

# Estratégia de Ações

Perspectivas para o Brasil em 2026:  
Um ano moldado por trajetórias divergentes

Apresentando o Preço-Alvo (2026E) de 195 mil  
pontos para o Ibovespa

Aline de Souza Cardoso



22 de dezembro de 2025



## Resumo

O relatório de Perspectivas para 2026, entre outros temas analisados, introduz o preço-alvo do Ibovespa de 195 mil pontos para o fim de 2026. A visão é estruturada mediante a apresentação de dois caminhos macroeconômicos distintos – um **cenário Bullish** e um **cenário Bearish** –, cada um com premissas próprias para PIB, juros, câmbio, crescimento de lucros e múltiplo Preço/Lucro justo do Ibovespa.

**Derivamos nosso target do cenário-base (195 mil pontos) ponderando os cenários Bullish e Bearish de acordo com suas probabilidades atribuídas (50% a cada resultado).** No cenário **Bullish**, projetamos um crescimento do Lucro por Ação (LPA) de 15% em 2027, em comparação com 5% no cenário **Bearish**, além de uma expansão do LPA de 15% em 2026 no cenário-base. Também assumimos que o custo do capital próprio (Ke) poderia cair para 11% no cenário **Bullish**, enquanto no cenário **Bearish** estimamos um valor mais próximo de 17%.

### Quais os condicionantes assumimos em cada cenário?

- No cenário **Bullish**, assumimos reformas fiscais estruturais a partir de 2027, incluindo moderação do salário-mínimo real, revisões em benefícios trabalhistas, ajustes em pisos constitucionais e redução de isenções tributárias (cerca de 4,5% do PIB).
- No cenário **Bearish**, pressupomos um mix de políticas mais adverso, menor crescimento e condições financeiras mais apertadas, o que levaria a uma trajetória mais inclinada da relação dívida/PIB.

Essas premissas resultam em valores justos para o Ibovespa de:

- Cenário Base: 195.000 pontos (potencial de alta de 21%);
- Cenário **Bullish**: 265.000 pontos (potencial de alta de 65%);
- Cenário **Bearish**: 125.000 pontos (potencial de queda de 22%)

A distribuição dos cenários acima resulta em um perfil de retorno positivamente assimétrico. A magnitude do potencial de alta em nosso cenário **Bullish** supera de forma material o risco de baixa implícito no cenário **Bearish**, mesmo sob uma estrutura de probabilidades iguais. Essa assimetria reforça nossa avaliação de que o equilíbrio de riscos está inclinado a resultados positivos nesta fase do ciclo.

Ainda assim, recomenda-se uma estratégia de investimento pautada em posicionamento balanceado para um ano desafiador. Isto é, dado o potencial de mudanças macro abruptas ao longo do ano, recomendamos uma abordagem de portfólio equilibrada.

### Top Picks para 2026

- **Cenário Bullish:** C&A, Localiza, Cyrela
- **Cenário Bearish:** Telefônica Brasil (Vivo), WEG, Vale
- **“À prova de ciclos”:** Eneva, Rede D’Or, BTG Pactual

# Índice

<b>01. <a href="#">Perspectivas para 2026: Um ano moldado por trajetórias divergentes</a></b> .....	04
<a href="#">Posicionamento em Diferentes Cenários &amp; Eleições no Brasil: Principais Datas</a> .....	05
<a href="#">Ciclos eleitorais e desempenho do mercado de ações brasileiro</a> .....	06
<a href="#">Análise histórica dos ciclos de flexibilização monetária</a> .....	07
<a href="#">Fiscal</a> .....	08
<a href="#">Definições e Premissas dos Cenários</a> .....	09
<a href="#">Preço-Alvo do Ibovespa</a> .....	10
<a href="#">Estudos Quantitativos</a> .....	13
<b>02. <a href="#">Grau de Alavancagem Total: Sensibilidade do Lucro Líquido às Mudanças no Crescimento de Receita</a></b> .....	16
<b>03. <a href="#">Top Picks para 2026</a></b> .....	20
<b>04. <a href="#">Valuation e Posicionamento</a></b> .....	26

# Perspectivas para 2026: Um ano moldado por trajetórias divergentes

# Perspectivas para 2026: Um ano moldado por trajetórias divergentes

## 2026: Posicionamento em Diferentes Cenários Macro no Brasil

- O Brasil inicia 2026 com uma amplitude atípicamente alta de resultados macroeconômicos, dado que as eleições presidenciais elevam a incerteza em torno da política fiscal, do crescimento econômico, do câmbio e da trajetória da taxa de juros. **Em um ambiente de elevada incerteza, a adoção de um único cenário-base tradicional não é suficiente para refletir adequadamente a distribuição de riscos.** Portanto, estruturamos nossa perspectiva mediante a apresentação de dois caminhos macroeconômicos distintos – um cenário *Bullish* e um cenário *Bearish* –, cada um com premissas próprias para PIB, juros, câmbio, crescimento de lucros e múltiplo Preço/Lucro justo do Ibovespa.
- Em vez de estabelecermos um cenário central, derivamos um preço-alvo para o índice ponderado por probabilidades e oferecemos total flexibilidade para ajustar essas probabilidades. **Para apoiar a construção de portfólio em diferentes condições macroeconômicas, incluímos três ferramentas analíticas: (1) Duration Empírica, (2) Grau de Alavancagem Total e (3) TIR Implícita para ações brasileiras até o fim de 2028, permitindo aos investidores mensurar a sensibilidade de cada ação a diferentes trajetórias econômicas.**
- A variabilidade histórica dos ciclos eleitorais dificulta fazer previsões de cenários futuros de forma precisa. Ainda assim, ao mapear o conjunto de resultados plausíveis e avaliar a sensibilidade de cada empresa às principais variáveis macroeconômicas, acreditamos que os investidores podem se posicionar para reagir rapidamente e ajustar seus portfólios à medida que o cenário evolui.

## Eleições no Brasil: Principais Datas de 2026

Date	Event
Mar-26	30-day window for lawmakers changing parties without losing their seats due to the party fidelity rule
4-Apr-26	<b>Deadline for executive officeholders to step down in order to run for a different office.</b> Deadline for party affiliation to be eligible to run in the October elections
Jul-26	Party conventions to choose candidates
Aug-26	Deadline to register candidates; official start of the electoral campaign
Sep-26	Deadline for parties to replace candidates
4-Oct-26	Election date: <b>First Round</b>
	Election date: <b>Second Round</b> (if no candidate secures more than 50% of the valid votes in the first round).
25-Oct-26	<b>Results should be known on the same night</b>

Fonte: Santander Research.

# Perspectivas para 2026: Um ano moldado por trajetórias divergentes

Ciclos eleitorais tendem a impulsionar um *rally* pré-segundo turno no mercado de ações brasileiro

- Historicamente, as ações brasileiras tendem a apresentar desempenho positivo durante a maioria dos períodos eleitorais.
- Como mostra a figura ao lado, o Ibovespa em dólares (US\$) valorizou-se ao longo do ano eleitoral — até o segundo turno — em todos os ciclos, exceto em 2014, com os maiores ganhos ocorrendo geralmente nos 3 meses que antecedem o segundo turno — previsto no ciclo atual para 25 de outubro de 2026.

## Eleições Presidenciais no Brasil: Desempenho e Volatilidade de 90 dias

Brazil Presidential Election: Performance Analysis (% in USD)								
Election Year	Election Year YTD - 1 Day Before 2nd Round	6 Months Before 2nd Round	3 Months Before 2nd Round	1 Month Before 2nd Round	1 Month After 2nd Round	3 Months After 2nd Round	6 Months After 2nd Round	
2002	-54%	-53%	-18%	7%	9%	12%	52%	
2006	29%	-2%	9%	11%	1%	13%	32%	
2010	6%	6%	10%	3%	-5%	-5%	1%	
2014	-3%	-10%	-20%	-11%	3%	-10%	-9%	
2018	2%	-6%	10%	20%	-6%	11%	5%	
2022	16%	-3%	9%	6%	-5%	3%	-3%	
Average	-1%	-11%	0%	6%	0%	4%	13%	
Median	4%	-4%	9%	6%	-2%	7%	3%	
Brazil Presidential Election: Volatility Rolling 90 Days Analysis (USD)								
Election Year	Election Year YTD - 1 Day Before 2nd Round	6 Months Before 2nd Round	3 Months Before 2nd Round	1 Month Before 2nd Round	1 Month After 2nd Round	3 Months After 2nd Round	6 Months After 2nd Round	
2002	63%	32%	42%	57%	55%	46%	39%	
2006	24%	28%	48%	30%	25%	22%	31%	
2010	22%	30%	39%	23%	25%	22%	22%	
2014	40%	27%	21%	24%	46%	43%	34%	
2018	37%	29%	34%	30%	38%	30%	29%	
2022	40%	29%	31%	33%	44%	37%	27%	
Average	38%	29%	36%	33%	39%	34%	31%	
Median	38%	29%	36%	30%	41%	34%	30%	

Fontes: Bloomberg e Santander Research. Nos cenários “before 2nd round”, os dados são calculados até o dia anterior às eleições. Já nos cenários “after 2nd round”, os dados são calculados a partir do dia anterior às eleições.

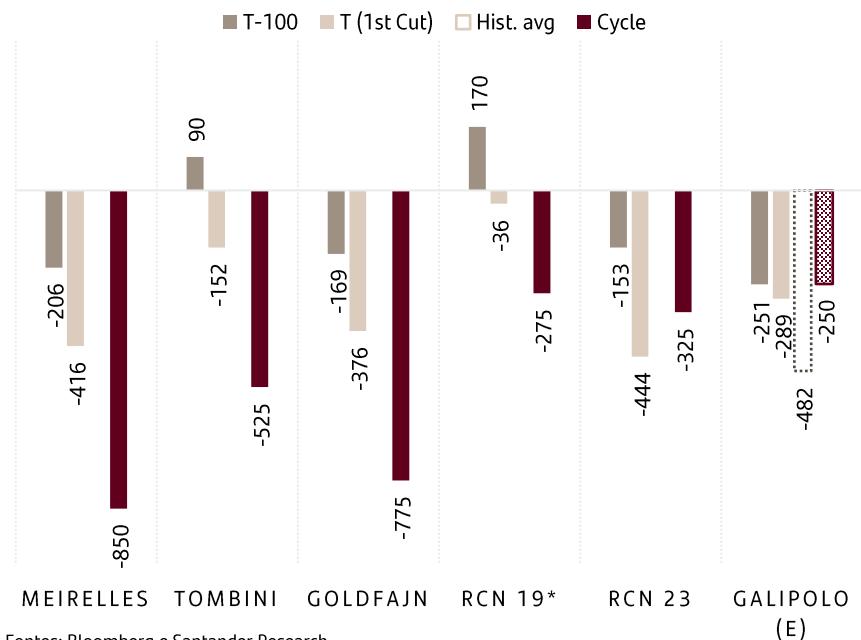
# Perspectivas para 2026: Um ano moldado por trajetórias divergentes

Análise histórica revela como os ciclos de flexibilização monetária tendem a superar as expectativas do mercado

## Por que o Ciclo de Flexibilização pode ser Mais Longo do que o Previsto?

- **As taxas de juros reais (ex-ante) no Brasil sugerem altamente restritivas.** Com a atividade econômica desacelerando gradualmente, o mercado de trabalho dando sinais de inflexão e a dinâmica da inflação se tornando mais benigna, acreditamos que o Banco Central do Brasil (BCB) terá espaço significativo para cortar a taxa básica de juros em 2026.
- A equipe macroeconômica do Santander espera que o BCB inicie um ciclo de flexibilização gradual no 1T26 com um corte de 50 bps, continuando até a taxa Selic atingir 12,5%, seguido por uma pausa até as eleições de outubro.
- No entanto, em nossa opinião, se a volatilidade do câmbio persistir nos níveis observados em dezembro, o BCB poderá optar por uma postura mais conservadora e iniciar o ciclo de afrouxamento com um corte de 25 bps.
- A curva de juros já está prefigurando cortes de aproximadamente 250 bps para 2026, em linha com a nossa projeção. **No entanto, a história mostra que a curva normalmente subestima a dimensão total de um ciclo de flexibilização.** Desde 2011, a partir do dia do primeiro corte, o mercado subestimou o ciclo total em cerca de 200 bps. Caso esse padrão se repita, o afrouxamento monetário total poderá se aproximar de 500 bps, levando a taxa Selic a cair para cerca de 10%.

