

MARÇO 2026

Carteira *Small Caps*

RECOMENDAÇÃO PARA MARÇO/2026

/ Ações Mantidas



TTEN3



FLRY3



ORVR3



AURA33



GGPS3



PGMN3



CEAB3



IGTI11



SAPR11



DIRR3



POMO4

Descrição da Carteira

A Carteira *Small Caps* é recomendada para quem deseja investir em ações de pequeno e médio porte, ou seja, empresas menores e/ou com baixa liquidez na bolsa, mas com alto potencial de crescimento e valorização.

Objetivo

O objetivo desta carteira é superar o índice SMLL (Índice *Small Cap* da B3) a médio e 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

Alto potencial de crescimento

Geralmente as *Small Caps* são empresas com negócios inovadores ou que atuam em setores ainda não consolidados, o que permite um alto retorno do investimento caso seus negócios sejam bem-sucedidos.

Acesso a informações sobre as melhores *Small Caps* do mercado

Por se tratarem de empresas menores, poucos investidores têm acesso a análises minuciosas destas companhias, o que se torna uma vantagem da Carteira.

Regularidade

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

/ Recomendação para Março

EMPRESA	SETOR	CÓDIGO	PERCENTUAL RECOMENDADO	PREÇO ¹	PREÇO-ALVO 2026E	DIV. YIELD 2026E
3tentos	Agronegócio	TTEN3	8%	R\$ 17,19	R\$ 20,00	2,01%
Aura Minerals	Siderurgia & Mineração	AURA33	8%	R\$ 145,43	R\$ 140,00	3,19%
C&A Modas	Varejo	CEAB3	9%	R\$ 13,02	R\$ 24,50	3,94%
Direcional Engenharia	Construção Civil	DIRR3	10%	R\$ 16,28	R\$ 22,00	6,91%
Fleury	Saúde	FLRY3	9%	R\$ 17,07	R\$ 18,50	5,56%
GPS	Serviços Terceirizados	GGPS3	9%	R\$ 18,61	R\$ 30,00	1,61%
Iguatemi	Shopping Centers	IGTI11	10%	R\$ 29,31	R\$ 40,70	2,79%
Marcopolo	Industrial	POMO4	9%	R\$ 6,96	R\$ 10,50	7,48%
Orizon	Energia & Saneamento	ORVR3	10%	R\$ 75,28	R\$ 87,94	1,38%
Pague Menos	Varejo	PGMN3	9%	R\$ 6,99	R\$ 8,00	4,12%
Sanepar	Energia & Saneamento	SAPR11	9%	R\$ 45,05	R\$ 50,88	4,67%

(1) Preço médio do dia 27/02/2026. 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. Fontes: Santander e Consenso Bloomberg (*dividend yield*).

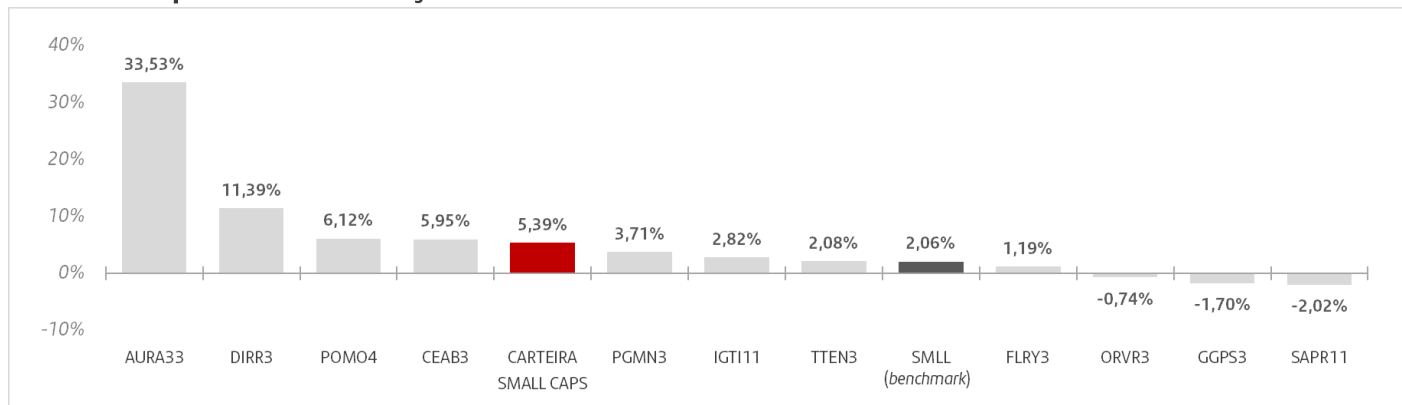
/ Acompanhamento da Carteira

RENTABILIDADES			DESTAQUE DE FEVEREIRO	
PERÍODO	CARTEIRA SMALL CAPS	SMLL (<i>benchmark</i>)		
Fevereiro	+5,39%	+2,06%	AURA33	+33,53%
2026	+14,52%	+13,56%		
12 meses	+61,14%	+44,65%		
24 meses	+33,26%	+17,19%		
Desde o Início	+231,58%	+162,08%		

ESTATÍSTICAS		CLASSIFICAÇÃO DE RISCO ¹	
Início da Carteira	01/07/2016	Beta	0,93
Meses com performance superior ao <i>benchmark</i> (SMLL)	63 de 116 (54,3%)		

