	MULT3		WEGE3
	RDOR3		

Descrição da Carteira

A Carteira Ibovespa+ é recomendada para quem quer investir em empresas de médio e grande porte com alto potencial de lucros, sem se desvincilar da composição setorial do índice Ibovespa.

Objetivo

O objetivo desta carteira é superar o índice Ibovespa a longo prazo. Para isso, os estrategistas fazem uma criteriosa análise fundamentalista que busca maximizar o ganho de capital e retorno com dividendos. As alterações podem ser feitas a qualquer momento, o que permite mais flexibilidade às recomendações.

Vantagens

Simplificação

Exposição a um grupo reduzido de companhias com boas perspectivas futuras e sólido histórico de entrega de resultados, sem a necessidade de replicar todas as ações do Ibovespa.

Assessoria Constante

O dinamismo da economia faz com que as ações ganhem ou percam relevância ao longo do tempo. Acompanhamos os resultados de cada empresa para garantir alocações apropriadas e uma boa performance da Carteira.

Liquidez

Embora seja um investimento indicado para o longo prazo, o investidor poderá vender as ações na Bolsa de Valores a qualquer momento durante o pregão, caso necessite se desfazer delas.

/ Recomendação para Dezembro

EMPRESA	SETOR	CÓDIGO	PERCENTUAL RECOMENDADO	PREÇO ¹	PREÇO-ALVO 2026E	DIV. YIELD 2026E
Bradesco	Instituições Financeiras	BBDC4	10%	R\$ 19,69	R\$ 24,00	7,24%
Cyrela	Construção Civil	CYRE3	9%	R\$ 35,35	R\$ 38,00*	7,17%
Itaú Unibanco	Instituições Financeiras	ITUB4	11%	R\$ 41,65	R\$ 49,00	6,88%
Multiplan	Shopping Centers	MULT3	9%	R\$ 30,18	R\$ 39,50	4,10%
Petrobras	Óleo & Gás	PETR3	10%	R\$ 33,31	R\$ 40,00	14,35%
RD Saúde	Varejo	RADL3	8%	R\$ 23,81	R\$ 24,00	1,53%
Rede D'Or	Saúde	RDOR3	8%	R\$ 46,92	R\$ 51,50	2,12%
Sabesp	Energia & Saneamento	SBSP3	9%	R\$ 140,71	Em Revisão	3,99%
Totvs	Tecnologia	TOTS3	8%	R\$ 42,97	R\$ 55,00	1,96%
Vale	Siderurgia & Mineração	VALE3	11%	R\$ 67,38	R\$ 75,00*	7,19%
WEG	Industrial	WEGE3	7%	R\$ 43,78	R\$ 56,00	1,89%

(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*).

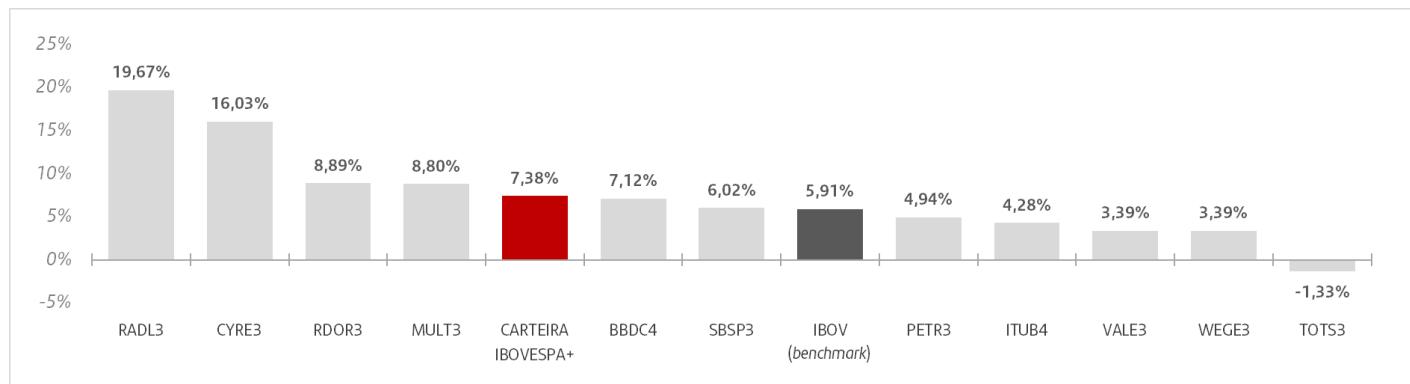
/ Acompanhamento da Carteira

RENTABILIDADES			DESTAQUE DE NOVEMBRO	
PERÍODO	CARTEIRA IBOVESPA+	IBOV (benchmark)	RADL3	+19,67%
Novembro	+7,38%	+5,91%		
2025	+36,29%	+32,47%		
12 meses	+28,83%	+26,85%		
24 meses	+22,40%	+24,69%		
Desde o Início	+162,91%	+135,70%		

ESTATÍSTICAS		CLASSIFICAÇÃO DE RISCO ¹	
Início da Carteira	03/01/2011	Beta	1,08
Meses com performance superior ao <i>benchmark</i> (IBOV)	101 de 179 (56,4%)		