## Magnitude dos Ciclos de Flexibilização ao Longo dos Mandatos



Fontes: Bloomberg e Santander Research.

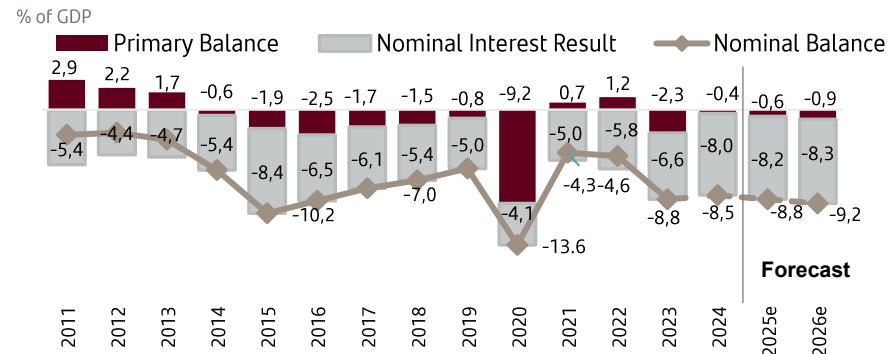
# Perspectivas para 2026: Um ano moldado por trajetórias divergentes

Pressões fiscais permanecem sendo um desafio central para a próxima administração

## Peso dos Juros e Pressões Estruturais Apontam para um Ajuste Fiscal

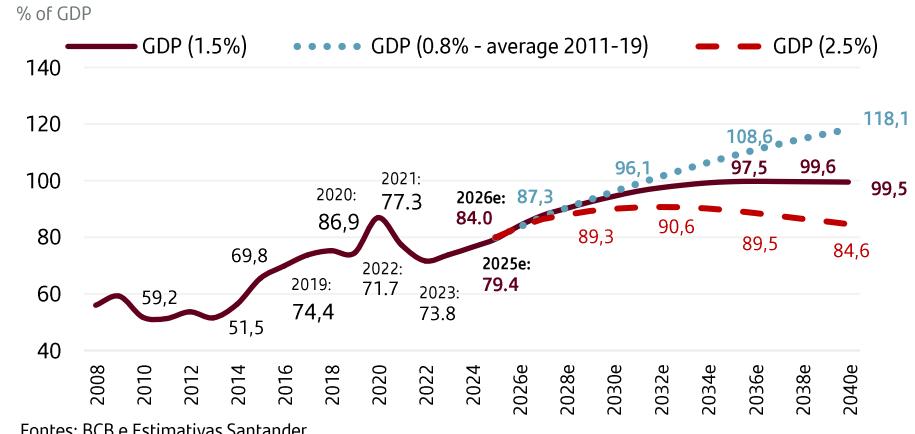
- No contexto mais amplo da América Latina, o Brasil se destaca: atualmente, gasta quase 8% do PIB com pagamentos de juros — mais do que qualquer economia comparável da região ou entre os países avançados. Esse ônus reflete o aumento da dívida pública bruta (hoje em torno de 80% do PIB) e o fato de aproximadamente 60% dessa dívida estar indexada à taxa Selic (atualmente em 15%).**
- Como resultado, as contas fiscais continuarão sendo um foco central em 2027 — o primeiro ano da nova administração — à medida que o governo enfrenta o desafio da consolidação fiscal. As receitas líquidas cresceram de forma expressiva nos últimos anos, superando o crescimento do PIB em cerca de 1 p.p. e levando a arrecadação federal a níveis recordes. Ainda assim, o Brasil segue registrando déficits primários, enquanto o resultado nominal permanece pressionado por estímulos fiscais persistentes.**
- À frente, a desaceleração cíclica das receitas e o aumento das despesas obrigatórias sugerem que será necessário um ajuste de pelo menos 1,5%–2% do PIB para estabilizar a dívida pública e melhorar os fundamentos de longo prazo. A sustentação de um desempenho sólido das receitas será essencial, sendo que o aumento da produção de petróleo e receitas extraordinárias oferecem apenas alívio temporário. Uma consolidação duradoura dependerá de medidas estruturais.**

## Balanço Fiscal do Setor Público



Fontes: BCB e Estimativas Santander.

## Simulação da Trajetória da Dívida Bruta do Governo (em % do PIB)



Fontes: BCB e Estimativas Santander.

# Perspectivas para 2026: Um ano moldado por trajetórias divergentes

Premissas de consolidação fiscal que sustentam os cenários *Bullish* e *Bearish*

## Definições e Premissas dos Cenários

- **No cenário *Bullish* assumimos a implementação de reformas fiscais estruturais a partir de 2027**, incluindo: (i) moderação do salário-mínimo real; (ii) revisões em benefícios trabalhistas; (iii) ajustes nos pisos constitucionais de saúde e educação; e (iv) redução de isenções tributárias (cerca de 4,5% do PIB). Essas medidas ajudariam a desacelerar a trajetória da dívida.
- **No cenário *Bearish* pressupomos um mix de políticas mais adverso, menor crescimento e condições financeiras mais apertadas**, o que levaria a uma trajetória mais inclinada da relação dívida/PIB.
- Para calibrar as premissas subjacentes a cada cenário, utilizamos a pesquisa Focus do BCB e aplicamos um ajuste de 2 desvios-padrão acima ou abaixo do consenso, resultando nos parâmetros mostrados na tabela *Premissas Macroeconômicas*.

## Premissas Macroeconômicas dos Cenários

	Macroeconomic Scenarios			
	Base	2027**		
		Bear	Base	Bull
GDP growth	1.5%	1.0%	1.8%	2.7%
Unemployment Rate	6.2%	8.6%	6.8%	5.4%
IPCA	3.9%	4.8%	3.8%	3.0%
IGP-M	4.2%	5.3%	4.0%	2.7%
USD/BRL	5.90	6.40	5.50	4.70
Selic	12.5%	12.0%	10.5%	9.0%

Fontes: BCB e Santander Research.

\* Estimativas da equipe macroeconômica do Santander.

\*\* Baseado no Boletim Focus.

# Perspectivas para 2026: Um ano moldado por trajetórias divergentes

O cenário Base implica um potencial de valorização de 21% para o Ibovespa até o fim de 2026

## Metodologia de Definição do Preço-Alvo do Ibovespa

- Derivamos nosso *target* do cenário Base ponderando os cenários *Bullish* e *Bearish* de acordo com suas probabilidades atribuídas (50% a cada resultado). No cenário *Bullish*, projetamos um crescimento do Lucro por Ação (LPA) de 15% em 2027, em comparação com 5% no cenário *Bearish*, além de uma expansão do LPA de 15% em 2026 no cenário Base. Também assumimos que o custo do capital próprio (Ke) poderia cair para 11% no cenário *Bullish*, enquanto no cenário *Bearish* estimamos um valor mais próximo de 17%.
- Isso resulta em um preço-alvo no cenário Base para o Ibovespa de 195.000 pontos (potencial de alta de 21%), em comparação com 265.000 (potencial de alta de 65%) no cenário *Bullish* e 125.000 (potencial de queda de 22%) no cenário *Bearish*.**
- Em nosso preço-alvo, o Ibovespa estaria negociando a um P/L de 10,6x no cenário Base, 12,5x no cenário *Bullish* e 6,4x no cenário *Bearish*.
- Em conjunto, a distribuição dos cenários resulta em um perfil de retorno com assimetria positiva. A magnitude do potencial de valorização em nosso cenário *Bullish* supera de forma relevante a queda implícita no cenário *Bearish*, mesmo em um contexto de probabilidades iguais.
- Essa assimetria reforça nossa visão de que, neste estágio do ciclo, o balanço de riscos está inclinado para resultados positivos.**

## Premissas de Valuation por Cenário

IBOV - Cost of Equity	Bull Case	Bear Case
(+) 10y Treasury	4.0%	4.0%
(+) Brazil CDS	2.0%	4.0%
(+) Inflation Differential	1.0%	2.7%
BZ IPCA	3.0%	4.8%
US PCE	2.0%	2.0%
(+) Beta	1	1
(x) Equity Risk Premium	4.0%	6.0%
(=) Ke (BRL)	11.0%	16.7%
Nominal PIB (g)	5.8%	5.8%
Potential PIB	2.7%	1.0%
BZ IPCA	3.0%	4.8%
Fair P/E	12.5x	6.4x
Ibovespa Target price YE26	265,000	125,000
Outcome Probability	50%	50%
Upside	65%	-22%
Ibovespa Target price YE26 Base Case	195,000	

Fonte: Estimativas Santander.

## Perspectivas para 2026: Um ano moldado por trajetórias divergentes

**Em nosso preço-alvo, o Ibovespa estaria negociando a um P/L de 10,6x (cenário Base), 12,5x (cenário Bullish) e 6,4x (cenário Bearish).**

Consideramos esses níveis de *valuation* como razoáveis, visto que o menor patamar de P/L na última década foi de 6,1x, enquanto 12,5x está aproximadamente um desvio padrão acima da média histórica de 10 anos.