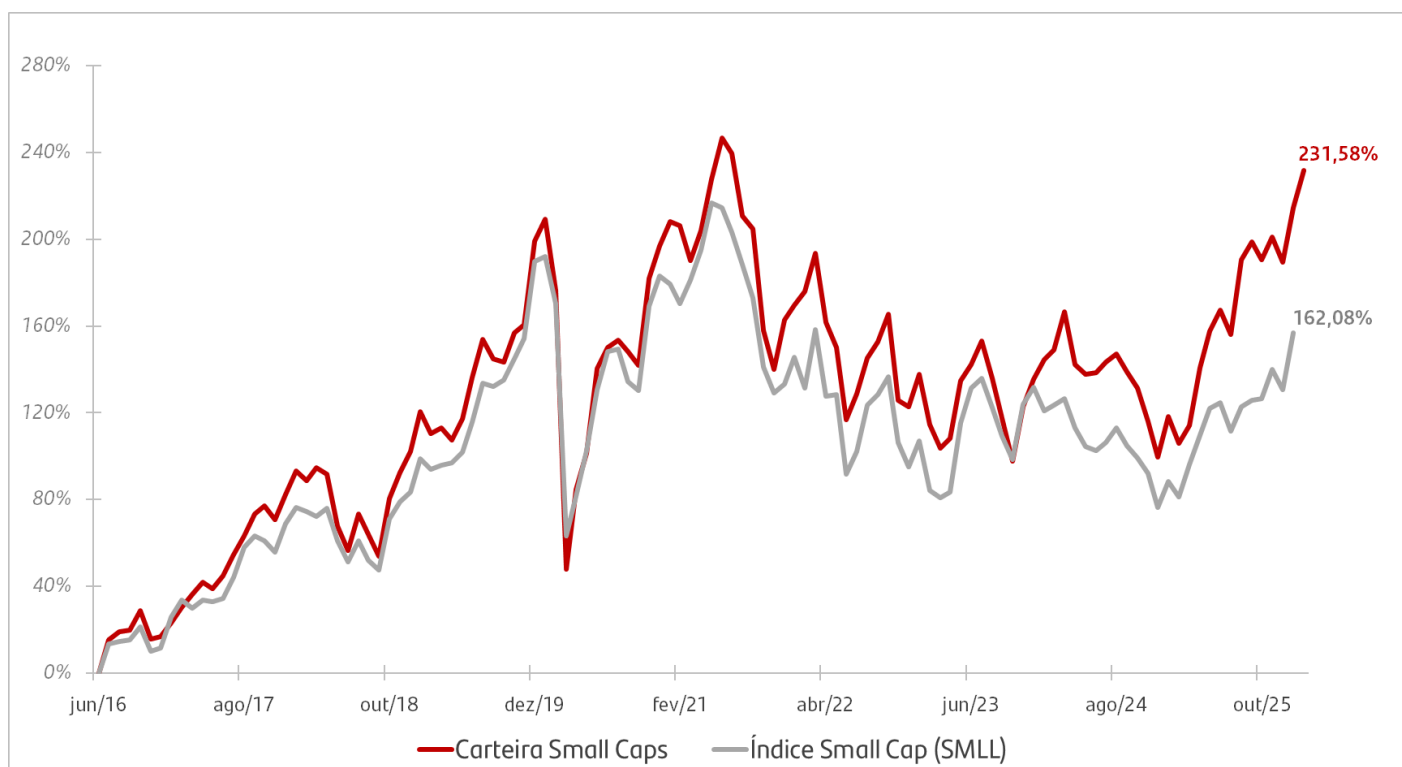
(1) Referente aos últimos 12 meses. Glossário na penúltima página deste relatório. Fonte: Santander.

/ Desempenho das Ações da Carteira em Fevereiro vs. Benchmark



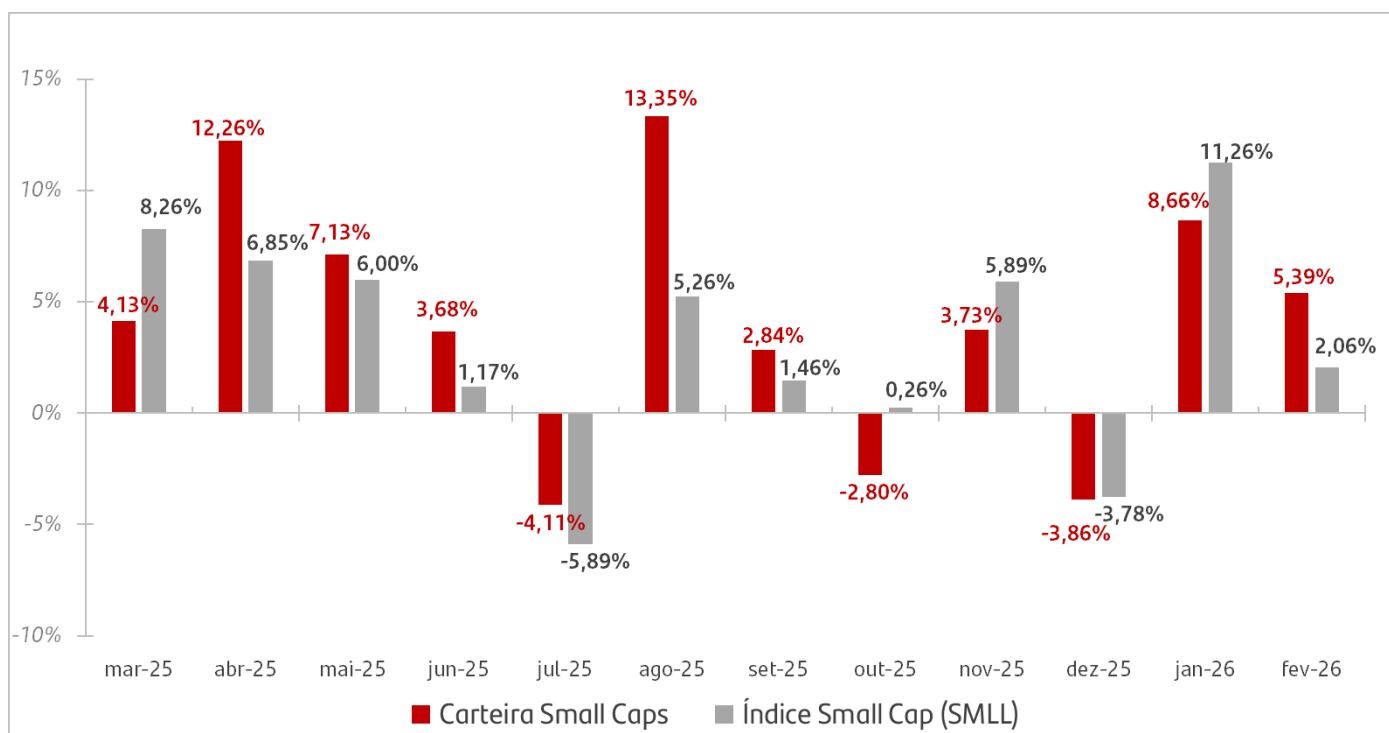
Fonte: Santander.