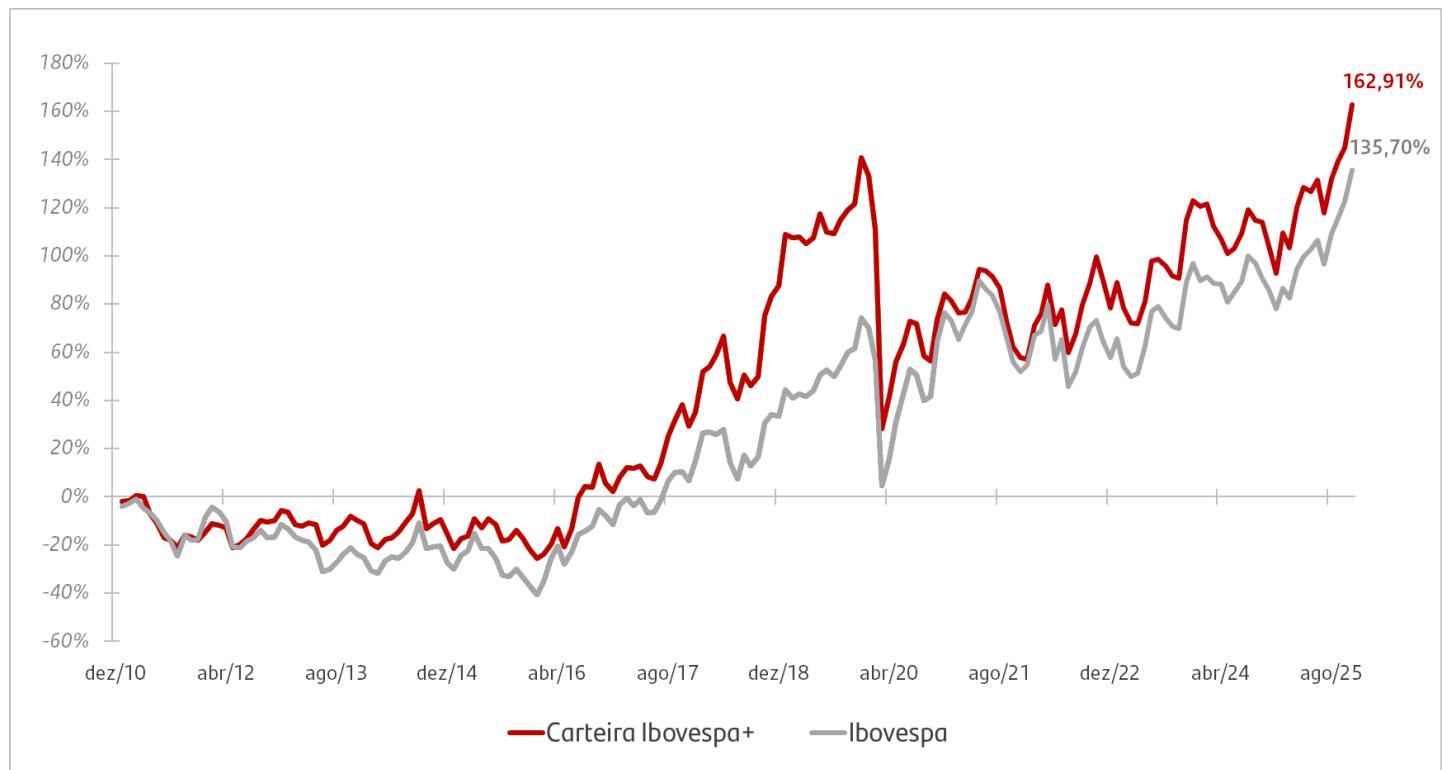
(1) Referente aos últimos 12 meses. Glossário na penúltima página deste relatório. Fonte: Santander.

/ Desempenho das Ações da Carteira em Novembro vs. Benchmark



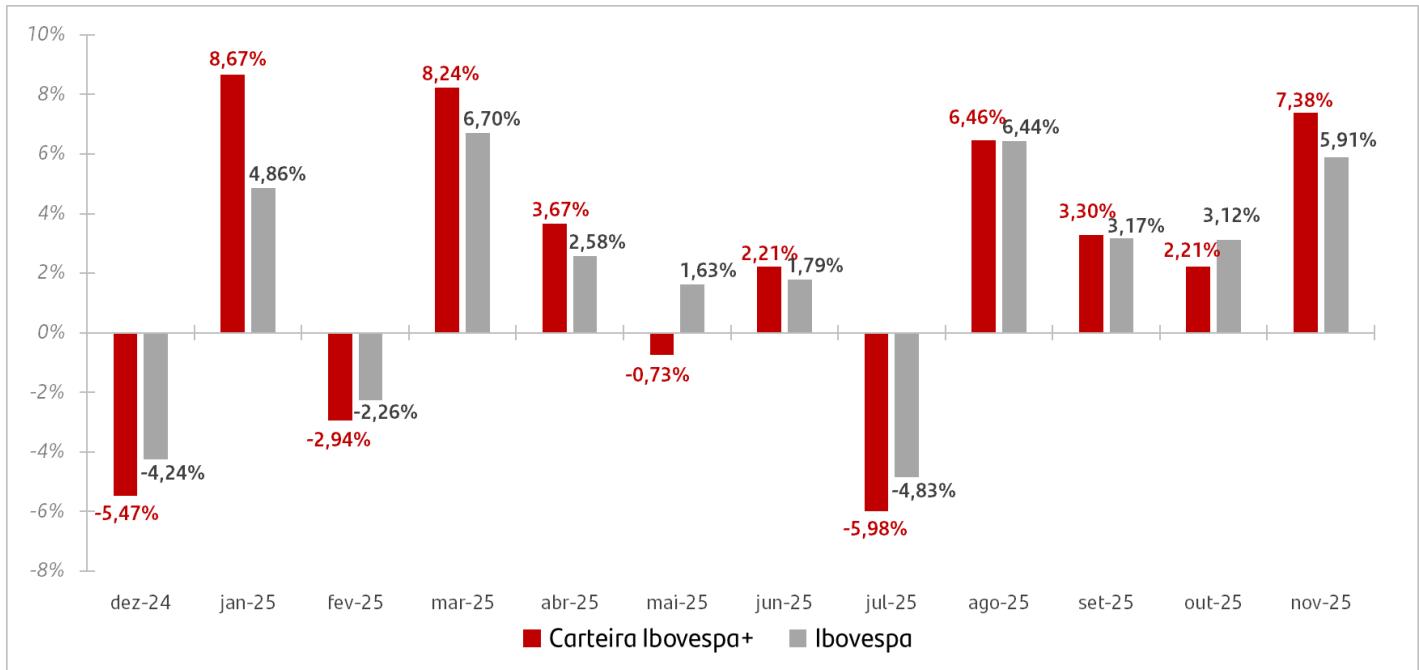
Fonte: Santander.