**P/L 12 meses à frente do Ibovespa**

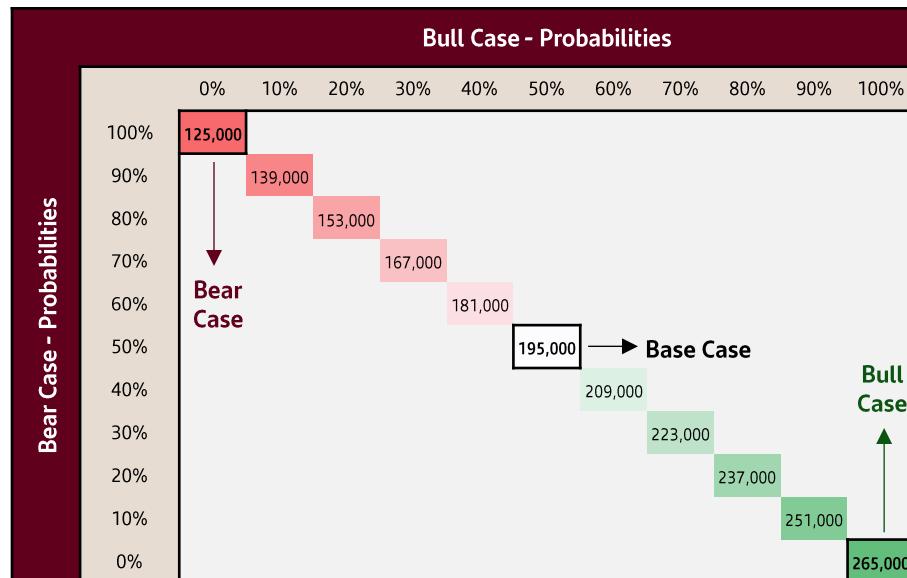


Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11 de dezembro de 2025.

## Perspectivas para 2026: Um ano moldado por trajetórias divergentes

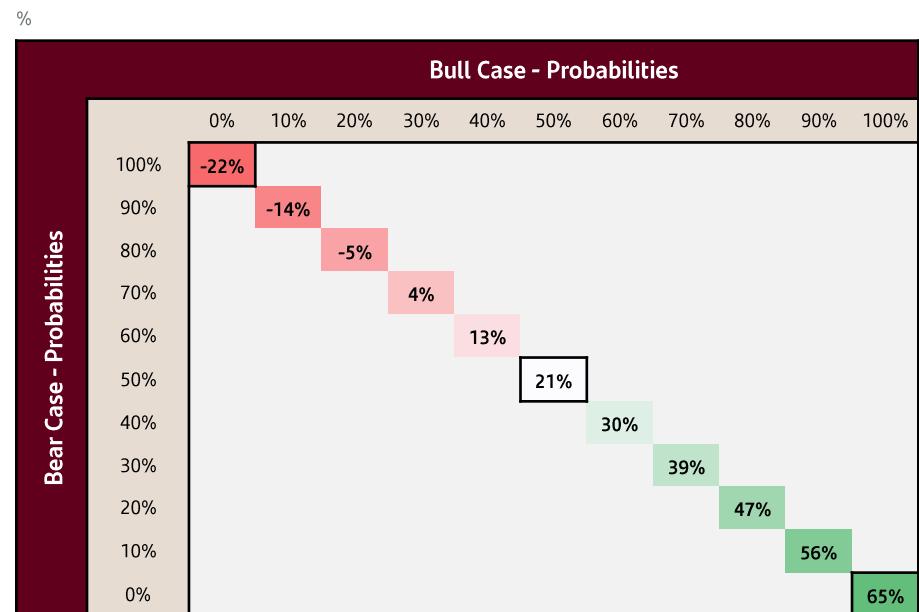
- Isso resulta em um preço-alvo do Ibovespa de 195.000 pontos no cenário Base (potencial de alta de 21%) vs. 265.000 pontos no cenário **Bullish** (potencial de alta de 65%) e 125.000 pontos no cenário **Bearish** (potencial de baixa de 22%).

### Preço-Alvo do Ibovespa – Probabilidade dos Cenários



Fonte: Estimativas Santander.

### Potencial de Valorização do Ibovespa – Probabilidade dos Cenários



Fonte: Estimativas Santander.

# Perspectivas para 2026: Um ano moldado por trajetórias divergentes

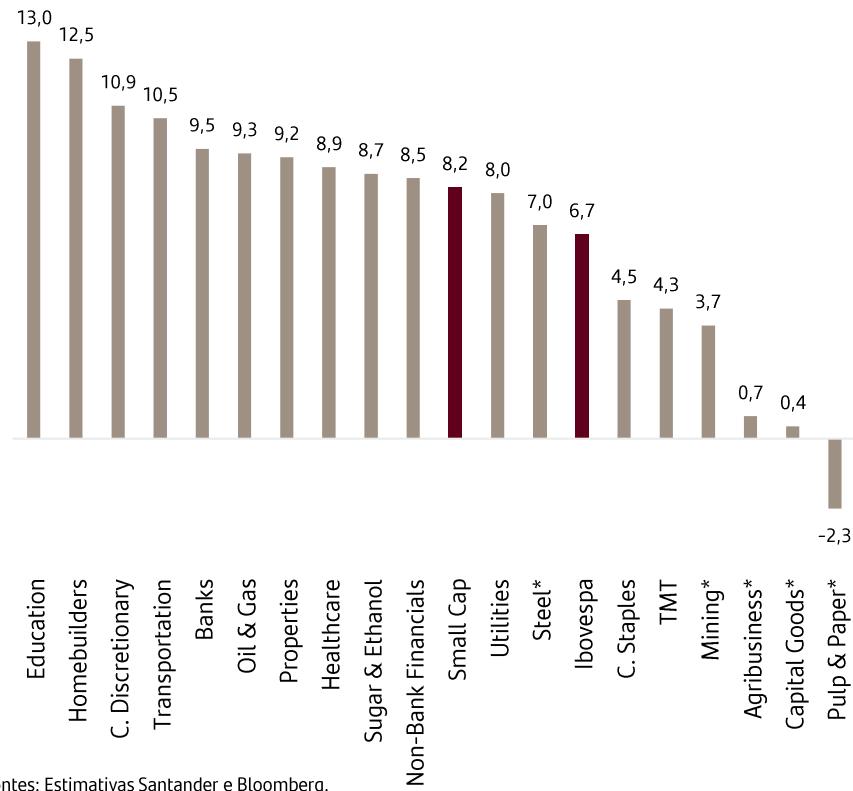
## Estudos Quantitativos

- Para levar em conta os cenários macroeconômicos materialmente distintos que podem surgir dependendo do conjunto de políticas da próxima administração, apresentamos dois novos estudos quantitativos e atualizamos um terceiro: (1) **Duration Empírica**, (2) **Grau de Alavancagem Total** e (3) **TIR Implícita para ações brasileiras até o fim de 2028**.

### 1) Duration Empírica: Análise de Sensibilidade das Ações em relação às Taxas de Juros de 10 anos do Brasil.

- A **duration empírica** de uma ação ou índice de ações é a variação percentual estimada no preço para cada **variação de 1 ponto percentual (100 bps) nas taxas de juros**, com base em regressões históricas.
- Por exemplo: se uma ação tem uma *duration empírica* de -5, isso significa que, historicamente, uma alta de 100 bps nas taxas de juros esteve associada a uma queda de aprox. 5% em seu preço.
- Para estimar essas sensibilidades, realizamos uma análise de regressão linear em um conjunto de dados de 10 anos usando intervalos móveis de 50 dias. A variável dependente foi a variação logarítmica dos retornos das ações brasileiras, enquanto a variável independente foi a variação do rendimento nominal dos títulos de 10 anos do Brasil.
- Importância:** esta análise é particularmente relevante diante dos possíveis caminhos divergentes que a taxa de juros de 10 anos no Brasil pode seguir a partir de 2027, permitindo aos investidores calibrar o grau de exposição a juros que desejam assumir em seus portfólios.

## Duration Empírica dos Setores do Ibovespa



Fontes: Estimativas Santander e Bloomberg.

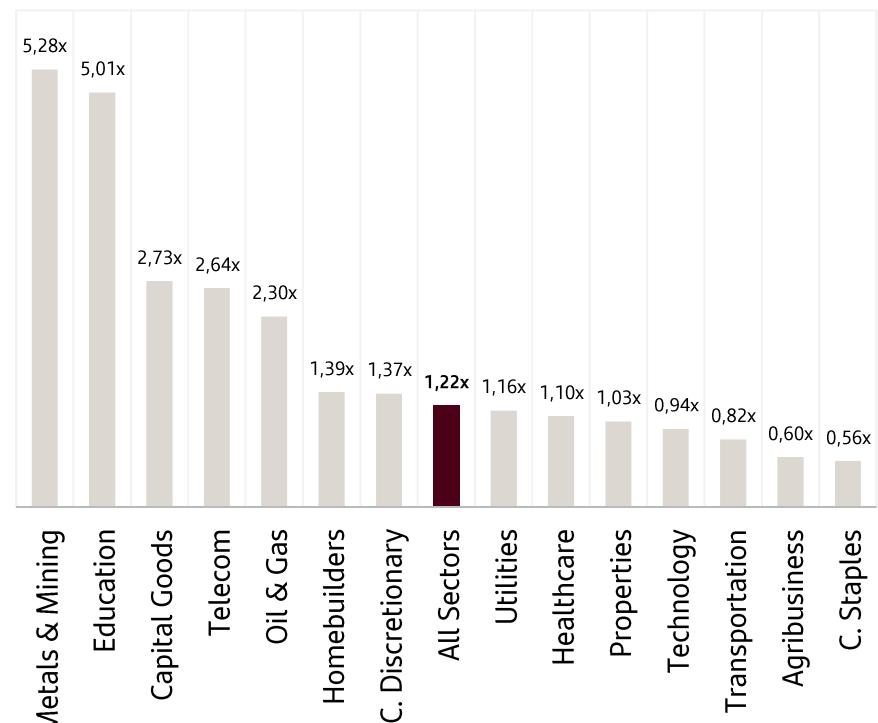
# Perspectivas para 2026: Um ano moldado por trajetórias divergentes

## Estudos Quantitativos

### 2) Grau de Alavancagem Total: Sensibilidade do Lucro Líquido às Variações no Crescimento da Receita

- Com base em nosso relatório anterior sobre Grau de Alavancagem Operacional, ampliamos a análise estimando o Grau de Alavancagem Financeira de cada empresa para chegar ao seu Grau de Alavancagem Total.
- O Grau de Alavancagem Total mede a sensibilidade média do LPA de uma empresa às variações nas receitas, integrando tanto a alavancagem operacional e quanto a financeira. **Em essência, ele captura como a combinação de custos operacionais fixos e obrigações financeiras fixas amplifica a variabilidade dos lucros.**
- **Importância:** O Grau de Alavancagem Total fornece uma medida abrangente do risco de lucros. Empresas com um grau elevado exibem oscilações desproporcionalmente grandes no LPA — beneficiando-se significativamente durante períodos de expansão, mas enfrentando maior vulnerabilidade durante períodos de desaceleração. Essa análise pode ser particularmente útil, considerando os caminhos potencialmente divergentes que o crescimento do PIB pode seguir a partir de 2027.

## Mediana do Grau de Alavancagem Total por Setor



Fonte: Estimativas Santander.