/ Desempenho Acumulado



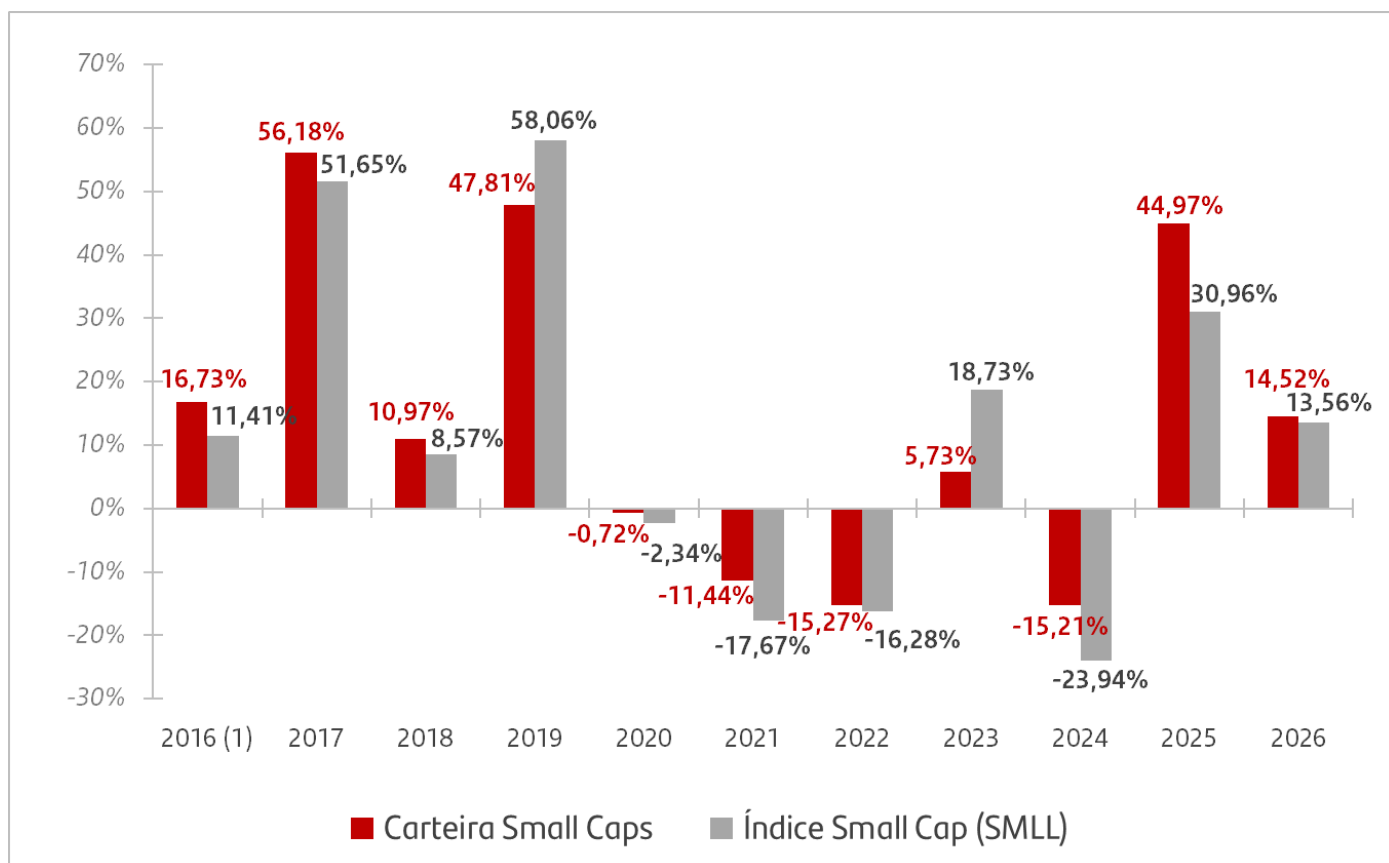
Performance acumulada desde o lançamento da Carteira Small Caps em 01/07/16 até 27/02/2026. Fonte: Santander.

/ Desempenho Mensal



Fonte: Santander.

/ Desempenho Anual



(1) Performance acumulada desde o lançamento da Carteira Small Caps em 01/07/16 até 30/12/2016. Fonte: Santander.



**/ Ações mantidas na
Carteira *Small Caps***



3tentos (TTEN3)

- / A 3tentos fornece soluções verticalmente integradas para pequenos e médios agricultores. Ela vende insumos agrícolas para agricultores, origina grãos e os industrializa. Além de fornecer insumos e adquirir produção, a companhia também oferece aos agricultores treinamento, consultoria e serviços técnicos para agregar valor por meio de vendas técnicas.
- / O modelo de negócio da 3tentos está dividido em 3 segmentos principais: (i) **insumos agrícolas**, oferecendo uma ampla gama de insumos (como sementes, fertilizantes e agroquímicos); (ii) **originação e comercialização de grãos**, que envolve a compra e venda de grãos, com capacidade instalada de armazenagem de 1,6 milhão de grãos; e (iii) **indústria**, na qual a 3tentos processa farelo de soja, óleo de soja e biodiesel.
- / Recentemente, nossos analistas atualizaram o modelo de 3tentos, elevando o preço-alvo (2026E) para R\$ 20,00 (vs. R\$ 19,00 anteriormente), reiterando a recomendação de “Compra”. Elevamos nossa estimativa de EBITDA para 2026 em 8%, para R\$ 1,7 bilhão (9% acima do consenso), refletindo os preços mais baixos de *commodities*, embora com maiores volumes esperados em todas as divisões e o início das operações de etanol de milho previsto para o 1T26. Também incorporamos projeções de crescimento mais altas para o etanol, após os projetos recentemente anunciados e o *capex* relativo a eles.
- / Em nossa visão, o *momentum* operacional da 3tentos deve seguir sólido, mesmo com a rentabilidade do agronegócio ainda sob pressão. Acreditamos que a queda nos prêmios de exportação da soja, impulsionada por acordos de compra entre a China e os EUA, pode aumentar a rentabilidade do biodiesel. Enquanto isso, a 3tentos continua expandindo sua presença geográfica, implementando seu modelo de negócios completo no Pará, além de operações focadas no varejo em outros estados, fortalecendo a trajetória de crescimento de longo prazo.

Direcionadores: (i) expansão da área de influência e expansão de novas lojas; (ii) normalização mais rápida do que o esperado das margens de varejo; (iii) fortes margens de esmagamento; e (iv) execução do plano de crescimento da empresa.

Riscos: (i) normalização mais lenta do que o esperado das margens na divisão de varejo; (ii) custos de frete mais altos; (iii) indefinição sobre novo aumento na taxa de mistura de biodiesel; (iv) competição mais acirrada; (v) perdas de estoque de produtos químicos; e (vi) aumento nos preços de produtos químicos e/ou interrupções logísticas.