/ Desempenho Acumulado



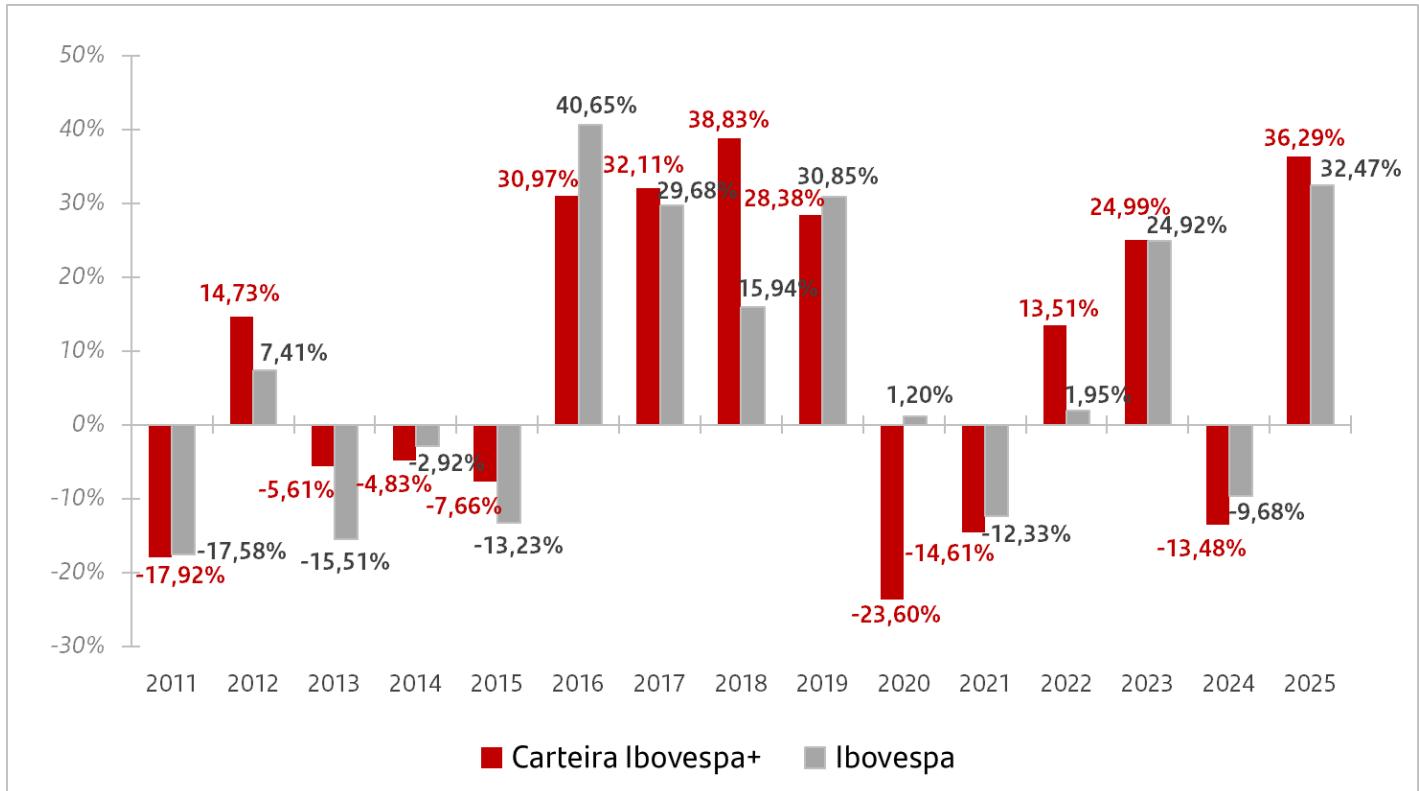
Performance acumulada desde o lançamento da Carteira Ibovespa+ em 03/01/11 até 28/11/2025. Fonte: Santander.

/ Desempenho Mensal



Fonte: Santander.

/ Desempenho Anual



Fonte: Santander.