# Perspectivas para 2026: Um ano moldado por trajetórias divergentes

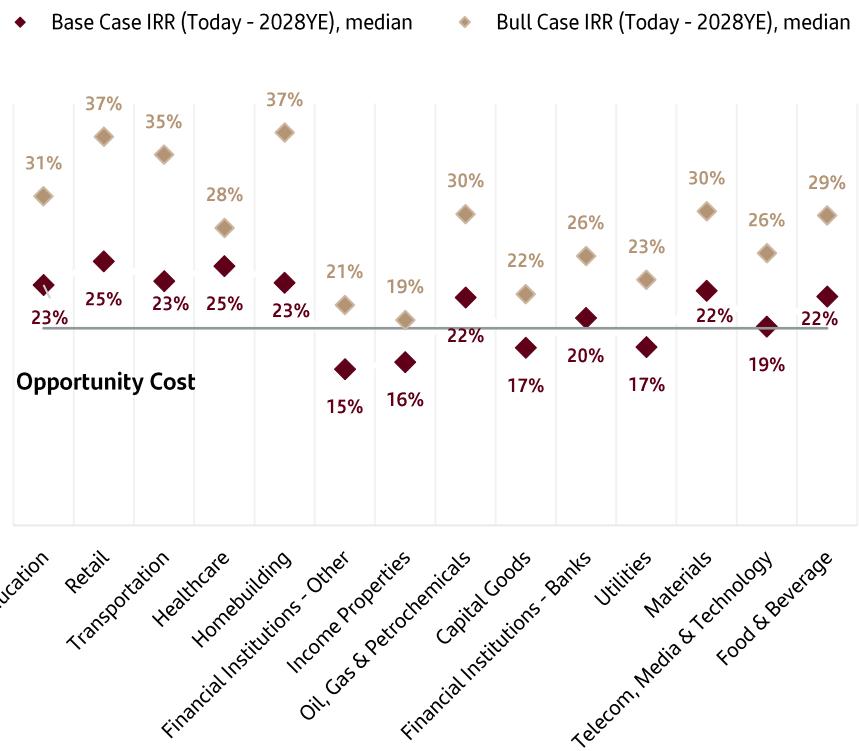
Uma maneira mais prática de avaliar ações

## Estudos Quantitativos

### 3) Também atualizamos nossa análise publicada anteriormente sobre o Mapeamento de Retornos Implícitos para as Ações Brasileiras.

- A TIR captura a taxa de retorno anualizada que um investidor obteria ao longo do período de detenção do ativo, refletindo tanto a renda recebida por meio de dividendos quanto o potencial ganho de capital no momento da venda da ação.
- Acreditamos que há diversas vantagens em utilizar a TIR, em vez do fluxo de caixa descontado (DCF), para avaliar empresas: (i) reduz a dependência de projeções de longo prazo; (ii) torna o *valuation* mais focado em resultados factíveis do que em cenários teóricos; e (iii) em vez de recorrer a um modelo de crescimento em perpetuidade (como no valor terminal do DCF), a metodologia de TIR utiliza um múltiplo explícito de saída baseado em empresas comparáveis, ancorando o *valuation* à realidade de mercado.
- Para cada empresa, consideramos: (i) os dividendos esperados em 2025 (pro rata), 2026E, 2027E e 2028E como fluxos de caixa intermediários; e (ii) um fluxo de caixa final ao término de 2028, baseado na venda presumida da ação, utilizando um múltiplo de saída-alvo fundamentado na média de 3 anos para o cenário-base e na média de 5 anos para o cenário otimista.
- **Importância:** ao utilizar a TIR para mapear retornos implícitos, oferecemos aos investidores uma visão de valor mais realista e alinhada ao mercado. A abordagem reduz a dependência de projeções de longo prazo, ancora o valor terminal em múltiplos observáveis e conecta o *valuation* diretamente aos dividendos esperados e a resultados de saída plausíveis.

## Mediana da TIR Nominal dos Setores nos Cenários Base e Bullish



Fontes: Estimativas Santander Research, Bloomberg e Visible Alpha.

# Grau de Alavancagem Total: Sensibilidade do Lucro Líquido às Mudanças no Crescimento de Receita

# Grau de Alavancagem Total

## Panorama Geral

---

- Espera-se que os dados de atividade continuem apresentando uma trajetória de desaceleração gradual, refletindo em grande medida os efeitos da política monetária que permanece em níveis restritivos, mesmo considerando nossa expectativa de que o ciclo de flexibilização da taxa Selic se inicie em 2026. Para as ações, esse cenário implica um ambiente menos favorável para o crescimento de receita em comparação com os últimos anos. Também pode gerar impactos variáveis no lucro líquido, dependendo das características específicas de cada empresa.
- **O que é Alavancagem Total?** O Grau de Alavancagem Total (*Degree of Total Leverage, DTL*) pode ser entendido como a elasticidade do lucro líquido em relação às receitas, indicando o quanto o lucro líquido tende a variar a cada mudança incremental na receita.

$$DTL = \frac{\Delta\% \text{ Net Income}}{\Delta\% \text{ Revenue}} = DOL \times DFL$$

Fonte: Santander Research.

## Metodologia e Resultados

---

- O DTL possui dois componentes. O primeiro é o **Grau de Alavancagem Operacional** (*Degree of Operating Leverage, DOL*), que captura a elasticidade dos lucros operacionais em relação às vendas. O segundo é o **Grau de Alavancagem Financeira** (*Degree of Financial Leverage, DFL*), que mensura o quanto o lucro líquido tende a variar a cada alteração incremental nos lucros operacionais.
- **Empresas ou setores com DTL elevado tendem a apresentar o maior crescimento no lucro líquido para uma determinada variação na receita.** Essa amplificação pode decorrer de um DOL alto, um DFL alto ou, de forma mais significativa, do impacto combinado de ambos.
- **Metodologia e Resultados.** Calculamos o DTL para cada ação medindo a variação na receita e no lucro líquido entre 2025 (valores esperados pelo Santander) e a média dos resultados do período de 2022 a 2024. Essa abordagem ajuda a reduzir o impacto de eventos não recorrentes. Excluímos empresas com DOL negativo e/ou DFL negativo.

## Grau de Alavancagem Total

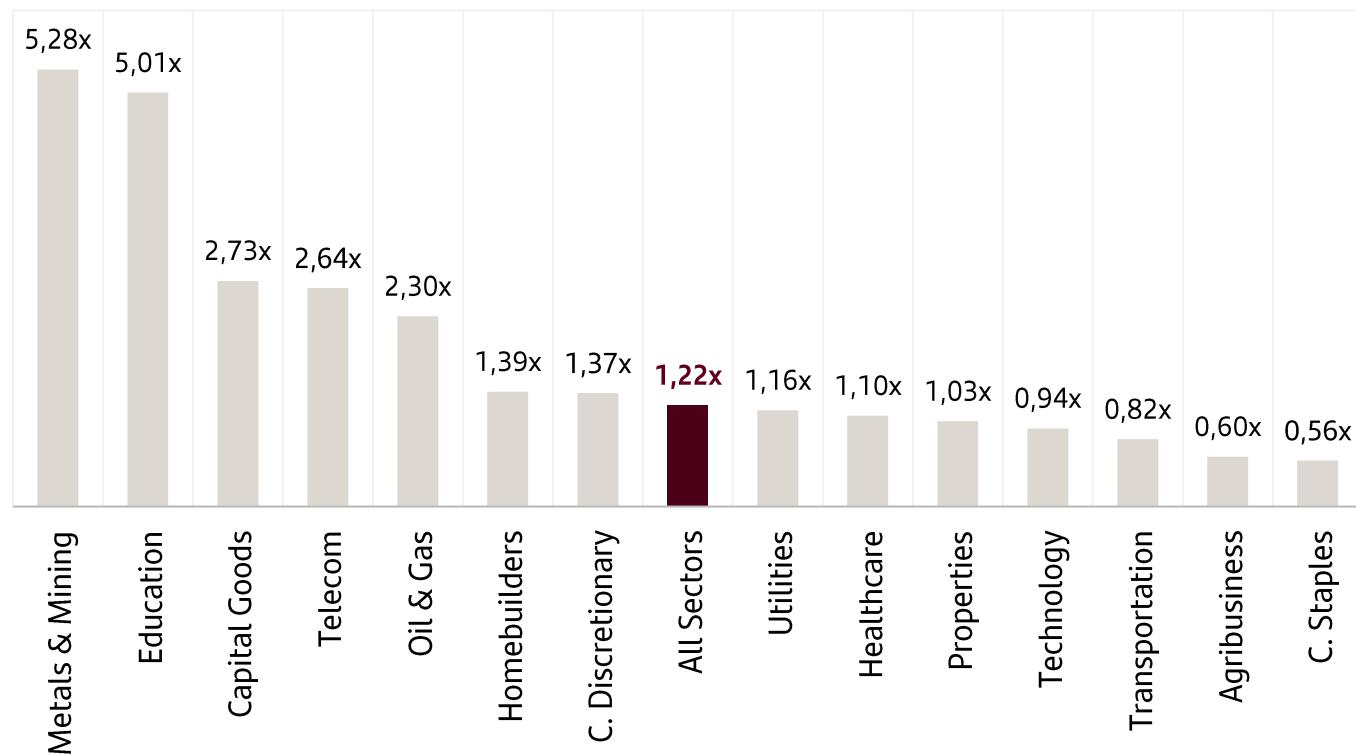
Observando a análise de DTL em nível setorial, Mineração & Siderurgia e Educação apresentam os valores mais altos.

O primeiro possui o maior DOL entre todos os setores, possivelmente devido à participação dos custos fixos nas despesas totais.

O segundo apresenta o maior DFL entre os setores e também exibe um DOL elevado.

De modo geral, o efeito do DOL é maior que o efeito do DFL.

Mediana do DTL dos Setores



Fonte: Santander Research.