Aura Minerals (AURA33)

- / A Aura Minerals é uma mineradora de ouro e cobre de médio porte, com operações no Brasil, México e Honduras. Também possui projetos em desenvolvimento na Guatemala e na Colômbia. A empresa está listada na TSX (Bolsa de Valores de Toronto) sob o código "ORA", na NASDAQ sob o código "AUGO", e na B3 por meio de BDRs nível 3 desde 2020.
- / Em nossa visão, a Aura oferece uma combinação única de crescimento e retorno de caixa, com sólida exposição ao ouro (um dos nossos metais preferidos no momento) e potencial de ganhos operacionais. Embora sejamos mais conservadores em relação aos preços do cobre, o *valuation* da Aura já reflete um perfil de risco/retorno atraente, sustentando nossa recomendação de "Compra".
- / Nossa visão positiva é sustentada por quatro pilares principais: **(i) exposição ao ouro e diversificação da carteira:** a Aura possui exposição bem equilibrada a metais preciosos, com aproximadamente 78% da geração de receita decorrente do ouro e 19% do cobre; **(ii) forte potencial de crescimento:** a empresa possui um histórico sólido de aquisição e aprimoramento de ativos de baixo desempenho, utilizando *expertise* operacional para destravar valor e impulsionar a expansão da margem; **(iii) valuation atraente:** com base em nossas estimativas, a Aura é negociada a US\$ 1.368/GEO EV/Reservas 2026E para Aura, o que representa um desconto de 36% em relação à média global de seus pares, de US\$ 2.137/GEO; e **(iv) dividendos e alocação de capital:** além de investir em projetos de crescimento de alto retorno, a Aura possui uma política consistente de retorno de capital. Projetamos *dividend yield* de aprox. 2% em 2026E, abaixo dos níveis históricos da empresa e considerando a recente alta das ações (+67% em 2026 vs. +18% do IBOV), novos projetos e aquisições recentes. Dito isso, não assumimos dividendos extraordinários, o que acrescenta um potencial altista aos nossos números.
- / A Aura Minerals reportou EBITDA ajustado de US\$ 208 milhões no 4T25 (+37% t/t e +162% a/a), em linha com nossas estimativas e com o consenso do mercado. Os preços médios realizados do ouro atingiram US\$ 4.090/oz no trimestre (+21% t/t e +58% a/a), e os preços realizados do cobre subiram 14% t/t e 22% a/a, para US\$ 5,06/lb. O custo operacional aumentou 2% t/t e 3% a/a, para US\$ 1.143/GEO, principalmente devido à consolidação da MSG e à expansão de Apoena, além do impacto da conversão do cobre em GEO na unidade de Aranzazu. Destacamos o impacto negativo dos contratos de derivativos de ouro, totalizando perdas realizadas de US\$ 22 milhões e perdas não realizadas de US\$ 82 milhões, decorrentes de ajustes de marcação a mercado. No trimestre, a Aura gerou US\$ 94 milhões em fluxo de caixa livre recorrente (vs. US\$ 75 milhões no 3T25), como resultado dos fortes preços realizados do ouro, parcialmente compensados por maiores necessidades de capital de giro e perdas com *hedge* de ouro.

Direcionadores: (i) valorização adicional dos preços de ouro e cobre; (ii) novas aquisições de projetos e aprimoramento dos ativos recém-adquiridos; (iii) retornos acima do esperado nos projetos de crescimento orgânico.

Riscos: (i) queda nos preços do ouro e do cobre; (ii) valorização do real; (iii) potenciais impactos na produção da empresa decorrentes de teores, taxas de recuperação, condições do solo e características físicas dos minérios abaixo do esperado, entre outros fatores; e (iv) riscos geológicos e execução de projetos, com atrasos e/ou estouro de *capex*.

C&A Modas (CEAB3)

- / A C&A Modas é uma das maiores varejistas de vestuário do Brasil, atuando no país desde 1976, tendo como público-alvo consumidores de baixa e média renda (principalmente mulheres entre 18 e 35 anos), vendendo marcas próprias de terceiros, eletrônicos e acessórios. A empresa possui mais de 300 lojas, em todos os estados brasileiros.
- / A C&A, em nossa visão, tem se destacado como uma das empresas de maior desempenho operacional no varejo de vestuário brasileiro, superando consistentemente seus pares nos últimos dois anos por meio de sua sólida execução. Esperamos que esse momento positivo persista à medida que a empresa implementa seu projeto Energia. Embora esse forte desempenho não tenha se limitado ao crescimento da receita, a empresa conseguiu obter melhorias significativas de margem, graças a: (i) gerenciamento de categoria bem-sucedido; (ii) estratégias de precificação dinâmicas; (iii) implementação de *push & pull*; e (iv) desenvolvimento do C&A Pay. O potencial de expansão de lojas continua significativo, com capacidade para 120 novos estabelecimentos, de acordo com a administração, sugerindo um caminho estável para o crescimento. Por fim, acreditamos que a C&A deve ser capaz de aumentar sua produtividade de vendas impulsionada pelo amadurecimento de muitas de suas iniciativas e, de forma gradual, se igualar aos seus principais pares (Lojas Renner).
- / Diferentemente dos trimestres anteriores, a C&A apresentou um desempenho mais fraco no 4T25, com receita pressionada e desalavancagem operacional na divisão de varejo. As Vendas Mesmas Lojas (SSS) do varejo caíram 2,7% a/a e, embora a margem bruta tenha expandido 151 bps a/a, a margem EBITDA comprimiu 111 bps, ficando 42 bps abaixo de nossas estimativas. A divisão de financiamento ao consumidor compensou o desempenho mais fraco do varejo, resultando em um EBITDA consolidado em linha com as nossas projeções. O lucro líquido de R\$ 270 milhões (acima do esperado) foi impulsionado principalmente por despesas financeiras e tributárias menores do que o previsto, e não pelo desempenho operacional.
- / Embora reconheçamos as preocupações com a deterioração macroeconômica, permanecemos confiantes de que a maturação das iniciativas da C&A sustentará o crescimento da receita e os ganhos de participação de mercado no médio prazo. Em 2026, esperamos que a C&A continue focada em sua agenda de aumento da produtividade das lojas, com benefícios da iniciativa Energia ainda a serem capturados. Adicionalmente, a aceleração na abertura de lojas (cerca de 40 novas unidades) e os investimentos em logística devem, em nossa visão, fortalecer os vetores de crescimento da companhia no médio prazo, tanto nas vendas em lojas físicas quanto no desenvolvimento adicional de seu canal de *e-commerce*.
- / Em termos de *valuation*, a ação negocia a ~7,0x P/L 2026E e ainda oferece um ponto de entrada atraente, em nossa opinião, considerando o desempenho operacional consistente da empresa e o que vemos como um claro caminho para a criação de valor por meio de ganhos de produtividade e expansão.