/ Ações mantidas na Carteira Ibovespa+





Bradesco (BBDC4)

- / O Bradesco é um dos principais bancos privados do Brasil, oferecendo uma ampla gama de serviços bancários. Embora a maior parte das atividades do Bradesco se concentre no mercado local, o banco possui pequenas operações na América Latina e escritórios de representação nos EUA e no Reino Unido.
- / Recentemente, nossos analistas elencaram o Bradesco como *Top Pick* (preferência) entre os grandes bancos, apresentando também o preço-alvo (2026E) de R\$ 24,00. Em nossa visão, os últimos resultados trimestrais confirmaram que o banco está no caminho para atingir um ROE acima do seu custo de capital próprio (Ke) em 2025. Embora esperemos apenas um crescimento modesto do lucro líquido no 2º semestre de 2025, prevemos outro aumento na qualidade e na lucratividade para 2026.
- / A nossa visão positiva é impulsionada por quatro fatores principais: 1) vemos o Bradesco no caminho certo para superar o *guidance* de lucro líquido (projetamos R\$ 24,7 bilhões em 2025, 5,5% acima do ponto médio de R\$ 23,4 bilhões indicado pelo *guidance* original do Bradesco); 2) segundo a nossa análise de sensibilidade, a queda da taxa Selic é mais benéfica para o Bradesco vs. os pares cobertos; 3) "Plano de Transformação" sendo executado em ritmo acelerado: a partir de 2026, esperamos alavancagem operacional contínua e sinergias de custos; e 4) acreditamos que o ROE pode atingir 15% até o fim do 4T25 e 16,6% até o fim do 4T26.
- / O Bradesco reportou lucro líquido recorrente de R\$ 6,2 bilhões no 3T25 (ROAE de 14,7%), +2% t/t e +19% a/a. Os números vieram em linha com as nossas estimativas e com o consenso, impulsionados principalmente pela melhora nas tendências de crédito, visto que o banco continuou a expandir sua margem de juros líquida (NIM) ajustada ao risco, mesmo com provisões adicionais para clientes corporativos específicos, o que compensou a deterioração da margem financeira líquida (NII) com o mercado. Também destacamos mais um bom trimestre para o setor de seguros, que continuou acima das projeções. Em nossa opinião, este trimestre reforçou o processo de recuperação da rentabilidade do banco, especialmente porque a melhoria foi impulsionada pelo negócio principal de crédito. Por ora, seguimos vendo potencial de valorização na ação a partir do *valuation* atual de 1,07x P/VP 2026E.

Direcionadores: (i) resultados trimestrais acima do esperado; (ii) início do corte de juros pelo Banco Central; (iii) materialização do processo de *turnaround*.

Riscos: (i) potencial deterioração da qualidade dos ativos, em meio à expansão do crédito; (ii) riscos regulatórios (ou seja, mudanças nas regulamentações tributárias); (iii) concorrência em linhas de crédito específicas possivelmente comprometendo a lucratividade do banco; e (iv) um processo de *turnaround* mais longo do que o esperado.

Cyrela (CYRE3)

- / A Cyrela é uma das maiores construtoras do Brasil tanto em valor de mercado quanto pelo valor dos empreendimentos lançados nos últimos anos. O foco principal da empresa é o desenvolvimento de apartamentos residenciais em localizações privilegiadas, com projetos voltados para clientes de alta renda. Com mais de 50 anos de história, a empresa atua principalmente nos estados de São Paulo, Rio de Janeiro e região Sul. Vemos a Cyrela como uma das mais bem posicionadas para se beneficiar do atual estágio do ciclo imobiliário, em função da combinação de balanço sólido, portfólio diversificado entre segmentos (da baixa a ultra alta renda) e sólida capacidade de execução.
- / A Cyrela é a nossa *Top Pick* do setor de Construção Civil. Apesar de todas as preocupações associadas a uma desaceleração no mercado imobiliário de média/alta renda, acreditamos que os níveis de *valuation* da Cyrela já incorporam um cenário desafiador de juros altos, apesar de um sólido momento de lucros — destacamos: (i) seu *pipeline* de projetos icônicos com níveis razoáveis de acessibilidade em relação aos concorrentes, que continuam contribuindo para o forte desempenho de vendas; (ii) diversificação do portfólio, com ~55% e ~26% dos lançamentos em 2025 expostos aos segmentos de alta renda e do MCMV, respectivamente; (iii) sólido momento de lucros, com um CAGR de LPA de 12% para 2024-27; e (v) um *valuation* ainda descontado, com as ações sendo negociadas a um P/VPA e P/L em 2026E de apenas 1,1x e 5,9x, respectivamente.
- / A Cyrela registrou resultados sólidos e em linha com as nossas estimativas no 3T25. Destacamos a margem bruta, que alcançou um sólido patamar de 33,0% (+25 bps t/t). A margem de *backlog* aumentou 10 bps t/t, atingindo 36,3%. Além disso, o EBITDA ajustado foi de R\$ 762,3 milhões, em grande parte em linha com nossas estimativas, visto que as despesas de vendas maiores do que o esperado, associadas a um maior volume de lançamentos, foram parcialmente compensadas pelos ganhos com a venda de ações da Cury. O lucro líquido atingiu R\$ 609 milhões (+28,2% a/a), resultando em um sólido ROE dos últimos doze meses de 19,9% (+30 bps t/t e +230 bps a/a).
- / A diversificação geográfica e de receita da Cyrela tende a deixar a empresa mais protegida contra a deterioração em mercados e segmentos específicos, a nosso ver. Como referência, a participação dos empreendimentos de alto padrão nos lançamentos da Cyrela tem oscilado entre 70-30% desde 2010, de acordo com diferentes ciclos de mercado.

Direcionadores: (i) sólida perspectiva operacional, dada a forte absorção de vendas dos últimos projetos da empresa; (ii) oferta reduzida de imóveis após anos de lançamentos limitados; e (iii) ganhos resilientes com ROE de 19,9% nos últimos 12 meses.