# Grau de Alavancagem Total

## Grau de Alavancagem Total das Empresas

Company	Ticker	Sector	DOL (x)	DFL (x)	DTL (x)
Tupy	TUPY3 BZ	Capital Goods	7.26x	3.23x	<b>23.46x</b>
Ultrapar	UGPA3 BZ	Oil & Gas	4.92x	4.33x	<b>21.29x</b>
Iochpe Maxion	MYPK3 BZ	Capital Goods	4.85x	4.01x	<b>19.42x</b>
C&A Modas	CEAB3 BZ	C. Discretionary	3.98x	2.79x	<b>11.10x</b>
Guararapes	GUAR3 BZ	C. Discretionary	3.80x	2.74x	<b>10.40x</b>
Gerdau	GGBR4 BZ	Metals & Mining	6.80x	1.35x	<b>9.19x</b>
Simpar	SIMH3 BZ	Transportation	1.18x	6.82x	<b>8.06x</b>
Yduqs	YDUQ3 BZ	Education	2.34x	3.22x	<b>7.52x</b>
Eneva	ENEV3 BZ	Utilities	1.51x	4.06x	<b>6.14x</b>
Grupo SBF	SBFG3 BZ	C. Discretionary	3.32x	1.42x	<b>4.71x</b>
Embraer	EMBJ US	Capital Goods	2.34x	1.80x	<b>4.22x</b>
Movida	MOVI3 BZ	Transportation	1.45x	2.80x	<b>4.07x</b>
M Dias Branco	MDIA3 BZ	C. Staples	6.86x	0.58x	<b>3.96x</b>
Tim S.A.	TIMS3 BZ	Telecom	2.90x	1.25x	<b>3.62x</b>
Pague Menos	PGMN3 BZ	C. Staples	1.25x	2.83x	<b>3.54x</b>
Even	EVEN3 BZ	Homebuilders	3.65x	0.93x	<b>3.40x</b>
Iguatemi	IGTI11 BZ	Properties	1.95x	1.52x	<b>2.96x</b>
Copel	CPLE6 BZ	Utilities	0.91x	2.97x	<b>2.70x</b>
Axia Energia	AXIA3 BZ	Utilities	0.49x	5.44x	<b>2.69x</b>
Anima Educação	ANIM3 BZ	Education	7.44x	0.33x	<b>2.49x</b>
PetroReconcavo	RECV3 BZ	Oil & Gas	2.20x	1.05x	<b>2.30x</b>
Alupar	ALUP11 BZ	Utilities	1.16x	1.92x	<b>2.22x</b>
Rede D'Or	RDOR3 BZ	Healthcare	1.38x	1.32x	<b>1.83x</b>
CPFL Energia	CPFE3 BZ	Utilities	1.67x	1.04x	<b>1.73x</b>
Telefonica Brasil	VIVT3 BZ	Telecom	1.92x	0.87x	<b>1.67x</b>
Vulcabras	VULC3 BZ	C. Discretionary	1.12x	1.41x	<b>1.59x</b>
Cyrela Brazil Realty	CYRE3 BZ	Homebuilders	1.55x	1.01x	<b>1.56x</b>
Petz	PETZ3 BZ	C. Discretionary	2.63x	0.57x	<b>1.49x</b>
Direcional Engenharia	DIRR3 BZ	Homebuilders	1.38x	1.06x	<b>1.46x</b>
CSN Mineração	CMIN3 BZ	Metals & Mining	3.48x	0.40x	<b>1.37x</b>
SmartFit	SMFT3 BZ	C. Discretionary	1.41x	0.97x	<b>1.37x</b>
Moura Dubeaux Engenharia	MDNE3 BZ	Homebuilders	1.35x	0.97x	<b>1.32x</b>
Lojas Renner	LREN3 BZ	C. Discretionary	3.02x	0.43x	<b>1.28x</b>
Totvs	TOTS3 BZ	Technology	1.56x	0.81x	<b>1.25x</b>
Marcopolo	POMO4 BZ	Capital Goods	1.92x	0.65x	<b>1.24x</b>

Fonte: Santander Research.

## Grau de Alavancagem Total das Empresas

Company	Ticker	Sector	DOL (x)	DFL (x)	DTL (x)
Vivara	VIVA3 BZ	C. Discretionary	1.23x	0.98x	<b>1.20x</b>
Mercado Libre	MELI US	C. Discretionary	0.96x	1.23x	<b>1.17x</b>
Equatorial	EQTL3 BZ	Utilities	0.77x	1.51x	<b>1.16x</b>
JBS	JBS US	Agribusiness	1.60x	0.72x	<b>1.15x</b>
Petrobras	PETR3 BZ	Oil & Gas	1.05x	1.10x	<b>1.15x</b>
Cury Construtora e Incorporadora	CURY3 BZ	Homebuilders	1.21x	0.94x	<b>1.14x</b>
Copasa	CSMG3 BZ	Utilities	1.48x	0.76x	<b>1.13x</b>
Azzas 2154	PETR3 BZ	Oil & Gas	1.86x	0.61x	<b>1.13x</b>
OdontoPrev	ODPV3 BZ	Healthcare	1.21x	0.91x	<b>1.10x</b>
EZTEc	PETR3 BZ	Oil & Gas	1.59x	0.69x	<b>1.10x</b>
Localiza	RENT3 BZ	Transportation	1.22x	0.88x	<b>1.07x</b>
Tegma	TGMA3 BZ	Transportation	1.32x	0.80x	<b>1.06x</b>
Multiplan	MULT3 BZ	Properties	1.62x	0.64x	<b>1.03x</b>
Intelbras	INTB3 BZ	Technology	0.87x	1.08x	<b>0.94x</b>
WEG	WEGE3 BZ	Capital Goods	1.09x	0.84x	<b>0.91x</b>
Engie Brasil	EGIE3 BZ	Utilities	1.41x	0.64x	<b>0.91x</b>
Fleury	FLRY3 BZ	Healthcare	0.86x	1.02x	<b>0.88x</b>
Allos	ALOS3 BZ	Properties	0.55x	1.59x	<b>0.87x</b>
Boa Safra Sementes	SOJA3 BZ	Agribusiness	1.28x	0.62x	<b>0.79x</b>
Sanepar	SAPR11 BZ	Utilities	0.69x	1.01x	<b>0.70x</b>
Grupo Mateus	GMAT3 BZ	C. Staples	1.21x	0.56x	<b>0.68x</b>
Ecorodovias	ECOR3 BZ	Transportation	1.14x	0.51x	<b>0.58x</b>
TAESA	TAEE11 BZ	Utilities	0.83x	0.61x	<b>0.50x</b>
Locaweb	LWSA3 BZ	Technology	4.48x	0.11x	<b>0.49x</b>
Motiva	MOTV3 BZ	Transportation	9.22x	0.05x	<b>0.46x</b>
RD	RADL3 BZ	C. Staples	0.71x	0.61x	<b>0.43x</b>
Arcos Dorados	ARCO US	C. Discretionary	0.39x	1.09x	<b>0.42x</b>
3tentos	TTEN3 BZ	Agribusiness	0.56x	0.74x	<b>0.41x</b>
Assai	ASAI3 BZ	C. Staples	1.41x	0.29x	<b>0.41x</b>
Energia Brasil	ISAE4 BZ	Utilities	1.01x	0.37x	<b>0.38x</b>
Mills	MILS3 BZ	Transportation	0.61x	0.58x	<b>0.35x</b>
JSL	JSLG3 BZ	Transportation	0.83x	0.35x	<b>0.30x</b>
Ambev	ABEV3 BZ	C. Staples	1.10x	0.20x	<b>0.22x</b>
Fras-Le	FRAS3 BZ	Capital Goods	0.96x	0.12x	<b>0.12x</b>
SLC Agrícola	SLEC3 BZ	Agribusiness	1.15x	0.10x	<b>0.11x</b>
GPS	GGPS3 BZ	Transportation	0.52x	0.08x	<b>0.04x</b>

Fonte: Santander Research.

# *Top Picks para 2026*



03

## Top Picks para 2026

### Construção de Portfólio em um Ano de Elevada Incerteza: Onde Vemos a Melhor Relação Risco-Retorno

- Dada a natureza de 2026 — que, em nossa opinião, provavelmente será um ano desafiador — entendemos o desafio que nossos clientes enfrentam ao construir um portfólio para um cenário que pode mudar significativamente ao longo do ano. Como mencionado anteriormente, atribuímos uma probabilidade de 50/50 aos nossos cenários *Bullish* e *Bearish*, e os resultados podem favorecer tanto as ações domésticas quanto as exportadoras, dependendo de qual cenário se concretizar.
- É importante destacar, contudo, que um ambiente global favorável e um dólar mais fraco poderiam mitigar os efeitos negativos do cenário *Bearish* que descrevemos. Em 2025, as ações domésticas brasileiras apresentaram uma correlação recorde com o índice DXY e entregaram um desempenho muito forte, apesar de taxas de juros persistentemente elevadas e do fraco crescimento do LPA. Esperamos que essa dinâmica persista até que o ciclo eleitoral efetivamente se inicie, por volta de março/abril de 2026.
- **Estratégia de investimento: Posicionamento balanceado para um ano desafiador.** Dado o potencial de mudanças macroeconômicas abruptas ao longo do ano, recomendamos uma abordagem de portfólio equilibrada: **(1) Cenário *Bullish*:** incluem empresas com a melhor combinação de *duration* empírica alta e DTL elevado, que tendem a se beneficiar de um ambiente de reformas estruturais e juros baixos; **(2) Cenário *Bearish*:** incluem empresas com baixa *duration*, baixo DTL e exposição positiva à depreciação do real, melhor posicionadas para um ciclo doméstico mais fraco; **(3) “À prova de ciclos”:** são empresas que tendem a desempenhar bem em diferentes ambientes macroeconômicos. São nomes que, ou implementam iniciativas robustas de eficiência operacional (*self-help*), beneficiando-se de tendências seculares duradouras ou simplesmente entregando, de forma consistente, uma execução sólida de seus planos estratégicos. Em todos os grupos, priorizamos companhias com fundamentos sólidos e TIRs implícitas atrativas.

### Nossas Top Picks para 2026

- **Cenário *Bullish*:** C&A, Localiza, Cyrela;
- **Cenário *Bearish*:** Telefônica Brasil (Vivo), WEG, Vale;
- **“À prova de ciclos”:** Eneva, Rede D’Or, BTG Pactual.

Vale destacar que nossas *top picks* diferem de nossa carteira mensal recomendada, que atualizamos regularmente e cuja versão mais recente foi publicada em 30 de novembro de 2025. Dito isso, a maior parte dos nomes incluídos na lista de *top picks* também compõe a carteira recomendada atual.

## Top Picks para 2026

### Top Picks para 2026

2026 Top Picks: Bull Scenario																
Ticker	Company	Currency	Current Price	Target Price	Upside/Downside	Mkt Cap (Million)	P/E 26	P/E 5Y AVG	Delta P/E	EV/Ebitda 26	EV/Ebitda 5Y AVG	Delta EV/Ebitda	EPS growth 26	Empirical Duration	DTL	IRR Base Case
CEAB3	C&A Modas	BRL	13.5	23.7	76%	4,161	7.2	23.6	-69%	3.0	3.2	-7%	10%	22.24	11.10x	32%
CYRE3	Cyrela	BRL	32.9	38.0	16%	12,614	6.1	6.6	-7%	6.1	7.1	-15%	13%	14.08	1.56x	23%
RENT3	Localiza	BRL	46.8	69.0	48%	50,613	11.9	16.6	-28%	5.5	9.6	-42%	49%	11.64	1.07x	23%

2026 Top Picks: Bear Scenario																
Ticker	Company	Currency	Current Price	Target Price	Upside/Downside	Mkt Cap (Million)	P/E 26	P/E 5Y AVG	Delta P/E	EV/Ebitda 26	EV/Ebitda 5Y AVG	Delta EV/Ebitda	EPS growth 26	Empirical Duration	DTL	IRR Base Case
VALE3	Vale	BRL	72.0	75.0	4%	326,809	7.0	5.7	24%	4.7	3.7	25%	-6%	3.63	N.A.	14%
VIVT3	Telefonica Brasil	BRL	33.3	40.0	20%	108,536	12.7	12.3	3%	4.3	4.0	8%	35%	3.49	1.67x	23%
WEGE3	WEG	BRL	48.6	56.0	15%	203,780	29.1	31.2	-7%	20.3	22.5	-10%	9%	1.72	0.91x	17%

2026 Top Picks: All Weather																
Ticker	Company	Currency	Current Price	Target Price	Upside/Downside	Mkt Cap (Million)	P/E 26	P/E 5Y AVG	Delta P/E	EV/Ebitda 26	EV/Ebitda 5Y AVG	Delta EV/Ebitda	EPS growth 26	Empirical Duration	DTL	IRR Base Case
BPAC11	BTG Pactual	BRL	54.8	59.0	8%	260,615	11.1	10.9	2%	NM	NM	NM	15%	13.37	N.A.	19%
ENEV3	Eneva	BRL	20.2	25.4	26%	39,166	32.8	18.8	75%	9.9	9.0	10%	-35%	5.52	6.14x	20%
RDOR3	Rede D'Or	BRL	44.3	51.5	16%	101,347	17.2	23.7	-27%	9.1	11.8	-24%	24%	8.07	1.83x	21%

Fontes: Estimativas Santander e Bloomberg.