Direcionadores: (i) vendas e recuperação de margem mais rápidas do que o esperado; (ii) o aumento planejado da C&A Pay pela empresa, com inadimplência sob controle e contribuições positivas de vendas e margem; e (iii) trimestres consecutivos de resultados sólidos demonstrando a boa execução da empresa no período pós-pandemia.

Riscos: (i) riscos de execução associados à nova divisão de financiamento ao consumidor 100% operada pela empresa; (ii) recuperação mais lenta do que o esperado da margem bruta de mercadorias, principalmente prejudicada pelo segmento de *fashiontronics*; e (iii) deterioração do ambiente macroeconômico em 2026, dificultando a recuperação da empresa.

Direcional Engenharia (DIRR3)

- / A Direcional Engenharia é uma construtora e incorporadora brasileira focada no mercado de moradias populares com mais de 40 anos de experiência neste segmento. A empresa está presente em 13 estados e é referência nos empreendimentos do Minha Casa Minha Vida, atuando em todas as quatro faixas do programa.
- / Recentemente, nossos analistas atualizaram as estimativas da Direcional, elevando o preço-alvo (2026E) para R\$ 22,00 (vs. R\$ 19,00 anteriormente) e reiterando a recomendação de "Compra" – inclusive como uma de nossas preferências do setor de Construção Civil. Nossa visão positiva acerca da Direcional se baseia em: (i) *valuation* atraente (8,9x P/L 2026E), considerando o forte CAGR de LPA de 20% para 2025-28E; (ii) robusto *dividend yield* de 6,2% para 2026E e 10,3% para 2027E; e (iii) risco de alta em relação às vendas e lançamentos, caso a *joint venture* com a Moura Dubeux no Nordeste se mostre bem-sucedida. Por fim, ressaltamos o potencial da companhia em acelerar lançamentos, dado um ambiente competitivo mais racional e as recentes mudanças no programa Minha Casa Minha Vida (MCMV), como a criação da Faixa 4.
- / A Direcional apresentou mais um conjunto de resultados sólidos no 3T25, em grande parte em linha com nossas estimativas otimistas. A margem bruta continuou sendo o principal destaque positivo, atingindo 40,1% e representando outro aumento expressivo (+118 bps t/t e +353 bps a/a). Além disso, a margem de *backlog* continuou sua tendência de expansão, alcançando 45,2%, um aumento de 30 bps t/t. Mais importante ainda, a geração de caixa recorrente atingiu R\$ 45 milhões, levando a empresa a fechar o 3T25 com uma relação Dívida Líquida/Patrimônio Líquido de 3,8%.
- / No dia 11 de novembro, o Conselho Curador do FGTS realizou uma de suas reuniões ordinárias e aprovou diversas mudanças importantes no âmbito do programa MCMV. As principais medidas aprovadas na reunião foram: (i) um ajuste na curva de subsídio, com maior foco na região Norte; (ii) tetos de preço mais altos para unidades das faixas 1 e 2, que agora chegam a R\$ 275 mil (aumento de aprox. 7%, em média), dependendo do tipo de cidade e do tamanho da população; (iii) uma realocação interna do orçamento do FGTS para 2025; e (iv) a aprovação de um novo orçamento plurianual que se estende até 2029. Embora amplamente esperadas pelo mercado, consideramos as medidas aprovadas positivas para as construtoras que operam no programa MCMV, a exemplo da Direcional.

Direcionadores: (i) efeito positivo com as mudanças recentes do MCMV; (ii) exposição a regiões geográficas com baixos níveis de concorrência; (iii) estratégia de diversificação de portfólio e captação; e (iv) sólido *momentum* de lucros — projetamos que o lucro por ação (LPA) da Direcional cresça a um CAGR 2025-28E de 20%, superando outros pares de baixa renda.

Riscos: (i) maior inflação da construção devido a um aumento significativo nos custos de materiais (aço, cimento e terrenos) e mão de obra; (ii) maior inclinação da curva de juros de longo prazo do Brasil devido à deterioração fiscal, causando um impacto negativo na acessibilidade, especialmente para a Riva; e (iii) riscos macroeconômicos.

Fleury (FLRY3)

- / O Grupo Fleury possui mais de 90 anos de história e é uma das maiores empresas de saúde do país, com um portfólio completo em medicina diagnóstica, incluindo genômica. Além disso, o Fleury também oferece uma ampla gama de serviços de saúde, incluindo oftalmologia, ortopedia, terapias de infusão, entre outros. Desde 2002, a companhia realizou diversas aquisições, incluindo o Pardini e o Labs D'Or.
- / Acreditamos que o Fleury oferece um bom ponto de entrada, uma vez que (i) possui marcas líderes em um mercado resiliente; (ii) tem sido o principal consolidador do setor, tendência que esperamos que continue; e (iii) apresenta um forte perfil de geração de caixa, com *dividend yield* 2026E de 7%, o que deve dar suporte às ações em um ano volátil no Brasil. Além disso, o Fleury é um ativo estratégico que pode atrair potenciais compradores (incluindo a Rede D'Or) e, portanto, também carrega, em certa medida, opcionalidade de M&A. Em nossa visão, o *valuation* é razoável, negociando a 14,6x P/L, enquanto nosso preço-alvo implica 15,6x em 2026.
- / Para 2026, esperamos uma aceleração do crescimento de 10% a/a da receita, impulsionada pela consolidação via M&A e pela recuperação do segmento B2B, enquanto as receitas da marca *premium* (Fleury) podem desacelerar em termos anuais em função do menor número de dias úteis. Além disso, a margem EBITDA deve permanecer relativamente estável a/a em 25,7%, à medida que negócios de menor margem ganham maior relevância no portfólio (por exemplo, L2L e "novos links"). Em termos de lucro líquido, projetamos um crescimento de 11,3% a/a, totalizando R\$ 645 milhões.

Direcionadores: (i) crescimento de receita; (ii) consolidação via M&A; (iii) expansão do portfólio de exames; e (iv) crescimento de volumes e preços em diagnósticos.

Riscos: (i) dificuldade na consolidação e integração das empresas adquiridas; (ii) volumes e preços de diagnósticos abaixo do esperado; (iii) ambiente competitivo; e (iv) riscos macroeconômicos e de execução.