Riscos: (i) uma desaceleração econômica impactando a demanda por moradias e reduzindo as vendas contratadas da empresa; (ii) queda inesperada na lucratividade após inflação acima do esperado e excesso de oferta em algumas regiões; (iii) riscos de execução em novos lançamentos; (iv) escassez de oferta de crédito e maiores taxas de financiamento imobiliário; e (v) falta de recursos para o Programa MCMV, afetando negativamente o segmento de baixa renda (Cury, Plano&Plano e Vivaz).

 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.

88 Multiplan (MULT3)

- / A Multiplan é uma das maiores empresas de shoppings do Brasil com unidades nos estados do RJ, MG, SP, RS, PR, AL e DF. Ao final do 3T25, a companhia detinha 20 shoppings com Área Bruta Locável (ABL) total de 891 mil m², que geraram vendas de R\$ 25,4 bilhões nos últimos 12 meses.
- / Recentemente, nossos analistas atualizaram as estimativas para Multiplan, projetando preço-alvo de R\$ 39,50 para 2026E e reiterando a ação como a *Top Pick* do setor de Shoppings. Nossa visão construtiva sobre a empresa é fruto de uma combinação de: (i) resiliência dos lucros; (ii) forte portfólio de *shoppings* dominantes, que deve melhorar ainda mais após as revitalizações; (iii) *valuation* atrativo, com as ações sendo negociadas a um *spread* de AFFO yield de ~140 bps em relação à NTN-B de 10 anos; e (iv) sólido rendimento de FCL de 6,5% em 2026E.
- / Destacamos ainda o forte potencial da Multiplan para entregar reajustes reais nos aluguéis no futuro, advindos tanto de aumentos quanto de *spreads* positivos de locação, impulsionados por: (i) seu sólido histórico de desempenho de vendas (independentemente do ambiente macro); e (ii) a falta de ABL vaga em ativos dominantes no Brasil. Além disso, notamos que as receitas de aluguel devem acelerar após o fraco crescimento apresentado em 2024, que refletiu o efeito defasado do IGP-M negativo em 2023. A combinação de dados mais fortes de IGP-M ao longo dos últimos 12 meses, juntamente com a inauguração de *brownfields* (como as expansões do Morumbi e do ParkShopping), devem levar a uma aceleração no crescimento da receita de aluguel para 8,5% a/a em 2025 e 10,9% a/a em 2026 (vs. 2,3% a/a em 2024).
- / A Multiplan apresentou resultados mistos no 3T25. Por um lado, a empresa registrou mais um trimestre de tendências operacionais sólidas, com crescimento de 6,9% a/a nas vendas totais dos lojistas, apesar de uma base de comparação mais difícil (primeiro trimestre após as enchentes do 2T24 no Rio Grande do Sul). Vale destacar também: (i) o sólido crescimento de 9,3% a/a no Aluguel Mesmas Lojas (SSR), 3,0% acima do efeito do IGP-DI; (ii) o aumento contínuo da taxa de ocupação para 96,3% (+6 bps a/a); (iii) taxa de inadimplência líquida de -1,9%. Por outro lado, o AFFO ficou 7,3% abaixo da nossa estimativa, principalmente devido a: (i) estouros de custos no Projeto Lago Vitória; e (ii) despesas financeiras maiores do que o estimado.
- / Em outubro, a Multiplan anunciou a expansão do Barra Shopping [que deverá adicionar 2 mil m² (ou 2,6% da ABL total) até o 2S26, com um investimento total de R\$ 35 milhões] e do BH Shopping [que deverá adicionar 1,96 mil m² (ou 4,1% da ABL) até 1S26, com um investimento total de R\$ 30 milhões]. Embora pequenas, consideramos ambas as expansões como geradoras de valor e um importante indicador de: (i) força de ativos dominantes no Brasil, independentemente do ambiente macroeconômico - visto que 100% da nova ABL no Barra Shopping e parte da expansão do BH Shopping já estão pré-locadas; e (ii) sólido potencial de crescimento à frente. Vale destacar que o Barra e o BH Shopping estão entre os três ativos de melhor desempenho da empresa e apresentam altas taxas de ocupação.

Direcionadores: (i) reajustes de aluguel com a consequente recuperação do tráfego nos *shoppings*; (ii) adaptação dos shoppings às novas realidades omnicanal; (iii) investimento em soluções tecnológicas e em *startups*; e (iv) melhor ambiente macroeconômico e consequente redução das taxas de juros de longo prazo no Brasil.

Riscos: (i) aumentos na taxa Selic, levando a maiores despesas financeiras; (ii) concorrentes aumentando a quantidade de ABL em cidades com excesso de oferta; (iii) reforma tributária, que poderá impactar negativamente os impostos do setor; e (iv) taxa de desemprego acima do esperado, levando a uma desaceleração das vendas no varejo e, consequentemente, aumentos nas taxas de vacância e inadimplência.

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.

RD Saúde (RADL3)