Atualizado em 11 de dezembro de 2025.

# Teses de Investimento

## Cenário Bullish

- **C&A:** A C&A Modas é uma das maiores varejistas de vestuário do Brasil, operando no país desde 1976, com foco em consumidores de baixa e média renda (principalmente mulheres entre 18 e 35 anos), vendendo marcas *private label* de terceiros, eletrônicos e acessórios. A empresa possui mais de 300 lojas, presentes em todos os estados brasileiros. Temos uma visão construtiva sobre as perspectivas da C&A, baseada na maturação das iniciativas em andamento, que devem sustentar o crescimento da receita e a expansão de *market share* no futuro. Em nossa opinião, a C&A deve continuar reduzindo a lacuna de produtividade em relação à Renner e, apesar de algumas preocupações com o *momentum* de vendas no curto prazo devido às condições climáticas desafiadoras, esperamos que os fortes fundamentos *bottom-up* da empresa compensem parte dessas adversidades. Além disso, acreditamos que os maiores investimentos da empresa em logística e expansão, que devem começar a gerar resultados a partir de 2026, também devem sustentar um crescimento de receita mais elevado por um período mais longo.
- **Cyrela:** A Cyrela é uma das maiores empresas brasileiras do setor de Construção Civil, tanto em valor de mercado quanto em valor dos empreendimentos lançados nos últimos anos. O foco principal da empresa é o desenvolvimento de apartamentos residenciais em localizações *prime*, com projetos voltados para clientes de baixa, média e alta renda. A Cyrela continua sendo nossa *top pick* do setor de Construção Civil, com base em três pilares principais: (i) liderança operacional, sustentada por seu *pipeline* diferenciado de projetos e equipe de vendas engajada; (ii) diversificação do portfólio, com ~55% e ~25% das pré-vendas dos últimos doze meses expostas aos segmentos de alta renda e ao Minha Casa, Minha Vida (MCMV), respectivamente, proporcionando maior resiliência aos lucros; e (iii) *valuation* descontado, com P/L de 6,0x em 2026E, apesar de um sólido CAGR de LPA de 12% para 2024-27E e um ROE robusto de ~20% para 2026. Além disso, observamos que, se precisarmos a Vivaz a 6,0x P/L em 2026E e as *joint ventures* listadas a valor de mercado, a operação de média-alta renda da Cyrela, isoladamente, estaria sendo negociada a apenas 5,2x P/L em 2026E (um desconto significativo em comparação aos 6,1x de seus pares e à média histórica).
- **Localiza:** A Localiza foi fundada em 1973 e é a principal locadora de veículos do Brasil atualmente. A empresa possui a maior rede de locadoras de veículos do país, totalizando 577 agências de aluguel (371 agências próprias e 136 franquias no Brasil). Além disso, a Localiza conta com 70 agências franqueadas em outros países da América Latina. A empresa é a nossa *Top Pick* do setor de Transportes com base em cinco pilares: (i) espaço para revisões positivas de lucro (nossa projeção de LPA 2026 está 4% acima do consenso Bloomberg); (ii) a companhia é uma beneficiária relevante de potenciais reduções da taxa de juros; (iii) a indústria aparenta apresentar competição racional (com foco em precificação para restaurar a rentabilidade); (iv) o foco da gestão em melhorias operacionais (aumento da utilização da frota, ganhos de eficiência, etc.); e (v) *valuation* atraente – vemos a Localiza negociando a 11,5x P/L 2026, materialmente abaixo da média histórica dos últimos 10 anos de 21,3x, e com um CAGR de LPA de 18% em 2027-29E.

## Teses de Investimento

### Cenário Bearish

- **Vale:** Nossa preço-alvo 2025E para as ações da Vale é baseado em uma avaliação 50/50 (DCF/Múltiplos). Avaliamos a companhia com um WACC de 11,2% (vs. 11,5%) e uma taxa de crescimento na perpetuidade ( $g$ ) de 2,0% (vs. 2,0%). Projetamos um preço do minério de ferro de US\$100/t (em termos reais) na perpetuidade. Adicionalmente, assumimos um múltiplo justo de EV/EBITDA de 4,5x. Do nosso valor estimado dos ativos, subtraímos a dívida líquida para chegar a um preço-alvo de US\$15,00/ADR.
- **Telefônica Brasil (Vivo):** A Telefônica Brasil é uma empresa de telecomunicações que presta serviços de telefonia fixa e móvel, transmissão de dados e Serviços de Valor Agregado (SVAs), além de TV por assinatura, entre outros. A companhia faz parte de um conglomerado de comunicação com presença em diversos países. A companhia tem apresentado tendências subjacentes fortes tanto nos segmentos móvel quanto de telefonia fixa, o que sugere uma perspectiva favorável. Nossa visão construtiva é baseada é: (i) esperamos que a companhia continue entregando resultados sólidos no 2S25 e em 2026; (ii) ainda vemos potencial para revisões altistas do consenso de LPA e dividendos para 2026; e (iii) *valuation* atraente, apesar do forte desempenho das ações em 2025.
- **WEG:** Vemos um *momentum* pouco atrativo no curto prazo, mas esperamos um melhora significativa a partir de 2027. Esperamos que a valorização do real e os adiamentos de demanda (devido a preços mais baixos de *commodities* e às incertezas do comércio global) sejam fatores adversos nos próximos trimestres, potencialmente levando a revisões baixistas de receita e margens. No entanto, olhando um pouco mais adiante, esperamos que a companhia se beneficie de um *momentum* mais sólido a partir de 2027, com a capacidade de Transmissão & Distribuição (T&D) nas Américas dobrando até o fim de 2026 — um segmento que opera com margens materialmente acima dos níveis consolidados da WEG e cuja demanda é tão forte que pode absorver rapidamente a capacidade incremental, em nossa visão. Além disso, a exposição da WEG à eletrificação deve proporcionar crescimento relevante no longo prazo, com produtos como condensadores síncronos, soluções relacionadas a veículos elétricos (estações de recarga, *powertrain*, sistemas de baterias), soluções de armazenamento de energia para redes/indústria/residencial e geradores de energia. Esperamos que o LPA da empresa cresça apenas 5% em 2026, mas acelere para um CAGR de 14% no período de 2027-29. Adicionalmente, o *valuation* relativo da WEG mudou significativamente: os pares passaram por um forte *re-rating*, enquanto a WEG sofreu um *de-rating*.

## Teses de Investimento

“À prova de ciclos”

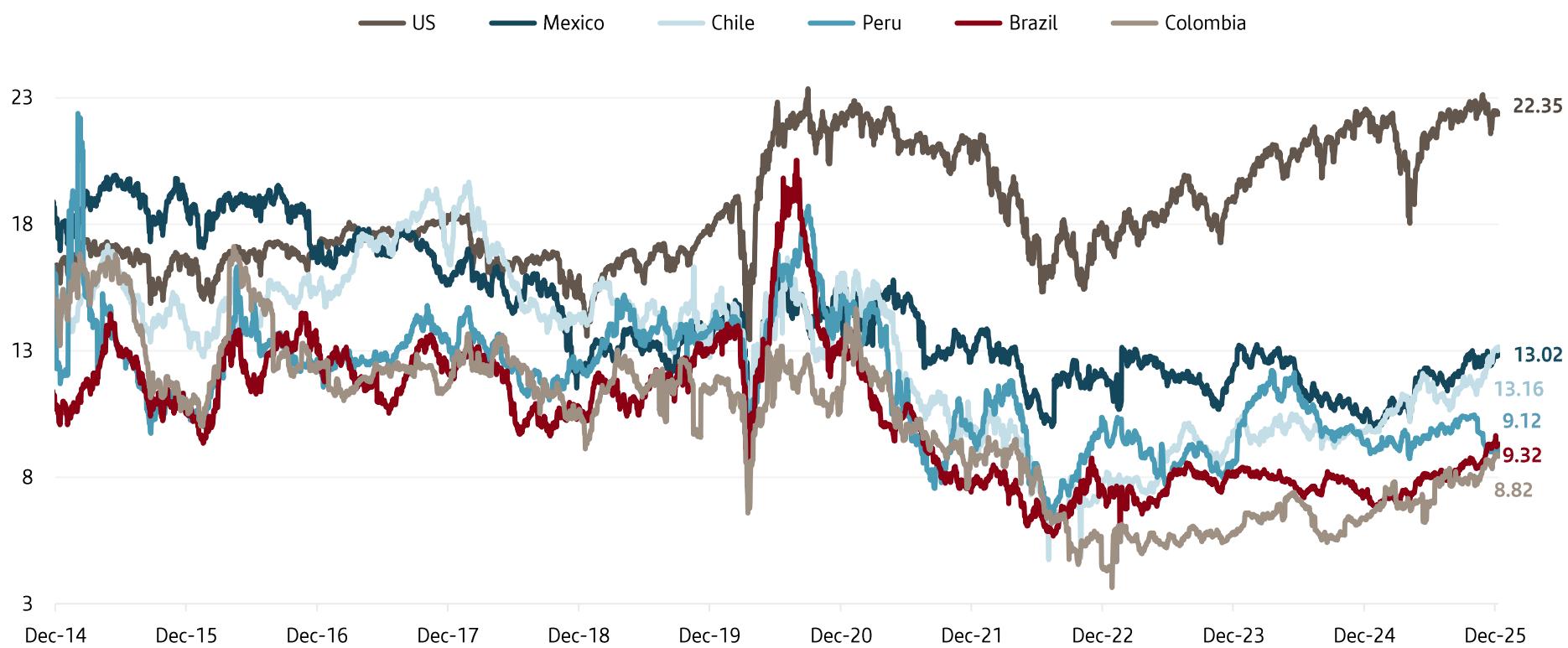
- **BTG**: O BTG Pactual é uma instituição financeira brasileira que atua principalmente nos segmentos de Investment Banking, Corporate Lending, Sales and Trading e Asset and Wealth Management. A companhia tem como foco principal os mercados da América Latina. Suas operações tiveram início em 1983, a partir de duas empresas: uma corretora e uma gestora de investimentos. O BTG é estruturado como uma parceria meritocrática, na qual os sócios também atuam como executivos do banco. Avaliamos o banco por meio de um modelo de *valuation* em três estágios, baseado na abordagem de renda residual, com um custo de capital próprio terminal de 14%. No primeiro estágio, consideramos a modelagem explícita até 2028; no segundo estágio, avaliamos até o ano de 2033, utilizando um ROAE médio de 22% e um *payout* de dividendos de 25%. Por fim, o estágio final é baseado em uma taxa de crescimento terminal de 6%, com um ROE perpétuo de 23%.
- **Eneva**: A Eneva é a maior operadora de geração termelétrica do Brasil e a principal produtora de gás natural do país. Apesar de sua exposição ao segmento de Exploração & Produção (E&P), a maior parte de seus resultados é impulsionada pelas receitas fixas de seus ativos termelétricos. Acreditamos que a Eneva permanecerá como a empresa listada mais bem posicionada para capturar o aumento estrutural da demanda por energia no setor elétrico brasileiro, o que lhe permitirá assegurar contratos adicionais de receita fixa. Também vemos a companhia como a principal candidata no leilão de capacidade previsto para março de 2026 e acreditamos que o mercado ainda não especifica totalmente o potencial de criação de valor associado.
- **Rede D'Or**: A Rede D'Or foi fundada em 1977 como Grupo Labs, uma empresa de diagnósticos, e em 1998 inaugurou o Hospital Barra D'Or, seu primeiro hospital. Atualmente, a companhia é a maior operadora hospitalar do Brasil e realizou seu IPO em dezembro de 2020, com uma tese de investimento associada a um forte potencial de crescimento e expansão de margens. Em nossa visão, uma parcela relevante do valor intrínseco da companhia está baseada em: (i) crescimento orgânico; (ii) M&A agressivo; (iii) boa execução e integração de ativos; (iv) aumento da complexidade dos procedimentos; e (v) extração de sinergias provenientes de M&A.