GPS (GGPS3)

- ✓ Fundada em 1962, a GPS é líder nacional no fornecimento de serviços terceirizados, com mais de 2.700 clientes e 100.000 funcionários. A empresa oferece soluções para diversos setores, como: Facilities, Segurança, Logística, Engenharia de Utilidades, Serviços Industriais, Alimentação e Serviços de Infraestrutura. A GPS lançou seu IPO na B3 em 2021.
- ✓ Temos uma visão construtiva sobre a GPS devido a: (i) expectativa que o crescimento orgânico continue acelerando nos próximos trimestres, enquanto o crescimento inorgânico deve ganhar tração agora que a integração da GRSA foi concluída; (ii) seu sólido crescimento de LPA (CAGR de 23% em 2027-29) em comparação ao seu *valuation* (16x P/L em 2026); (iii) a geração de caixa defensiva da empresa, que deve gerar um rendimento de FCL de 7% em 2026-27; (iv) seu perfil de alta qualidade, evidenciado por sua gestão com forte histórico de entrega e ROIC consistente entre 18% e 22%.
- ✓ A GPS reportou resultados mistos no 3T25, com lucro líquido (ajustado pelo efeito da amortização do ágio) 8-9% acima das nossas estimativas e do consenso, mas margem operacional (excluindo IFRS 2016) cerca de 70 bps abaixo das expectativas. Como ponto positivo, o crescimento da receita da empresa (+4% t/t) foi impulsionado principalmente pela aceleração do crescimento orgânico (+4,2% t/t e +10% a/a). Por outro lado, apesar das melhorias nas margens da GRSA (embora ainda não refletindo todo o seu potencial), o COGS foi impactado por maiores despesas relacionadas à implementação de novos contratos, levando a margem EBITDA ajustada (excluindo IFRS 2016) a 9,75% (+33 bps t/t), cerca de 65 bps abaixo da estimativa do mercado.
- ✓ Recentemente, nossos analistas elevaram o preço-alvo (2026E) de GPS para R\$ 30,00 (vs. R\$ 26,00 anteriormente), o que implica em um potencial de alta de aprox. 58% em relação ao patamar de preços atual. Em termos de *valuation*, vemos as ações negociando a um P/L 2026E de 16x, o que consideramos atraente ao levar em conta as nossas perspectivas de crescimento de LPA e o alto ROE. Por fim, esperamos que a alavancagem da GPS reduza para 1,1x Dívida Líquida/EBITDA em 2026E, o que pode permitir que ela busque novas oportunidades de M&A.
- ✓ Em 2025, a GPS anunciou a aquisição integral da RHMED por meio de sua subsidiária Top Service. O *deal* foi concluído em 10 abril e marcou o retorno da GPS aos M&As desde a aquisição da GRSA em março de 2024. Apesar de uma aquisição pequena (estimamos criação de valor de ~R\$ 97 milhões, aprox. 1% do valor de mercado atual da GPS), vemos o anúncio como positivo e que representa o engajamento contínuo da GPS para diversificar/complementar ainda mais seu portfólio de serviços (a aquisição da RHMED marca o primeiro empreendimento da GPS no segmento de segurança/proteção no local de trabalho e assistência médica primária).

Direcionadores: (i) perspectiva robusta de crescimento; (ii) modelo de negócios com sólidas vantagens competitivas; (iii) expansão através de M&A; e (iv) *valuation* atraente.

Riscos: (i) execução da estratégia de crescimento via M&A; (ii) questões trabalhistas e disputas judiciais; (iii) desaceleração da atividade macroeconômica do Brasil; (iv) concorrência mais acirrada; e (v) decisões governamentais que afetam os negócios da GPS (por exemplo, reforma tributária).

Iguatemi (IGTI11)

- / A Iguatemi detém a participação e administra *shopping centers* localizados em todo o Brasil e expostos a uma ampla gama de segmentos de renda. A Companhia detém participação em 15 shoppings em operação, prestando também serviços de planejamento, administração e comercialização, totalizando 791 mil m² de ABL total (4T25).
- / Nossa visão positiva sobre Iguatemi é apoiada por: (i) forte qualidade de ativos; (ii) ampla exposição ao segmento de alta renda, que tende a ser anticíclico em períodos de atividade econômica mais fraca; (iii) *valuation* descontado, com a ação negociando a um P/AFFO 12 meses à frente de 11,5x vs. média histórica de 14,4x; e (iv) sólido potencial de crescimento dos lucros (CAGR de AFFO 2025-28E de 23%), refletindo os impactos da reforma do IVA, da queda da taxa Selic e do processo de desalavancagem. Além disso, vemos um potencial de revisão altista de 12% no consenso de AFFO para 2027, refletindo principalmente o impacto positivo da reforma do IVA.
- / Recentemente, nossos analistas atualizaram o modelo de Iguatemi, apresentando o preço-alvo (2026E) de R\$ 40,70 vs. R\$ 34,50 em 2025E e reiterando a recomendação de "Compra". A atualização incorpora os resultados recentes, operações de M&A, as projeções macroeconômicas revisadas do Santander e a implementação gradual da reforma do IVA. Especificamente sobre as operações recentes, incorporamos: (i) o recente desinvestimento de ativos para a XP Malls (realizado em dezembro de 2025), excluindo os ganhos de capital no resultado; (ii) o aumento de 17,41 p.p. na participação da companhia no Pátio Higienópolis (elevando sua fatia para 28,95%) e a aquisição de uma participação de 11,45% no Pátio Paulista; e (iii) o adiamento da inauguração das expansões do Iguatemi Brasília e de São Paulo.
- / A Iguatemi apresentou resultados sólidos no 4T25, com: (i) crescimento de Vendas nas Mesmas Áreas de 8,4% a/a, 3,9% acima do IPCA; (ii) crescimento do Aluguel Mesmas Lojas de 6,6%, 330 bps acima do IGP-M do período; (iii) taxa de inadimplência líquida negativa de -3,5% (vs. -3,1% no 4T24); e (iv) uma taxa de ocupação ainda sólida de 96,7% (queda de 100 bps a/a). Destacamos também o forte desempenho do JK Iguatemi e do Iguatemi São Paulo, com receitas de aluguel 14,2% e 10,8% maiores a/a, respectivamente. O AFFO ficou 10,4% acima das nossas estimativas, impactado positivamente por despesas de vendas, gerais e administrativas (SG&A) melhores do que o esperado e outras receitas associadas a investimentos-chave e receitas de desenvolvimento imobiliário no projeto Casa Figueira.
- / A Iguatemi anunciou no último dia 10 de dezembro, via Fato Relevante, a assinatura de uma proposta vinculante com a XP Malls para a venda de participações minoritárias em quatro ativos, totalizando R\$372 milhões a um *cap rate* de 8,0%. Consideramos a transação positiva pelos seguintes motivos: (i) um *cap rate* atrativo de 8,0% em comparação ao *cap rate* médio da companhia de 14,4% (considerando os preços atuais das ações); (ii) demonstra disciplina da empresa em manter um nível de alavancagem controlado (estimamos que a transação levaria a Dívida Líquida/EBITDA de ~1,0x em 2026E vs. nossa estimativa anterior de 1,2x), ao mesmo tempo em que continua investindo em novas frentes de crescimento (ex.: expansão dos shoppings Brasília e Iguatemi São Paulo); e (iii) foco constante no fortalecimento do portfólio, seguindo as recentes aquisições de *shoppings* de alta qualidade (ex.: Rio Sul, Paulista).