- / A RD é a maior rede de drogarias do Brasil, com cerca de 16% de participação em um mercado altamente fragmentado. A empresa adota uma estratégia de negócios diferenciada, com duas marcas principais (Droga Raia e Drogasil) e potencial para sinergias e economias de escala. A rede cresce organicamente, por meio da abertura de novas lojas, e também por meio de aquisições quando conveniente.
- / Os resultados do 2T25 da empresa confirmaram um ponto de inflexão de margem e de vendas, reduzindo o risco de novos cortes nas estimativas e apoiando um caminho para lucros acima do consenso em 2026. Acreditamos que o mercado precipicou de forma exagerada as ameaças estruturais de concorrência *online* e mudanças regulatórias no segmento de drogarias. Reiteramos nossa recomendação de "Compra" em RD e acreditamos que um prêmio de *valuation* em relação aos pares do varejo no Brasil é justificado, dados os ganhos consistentes de *market share*, o reinvestimento disciplinado e as tendências favoráveis decorrentes da queda na taxa de juros.
- / A RD apresentou resultados sólidos no 3T25, dando continuidade às tendências positivas observadas no trimestre anterior. Ressaltamos uma aceleração nas vendas no varejo e rentabilidade resiliente, compensando o momento mais fraco na 4Bio. Excluindo itens não recorrentes, o lucro líquido ajustado totalizou R\$ 402 milhões (+19% a/a), 12% acima do consenso, impulsionado por um imposto de renda menor do que o esperado. O fluxo de caixa livre foi de R\$ 648 milhões, com uma melhora a/a de 3 dias no ciclo de conversão de caixa. Com a sólida geração de caixa deste trimestre, a relação Dívida Líquida/EBITDA da RD caiu para 1,1x (vs. 1,3x no 2T25).
- / O forte crescimento dos medicamentos emagrecedores (GLP-1) no Brasil tem sido um dos principais impulsionadores do aumento da receita da RD neste ano, assim como o crescimento contínuo das vendas *online*. Dada o *market share* da RD no estado de São Paulo e entre a população de renda mais alta, a companhia detém uma participação maior no mercado de medicamentos GLP-1 em comparação com outras redes de farmácias. Em 2024, esses medicamentos representaram de 4% a 5% das vendas da RD, enquanto em 2025, esse percentual está em cerca de 6% a 7% e continua crescendo.

Direcionadores: (i) crescimento de vendas superior ao esperado; (ii) margens expandindo-se a um ritmo mais rápido do que as expectativas do mercado; e (iii) notícias positivas relativas ao desenvolvimento da RD Ads.

Riscos: (i) aumento da concorrência; (ii) maior efeito de canibalização; (iii) mudanças na composição das vendas (categorias de margem mais baixa); (iv) mudanças nas regulamentações do setor; (v) maior carga tributária sobre medicamentos; e (vi) escassez de boas localizações (reduzindo a TIR das novas lojas).

D'Or Rede D'Or (RDOR3)

- / A Rede D'Or foi fundada em 1977 como Grupo Labs, uma empresa de diagnósticos, e em 1998 inaugurou o Hospital Barra D'Or, o primeiro hospital do grupo. Atualmente, a empresa é a maior operadora hospitalar do Brasil com 76 hospitais próprios em operação, 3 hospitais administrados, e 55 clínicas oncológicas. Em 2022, a companhia adquiriu a SulAmérica e passou a ter exposição ao *business* de planos de saúde.
- / Recentemente, nossos analistas atualizaram o modelo de Rede D'Or, apresentando o preço-alvo de R\$ 51,50 para 2026E (vs. R\$ 34,50 em 2025E), reiterando a recomendação de "Compra". A empresa é uma das nossas preferências no setor de Saúde, especialmente considerando seu posicionamento de mercado único e dominante, aceleração de receitas e potencial de expansão de margem. Vemos uma combinação positiva de: (i) gestão de qualidade, (ii) segmento resiliente, (iii) forte momento dos lucros, e (iv) suporte de programas de recompra de ações e dividendos. O *valuation* não é exatamente barato, com as ações negociando a um P/L ajustado de 16,6x em 2026E, o que representa um prêmio em relação aos pares.
- / A Rede D'Or entregou resultados melhores do que o esperado no 3T25, com lucro líquido ajustado de R\$ 1,3 bilhão (+12,5% a/a e +23,8% t/t), 13% acima das nossas estimativas e do consenso. No segmento hospitalar, destacamos a forte expansão da taxa de ocupação para 81,6% (bem acima da média histórica trimestral de 78,8%), o que, em nossa opinião, impulsionou maior alavancagem operacional e diluição de custos. Os resultados da SulAmérica também foram sólidos, com receita (+11% a/a) e índice de sinistralidade (-220 bps a/a) apresentando melhorias robustas e levando a uma expansão substancial da margem EBITDA (+200 bps a/a).
- / Nos próximos meses, notamos que o segmento hospitalar deve se beneficiar de um comparativo fácil e, portanto, a expansão da margem EBITDA deve continuar, já que a taxa de ocupação tem uma base de comparação mais normalizada a/a no 2S25. Na SulAmérica, esperamos que o forte desempenho comercial se mantenha, à medida que a empresa continua a se beneficiar da infraestrutura hospitalar da Rede D'Or. A sinistralidade médica já está em um nível saudável e esperamos melhorias adicionais nos próximos trimestres.
- / Em julho, alguns veículos de imprensa noticiaram que a Rede D'Or e o Bradesco estariam negociando um possível acordo envolvendo o grupo Fleury. Recentemente, rumores apontaram que a possibilidade dessa operação teria diminuído. Por ora, nenhuma proposta formal foi divulgada entre as partes, mas a Rede D'Or pontuou que "está permanentemente avaliando oportunidades de expansão de suas linhas de negócio". Em nossa opinião, um eventual acordo entre a Rede D'Or e a Fleury faria sentido do ponto de vista estratégico, além da potencial geração de valor para os acionistas.

Direcionadores: (i) utilização da capacidade hospitalar melhor que o esperado; (ii) aumento da complexidade dos procedimentos, traduzindo-se em preços médios mais altos que o estimado; (iii) boa execução/integração de ativos; e (iv) crescimento de membros e melhor sinistralidade médica na SulAmérica.

Riscos: (i) execução de fusões e aquisições; (ii) pressão de preços afetando as margens; (iii) mudança no comportamento dos pacientes; (iv) concorrência mais forte do que o esperado; (v) deterioração do cenário macroeconômico; e (vi) mudanças na gestão.