# *Valuation e Posicionamento*

## Valuation

O mercado brasileiro passou por uma reavaliação significativa, mas continua sendo um dos mercados de ações mais atrativos da região

### P/L (12 meses à frente)

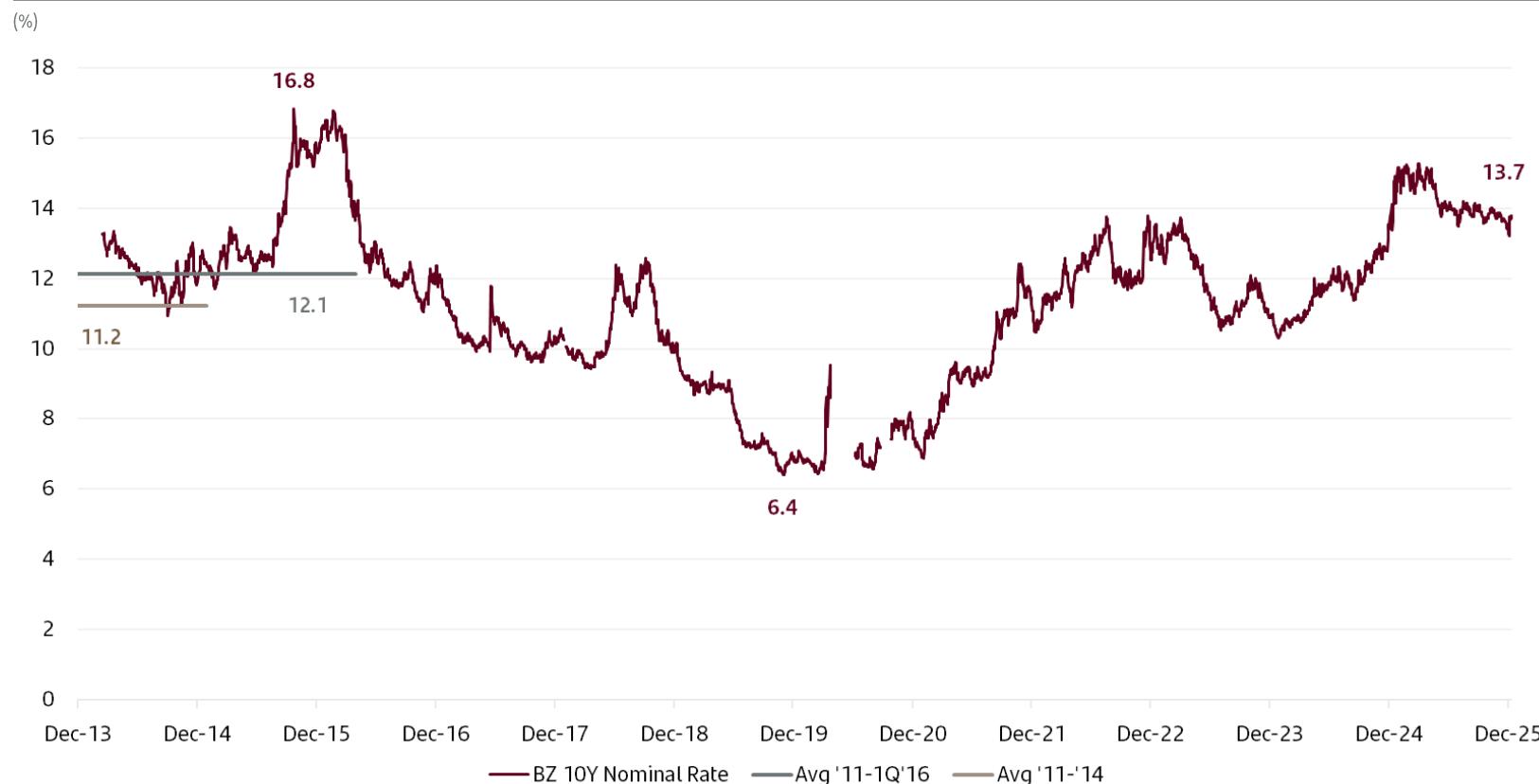


Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11 de dezembro de 2025.

## Taxas de Juros Nominais de 10 Anos do Brasil

Rendimentos nominais de longo prazo do Brasil estão acima da média de 2011-2016

Rendimentos das Taxas de Juros Nominais de 10 Anos do Brasil (%)

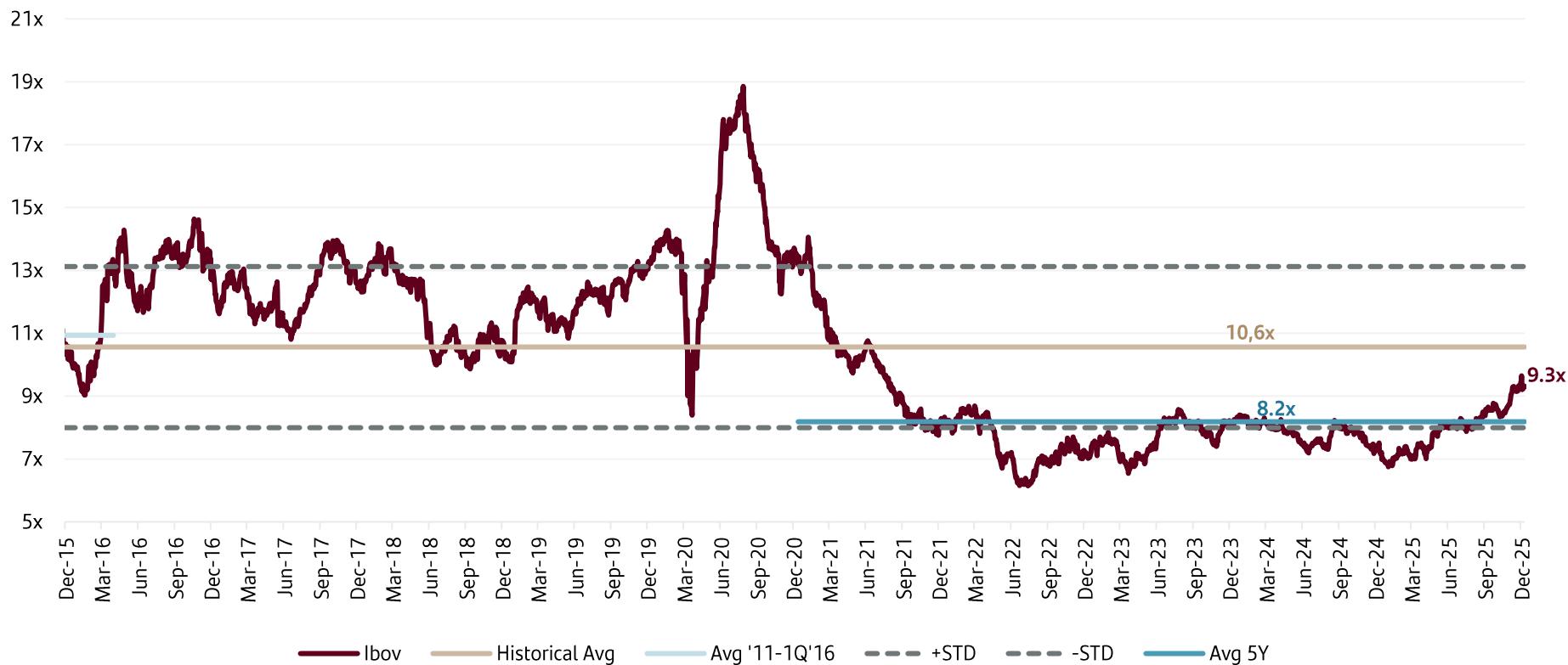


Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11 de dezembro de 2025.

## Valuation do Ibovespa

O valuation do Ibovespa avançou significativamente, mas permanece abaixo da média histórica de 15 anos

### P/L 12 meses à frente do Ibovespa

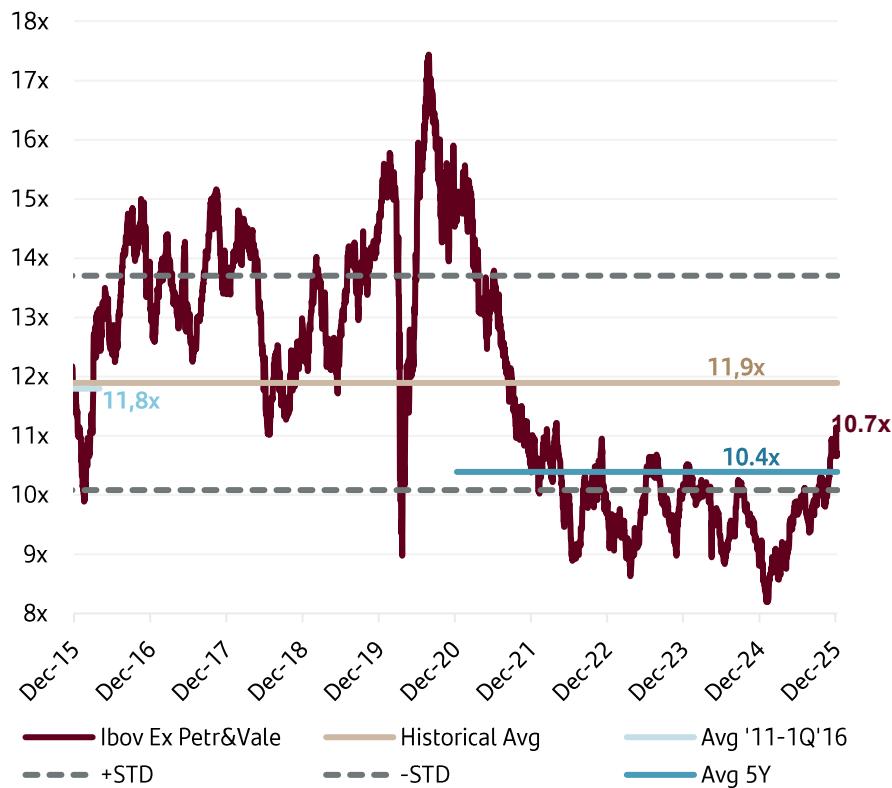


Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11 de dezembro de 2025.