Direcionadores: (i) forte momento de lucros associado a taxas de ocupação mais altas e remoção dos descontos de aluguéis; (ii) resiliência das vendas dos lojistas em ambientes macroeconômicos mais desafiadores devido à sua exposição a segmentos de alta renda; (iii) *valuation* atraente vs. histórico; (iv) recuperação econômica melhor do que o esperado; e (v) adaptação dos *shoppings* às novas realidades omnicanal.

Riscos: (i) aumentos não previstos na taxa Selic levando a maiores despesas financeiras, dado que 90,5% da dívida da IGTI está atrelada ao CDI; (ii) concorrentes aumentando a quantidade de ABL em cidades com excesso de oferta; e (iii) Custos de Aquisição de Clientes acima do esperado para o Iguatemi 365.



Marcopolo (POMO4)

- ✓ Fundada em 1949, a Marcopolo é líder de mercado na fabricação de ônibus no Brasil e uma das maiores fabricantes do mundo, com presença em mais de 100 países. A empresa também possui um banco próprio (Banco Moneo), que financia as vendas no mercado interno. A Marcopolo está listada no Nível 2 da B3 desde 2002, oferecendo *tag along* de 100% em ações ordinárias e 80% em ações preferenciais.
- ✓ Nossa visão positiva sobre a Marcopolo se baseia nos seguintes pilares: (i) *valuation* atraente após a desvalorização das ações desde meados de 2025 (P/L 2026E de 6,6x vs. média histórica de 11,9x); (ii) nossa expectativa de que as vendas de ônibus no Brasil devam melhorar nos próximos anos, já que a taxa de juros mais baixa deve sustentar a renovação da frota; (iii) o foco da administração em melhorar a produtividade da mão de obra no Brasil (um item de custo importante) e a rentabilidade das operações internacionais; e (iv) seu perfil de alta qualidade, com ROIC de 22 a 24%, alavancagem abaixo de 1x DL/EBITDA e alta geração de fluxo de caixa (R\$ 0,7 a 1,0 bilhão em 2026-2028, garantindo um rendimento médio de FCL de 12% no período).
- ✓ Para 2026, esperamos que as receitas e o EBITDA da empresa cresçam 8% a/a e 20% a/a, respectivamente, impulsionados principalmente por: (i) necessidades de renovação da frota de ônibus no Brasil (principalmente no segmento urbano); (ii) o novo programa Caminho da Escola, que estimamos em cerca de 3,7 mil pedidos para a Marcopolo no período de 2026-2027; (iii) novas oportunidades de melhoria de margem (por meio de ganhos de eficiência da força de trabalho à medida que a curva de aprendizado dos funcionários progride); e (iv) crescimento das operações internacionais.
- ✓ A Marcopolo apresentou resultados sólidos no 4T25, com um EBITDA ajustado de R\$ 484 milhões, 9% acima do esperado. Destacamos que, apesar da queda anual da receita bruta, o sólido desempenho das operações externas, aliado aos ganhos de eficiência da força de trabalho, resultou em uma surpresa positiva na margem EBITDA recorrente no trimestre (que atingiu 18,8%, +0,8 p.p. a/a), o que, conseqüentemente, também contribuiu para um lucro líquido recorrente de R\$ 396 milhões (+25% a/a e +4% t/t), 23% acima da nossa estimativa. Por fim, notamos que a Marcopolo entregou 584 unidades do programa Caminho da Escola (538 micros e 46 volares) no 4T25, totalizando aprox. 2.600 unidades em 2025. Além disso, a administração reiterou a sólida carteira de pedidos para os próximos meses referente ao programa de 2023 (lembrando que a empresa ainda tem cerca de 800 unidades a serem entregues até abril de 2026), ressaltando também que o próximo leilão do novo programa está previsto para 3 de março.
- ✓ No início de dezembro, o Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (FNDE) divulgou documentos públicos referentes a um novo programa Caminho da Escola. O programa contará com 7.470 unidades (vs. 16.300 em 2023), distribuídas em 13 categorias de ônibus, e, inicialmente, deve ter duração de um ano (podendo ser prorrogado por mais um ano, sob determinadas condições). Avaliamos o anúncio como positivo para a Marcopolo, uma vez que o cenário-base do programa prevê duração de um ano, em contraste com a expectativa anterior de dois anos (em linha com o programa de 2023). Além disso, assumindo uma participação de 50% da Marcopolo no programa, o volume potencial pode alcançar cerca de até 3,7 mil unidades em 2026 (aprox. 25% do volume produzido da POMO em 2025). Após 2 adiamentos, o FNDE remarcou para 03 de março a data de entrega das propostas dos potenciais participantes.

Direcionadores: (i) reprecificação dos produtos da empresa; (ii) maior demanda por ônibus rodoviários de longo curso (produto de maior valor agregado); (iii) novos pedidos do governo através do programa Caminho da Escola; e (iv) esforços de redução de custos pela Administração.

Riscos: (i) desafios com a expansão internacional; (ii) valorização do real pressionando a rentabilidade das exportações da empresa; (iii) preços acima do esperado das principais matérias-primas; (iv) interrupção das operações; (v) aumento da concorrência; (vi) desaceleração nos pedidos governamentais do Caminho da Escola; e (vii) crescimento do PIB global inferior ao esperado.