Sabesp (SBSP3)

- / A Sabesp é uma das maiores empresas de saneamento do mundo, cobrando de seus clientes o tratamento e distribuição de água, além da coleta e tratamento de esgoto. A companhia atua em 375 municípios do estado de São Paulo, atingindo mais de 28 milhões de pessoas. A empresa também vende água no atacado para outros municípios do estado que não fazem parte do sistema da Sabesp.
- / Recentemente, nossos analistas elencaram a Sabesp como *Top Pick* do setor de Energia Elétrica & Saneamento. Acreditamos que a privatização recém-materializada transformará a empresa em uma história de investimento ainda mais atraente e a colocará entre as poucas ações com forte potencial de valorização nos próximos anos. Em relação ao *capex*, acreditamos que a nova gestão da companhia será capaz de executar o *capex* orgânico ao mesmo tempo em que busca novas oportunidades inorgânicas (principalmente no estado de São Paulo). Por fim, observamos que as ações estão sendo negociadas a um EV/RAB 2025E de 1,33x, ainda abaixo do que seria considerado "justo" para uma empresa privada do setor de saneamento, a depender de premissas de eficiência.
- / O ano de 2025 tem sido positivo para a Sabesp, pois os investidores têm acompanhado uma rápida recuperação dos resultados, com a redução dos custos de gestão e a melhora das receitas (reduzindo totalmente ou pelo menos grande parte da diferença para as receitas regulatórias). Além disso, em dezembro, é esperada a aprovação da próxima revisão tarifária, que, se aprovada sem surpresas, reduzirá significativamente o risco associado à tese de investimento. Outro tema importante à frente é a possibilidade de a Sabesp participar de novos leilões de saneamento, sozinha ou em parceria com a Equatorial (o estado de São Paulo, por exemplo, prepara novos leilões de água e esgoto com investimentos avaliados em R\$ 25 bilhões).
- / Projetamos que a Sabesp entregue um crescimento do EBITDA de 5,7% para 2025 e um CAGR de 18% para o período de 2024-29E, com base em melhoria operacional significativa (cortes de custos e melhorias regulatórias) e um grande aumento na base de ativos (R\$ 78 bilhões de *capex* esperados para o período). Por fim, notamos que a tese de investimento da empresa permite que ela atraia o interesse de uma variedade de investidores temáticos (fundos de infraestrutura, água, ESG, impacto socioambiental, etc).
- / A Sabesp reportou um EBITDA ajustado de R\$ 3,2 bilhões no 3T35 (+13,5% a/a), 6,3% abaixo da nossa estimativa, refletindo um lucro bruto ajustado mais fraco do que o esperado e despesas administráveis acima dos nossos números. No entanto, destacamos a execução do *capex*, que foi novamente outro destaque importante do trimestre, atingindo R\$ 4,0 bilhões (+10% t/t).

Direcionadores: (i) ganhos de eficiência após o processo de privatização; (ii) melhorias no marco regulatório de saneamento; (iii) bons reajustes e revisões tarifárias; e (iv) redução de custos e melhorias operacionais.

Riscos: (i) alterações desfavoráveis do marco regulatório de saneamento; (ii) agravamento da situação hídrica no estado de São Paulo; (iii) futuras revisões tarifárias desvantajosas; e (iv) melhorias financeiras e operacionais menos positivas do que o esperado.

Totvs (TOTS3)

- / Fundada em 1983, a Totvs é uma das principais empresas de software no Brasil, com um valor de mercado atual de ~R\$ 27 bilhões. Com mais de 50% de *market share* no Brasil e entre os 3 principais *players* na América Latina, a empresa atua principalmente no Brasil, mas possui clientes em mais de 40 países, com presença nos principais centros de negócios. A companhia oferece um portfólio abrangente de serviços, com soluções de (i) Gestão, entre elas ERP, RH, Verticais e Plataformas de Inovação; (ii) Techfin, com ofertas de crédito, pagamentos e serviços; e (iii) Business Performance (BP), incluindo CRM, Analytics e E-commerce.
- / Apesar de um cenário macro mais desafiador, acreditamos que a Totvs oferece aos investidores uma boa combinação de: (i) exposição ao mercado de software no Brasil, que tem crescido consistentemente acima do PIB nominal nas últimas décadas e provou ser um negócio resiliente; (ii) proteção contra inflação, pois os contratos são reajustados automaticamente; (iii) exposição a novos mercados, como Business Performance, que ainda é pouco penetrado no Brasil; (iv) alavancagem operacional; e (v) potencial criação de valor com fusões e aquisições. Embora o *valuation* sempre tenha sido um *pushback* para a tese de investimento da Totvs, vemos as ações negociando a um P/L de 20,4x para 2026E – patamar justificado diante das expectativas de forte crescimento dos lucros (CAGR de LPA de 3 anos de ~23%). A Totvs continua sendo nossa principal escolha no setor de tecnologia no Brasil.
- / No dia 22 de julho, a Totvs anunciou que firmou um acordo com a Stone para adquirir 100% da Linx por R\$ 3,05 bilhões, a ser pago no fechamento da operação. O valor da transação veio em linha com as expectativas do mercado, já que a maioria dos investidores esperava algo na faixa de R\$ 3 a 4 bilhões. Embora a empresa não tenha fornecido muitas informações quantitativas sobre as sinergias do negócio, acreditamos que as oportunidades são consideráveis tanto na frente de receita quanto de despesas operacionais. A aprovação do CADE ainda está pendente, mas, em nossa opinião, deve ser relativamente simples, considerando a pequena sobreposição dos dois ativos em termos de verticais de negócios.
- / A Totvs reportou um sólido 3T25, com EBITDA e lucro líquido superando as nossas estimativas e as do consenso em 4-5%. Os resultados robustos foram impulsionados principalmente pela divisão de software de gestão, que continuou apresentando crescimento saudável de receita e tendências positivas de margem. A receita líquida consolidada de R\$ 1,6 bilhão cresceu 18% a/a, mantendo o forte ritmo observado nos trimestres anteriores. O EBITDA consolidado de R\$ 418 milhões (incluindo 50% de Techfin) cresceu 25% a/a, o que implica uma margem EBITDA de 26,0% (+140 bps a/a). Por fim, o lucro líquido ajustado de R\$ 249 milhões cresceu 10% a/a, o que implica uma margem de lucro líquido de 15,5%.
- / Por fim, acreditamos que a Totvs apresenta sólidas perspectivas financeiras e continuará crescendo tanto organicamente com o lançamento de novos produtos, quanto via a aquisição de outras empresas (M&A) com soluções complementares às suas, com enfoque principalmente no segmento de Business Performance.