## Valuation do Ibovespa

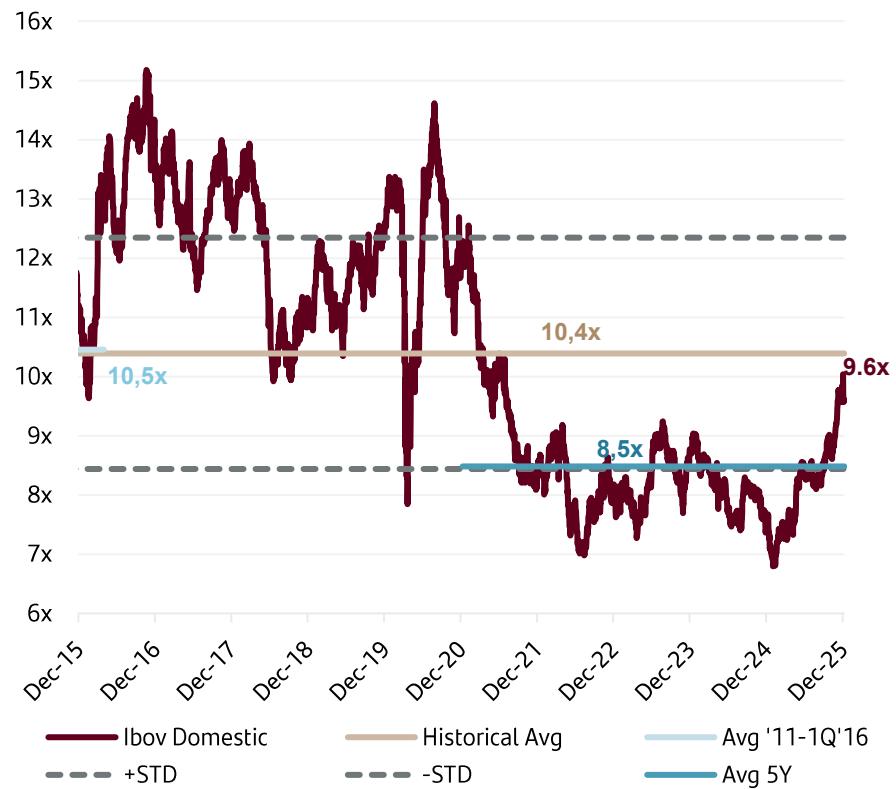
As ações domésticas entregaram um forte desempenho neste ano, impulsionadas não apenas pela reavaliação dos múltiplos, mas também por revisões altistas dos lucros

**P/L 12 meses à frente do IBOV (excluindo Petrobras e Vale)**



Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11 de dezembro de 2025.

**P/L 12 meses à frente do IBOV Doméstico**

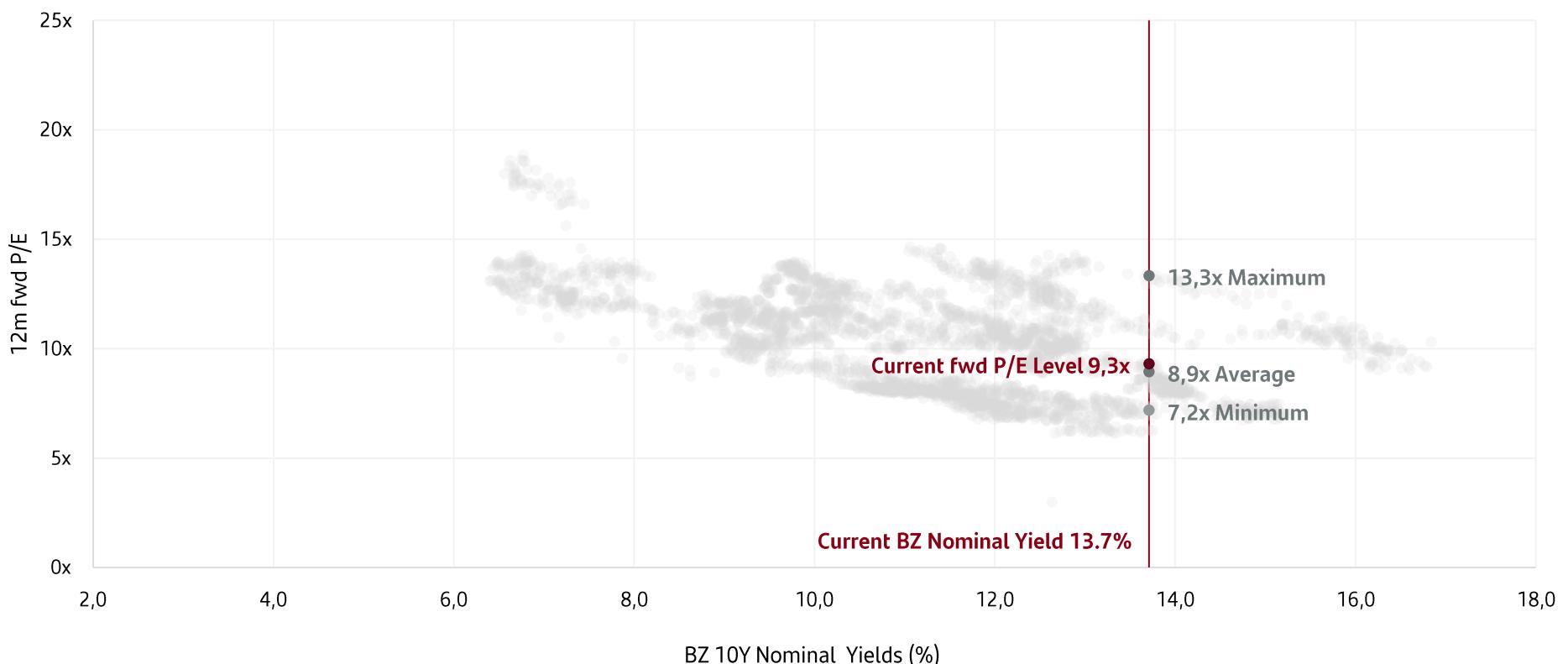


Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11 de dezembro de 2025.

## Valuation do Ibovespa vs. Rendimento Nominal de 10 Anos

Para o atual nível de juros nominal de 10 anos, o Ibovespa está sendo negociado em linha com a média, com espaço para reavaliação adicional

### P/L 12 meses à frente do IBOV e rendimentos nominais de 10 anos do Brasil

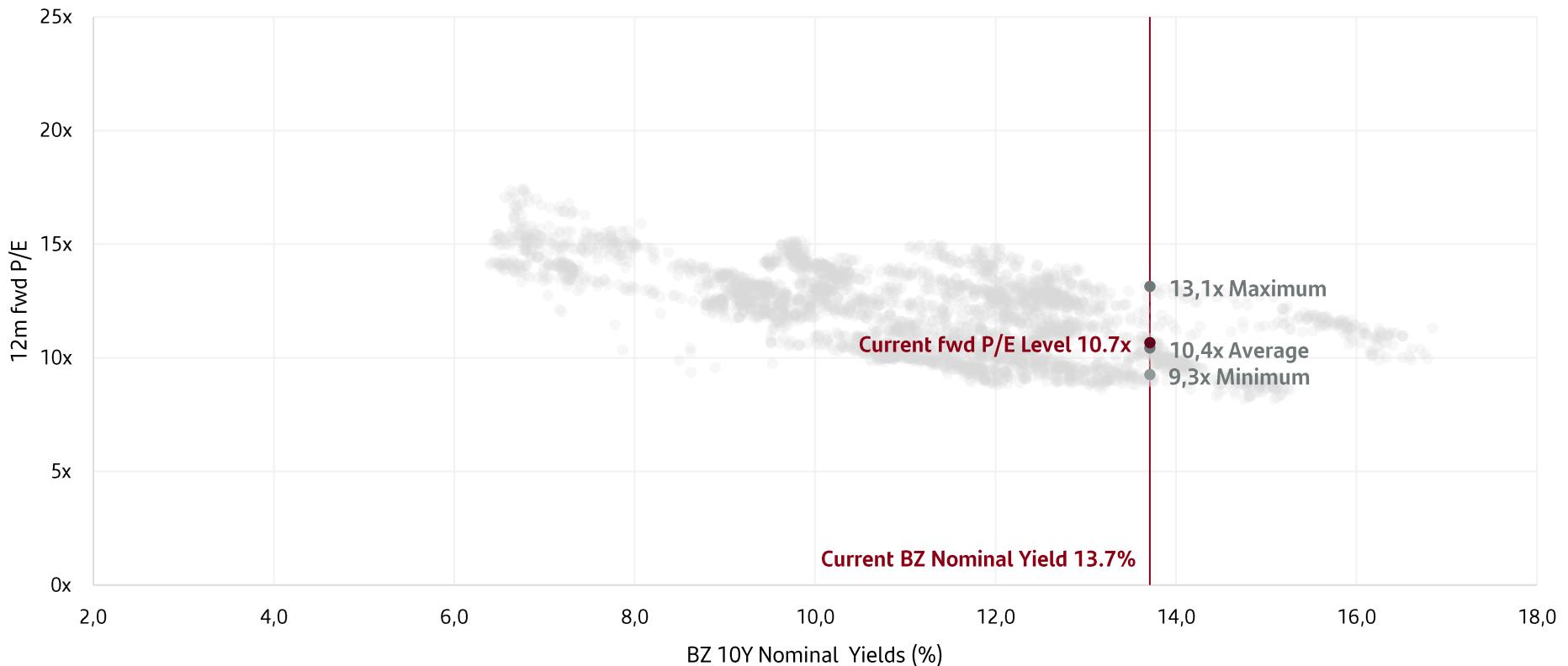


Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11 de dezembro de 2025.

## Valuation do Ibovespa vs. Rendimento Nominal de 10 Anos

Para o atual nível de juros nominal de 10 anos, o Ibovespa está sendo negociado em linha com a média, com espaço para reavaliação adicional

**P/L 12 meses à frente do IBOV (excluindo Petrobras e Vale) e rendimentos nominais de 10 anos do Brasil**



Fonte: Bloomberg. Atualizado em 11 de dezembro de 2025.

# 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 equivocadas 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 do analista:

Eu, Aline de Souza Cardoso, analista de valores mobiliários credenciada nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritora e responsável por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaro que as recomendações refletem única e exclusivamente a minha opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculada, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaro 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 do analista, 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) esperar receber ou pretender 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 valores mobiliários 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.