Direcionadores: (i) bom momento operacional de curto prazo; (ii) perspectiva favorável de médio/longo prazo em novos segmentos, como Techfin e Business Performance, que podem impulsionar o crescimento sustentável por muitos anos; (iii) demanda recorrente por serviços de digitalização das empresas locais; (iv) proteção contra a inflação; e (v) M&A como driver de criação de valor.

Riscos: (i) execução de M&A; (ii) crescente competição por capital humano; (iii) piora das condições macro; e (iv) aumento da inadimplência nas operações de crédito.



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.



WEG (WEGE3)

- / A WEG S.A. é a maior fabricante de motores elétricos e equipamentos relacionados da América Latina e uma das maiores fabricantes do mundo, vendendo produtos para mais de 100 países. Com seus quatro segmentos de negócios, a WEG possui um portfólio diversificado de produtos, incluindo motores elétricos, geradores de energia, transformadores, componentes eletrônicos, sistemas de automação industrial e tintas e vernizes.
- / Nossa visão otimista sobre a tese de investimento da WEG permanece sólida, com base em alguns pilares: (i) perfil defensivo entre as ações brasileiras com exposição global e mais de 50% de suas receitas em moeda forte; (ii) expectativas de que a IA continuará fomentando a demanda em geração, transmissão, distribuição e armazenamento de energia no futuro próximo; (iii) demanda contínua por projetos de Transmissão & Distribuição (T&D), que trazem um mix de receita mais lucrativo; e (iv) os esforços da empresa para desenvolver e manter novas vias de crescimento (por exemplo, estratégia *motion drive*, carregadores de veículos elétricos fora do Brasil, compensadores síncronos estáticos, WEG Home, etc).
- / A WEG reportou resultados em linha com o esperado no 3T25, com o EBITDA de R\$ 2,3 bilhões representando uma leve alta de 1% t/t. O crescimento da receita da WEG (+1% t/t para R\$ 10,3 bilhões) continuou pressionado por incertezas geopolíticas, que causaram adiamentos em investimentos de clientes, combinado com menor contribuição da receita de energias renováveis e uma depreciação sequencial do dólar (-1,6% t/t, em média). Por outro lado, uma melhor composição de produtos levou a margens EBITDA praticamente estáveis, compensando qualquer impacto das iniciativas de mitigação relacionadas às tarifas mais altas impostas pelos EUA durante o período.
- / Apesar das adversidades de curto prazo, as perspectivas de longo prazo permanecem sólidas para a WEG. A transmissão e a distribuição de energia devem continuar apresentando forte crescimento nas Américas (apoiado pela modernização da rede elétrica, demanda impulsionada por projetos renováveis, *data centers* e novos hábitos de consumo em áreas urbanas), enquanto veículos elétricos, armazenamento de energia, compensadores síncronos estáticos, digitalização e ganhos de participação no mercado global de motores e acionamentos elétricos também devem sustentar o crescimento de longo prazo.
- / Por fim, o *valuation* relativo oferece uma boa assimetria, em nossa opinião. Nos últimos 10 anos, a WEG foi negociada com um prêmio médio de 74% em termos do múltiplo P/L em relação aos seus pares globais. Atualmente, a empresa está sendo negociada com um prêmio de 14% (devido ao próprio *de-rating* da WEG e ao *re-rating* de seus pares). Portanto, vemos o patamar atual de ~27x P/L 2026E (vs. média de 34x nos últimos 5 anos) como um ponto de entrada interessante.

Direcionadores: (i) correlação com a tese de *data centers* de Inteligência Artificial (através da venda de transformadores de energia); e (ii) esforços da empresa para desenvolver novos caminhos de crescimento (por exemplo, Estratégia *Motion Drive*, carregadores EV, WEG Home e outros).

Riscos: (i) tarifas de 50% para exportação de bens aos EUA por tempo indeterminado; (ii) uma potencial alteração na alíquota de imposto da empresa (atualmente a companhia tem uma baixa alíquota efetiva de imposto, ajudada pela sua estrutura societária); (iii) preços das principais matérias-primas acima do esperado; (iv) valorização do real pressionando as exportações da empresa; (v) mudanças adversas nos preços das *commodities*; (vi) tendências negativas impactando seus investimentos globais em novos projetos; e (vii) crescimento do PIB global menor do que o esperado.

/ 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 Ibovespa+, 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 (empréstimos, 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 ou objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A., suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, 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) esperar 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.