Orizon (ORVR3)

- / A Orizon é uma empresa especializada em gestão e valorização de resíduos. A companhia atua na coleta, tratamento e destinação final de resíduos, com foco em soluções sustentáveis e na economia circular. Além disso, a empresa extrai, comercializa e gera energia a partir do biogás, além de operar usinas de processamento de resíduos, incineradores e prestar serviços de engenharia.
- / Recentemente, nossos analistas elencaram a Orizon como a nova *Top Pick* do setor de Energia & Saneamento, pois esperamos que o setor de resíduos continue evoluindo ao longo da próxima década, com os municípios recorrendo cada vez mais a operadores privados por meio de contratos integrados de gestão de resíduos. Acreditamos que a aquisição da Vital posiciona a Orizon para capturar essa oportunidade, criando a maior empresa de gestão de resíduos da América Latina e reforçando seu papel como consolidadora do setor. Em nossa visão, o mercado subestima o valor de longo prazo da transação, o que sustenta nossa visão construtiva. Além disso, a Orizon apresenta crescimento orgânico atrativo (CAGR de EBITDA 2025–28E de 55,6%), impulsionado pelo *ramp-up* dos projetos de biometano e por dinâmicas favoráveis de preços.
- / No dia 17 de dezembro, a Orizon anunciou a aquisição da **Vital**, uma das maiores empresas de gestão de resíduos do Brasil, controlada pela família Queiroz Galvão, por um *enterprise value* de R\$ 3,3 bilhões (*equity value* de R\$ 2,9 bilhões). A aquisição será realizada por meio de pagamento em ações e a relação de troca implica múltiplos de EV/EBITDA de 16,9x para a Orizon e 6,6x para a Vital. Além de uma relação de troca favorável, avaliamos a transação como estrategicamente positiva para a Orizon, uma vez que: (i) cria a maior empresa de gestão de resíduos da América Latina, reforçando a ambição da companhia de se consolidar como o principal consolidador do setor; e (ii) abre uma nova avenida de crescimento, dado que a Vital é um *player* relevante em gestão integrada de resíduos, que combina coleta com destinação e tratamento de resíduos (atividade central atual da Orizon) sob um único contrato, tipicamente por meio de concessões ou PPPs. Acreditamos que essa transação posiciona a Orizon de forma única para se tornar um competidor dominante no ecossistema mais amplo de saneamento no Brasil.
- / A Orizon apresentou resultados positivos no 3T25. O EBITDA (excluindo equivalência patrimonial) cresceu 3,2% a/a, 12,7% acima da nossa estimativa. No trimestre, destacamos as vendas de créditos de carbono de R\$ 14 milhões, refletindo o foco da empresa nesse segmento. O lucro bruto ficou 13,3% acima da nossa estimativa, refletindo principalmente: (i) vendas de créditos de carbono; e (ii) custos menores do que o esperado na destinação de resíduos, parcialmente compensados por (iii) volumes tratados 3,3% abaixo da nossa estimativa. Em relação à alavancagem, a dívida líquida encerrou o trimestre em R\$ 1,018 bilhão, equivalente a DL/EBITDA de 2,20x (vs. 1,84x no 2T25).

Direcionadores: (i) expansão dos negócios de biogás e biometano; (ii) execução de M&A; (iii) expansão da planta de biometano em Paulínia; (iv) venda adicional de créditos de carbono; e (v) aumento de preço dos créditos e do biogás.

Riscos: (i) exposição a clientes públicos e decisão municipal; (ii) aumento do capex; (iii) risco de execução dos projetos; (iv) risco de integração com a Vital; (v) menor crédito de gás e carbono; e (vi) mudança na regulamentação dos créditos de carbono.

Pague Menos (PGMN3)

- / A Pague Menos é a terceira maior rede de drogarias do Brasil em participação de mercado, com vendas brutas de R\$ 11,7 bilhões em 2025 (até o 3T25) e cerca de 6,7% de *share* em um mercado fragmentado. A companhia tem foco no público de menor renda e nas regiões Norte e Nordeste, onde pretende crescer de forma orgânica por meio da abertura de novas lojas, aumentando a densidade logística, o reconhecimento da marca e a geração de economias de escala.
- / Recentemente, nossos analistas elevaram a recomendação da Pague Menos para “Compra” (vs. “Manutenção” anteriormente) e introduziram o preço-alvo (2026E) de R\$ 8,00, uma vez que o processo de *turnaround* tem se mostrado mais rápido e mais sustentável do que inicialmente esperado. A companhia vem capturando de forma crescente as dinâmicas favoráveis do GLP-1, apesar de sua base de clientes de menor renda, por meio de parcerias mais próximas com laboratórios e de opções de pagamento mais flexíveis para ampliar o acesso, posicionando-se bem para a entrada de genéricos e de novas moléculas à medida que as patentes expirem em algum momento de 2026.
- / Em 2025, as vendas mesmas lojas (SSS) maduras cresceram cerca de 17%, elevando a produtividade média das lojas a máximas históricas e reduzindo de forma significativa a dispersão em toda a base de lojas (e entre as bandeiras Pague Menos e Extrafarma), ainda que uma convergência plena para os níveis de produtividade da RD permaneça improvável. Com a margem EBITDA já em um patamar recorde de 5,7% em 2025 e espaço para maior diluição de SG&A, somado a um perfil de margem bruta inerentemente mais forte, enxergamos uma trajetória de resultados que ainda está no meio do ciclo, e não em fase madura. Para 2026, projetamos um crescimento de 15% a/a da receita bruta e expansão adicional da margem EBITDA em aprox. 50 bps a/a, para 6,1%, à medida que a diluição de *opex* mais do que compensa os custos pré-operacionais da expansão. Por fim, projetamos crescimento de 60% a/a do lucro líquido, enquanto a relação Dívida Líquida/EBITDA pode recuar para 1,7x (vs. 2,2x em 2025E).
- / Apesar do forte desempenho das ações em 2025, acumulando alta de 110% vs. 34% do Ibovespa, a PGMN3 ainda negocia a aprox. 13x P/L 2026E, enquanto projetamos CAGR de lucro de 34% em 2026–28E. Em nossa visão, essa combinação de execução menos arriscada, desalavancagem do balanço, melhora da qualidade do negócio e múltiplos ainda pouco exigentes justificam um *re-rating*.

Direcionadores: (i) crescimento de vendas acima do esperado; (ii) expansão de margens em ritmo mais acelerado do que o antecipado pelo mercado; e (iii) monetização relevante da iniciativa Clinic Farma.

Riscos: (i) aumento da concorrência; (ii) maior efeito de canibalização; (iii) mudanças no mix de vendas (categorias de menor margem); (iv) alterações na regulação do setor; (v) término de benefícios fiscais; (vi) escassez de bons pontos comerciais (reduzindo a TIR das novas lojas); e (vii) disrupções decorrentes da integração da Extrafarma.

Sanepar (SAPR11)

- / A empresa foi fundada em 1963 para realizar estudos e projetos de abastecimento de água e serviços de coleta e tratamento de esgoto, bem como promover o saneamento básico no estado do Paraná. Em 2000, a empresa abriu seu capital e, em 2003, foi registrada na B3. Em 2016, a Sanepar concluiu seu re-IPO e foi listada no segmento especial de Governança Corporativa Nível 2 da B3. Isso, juntamente com a emissão de *units* em 2017, aumentou significativamente a sua liquidez. Hoje, a Sanepar é uma das maiores empresas de saneamento do Brasil, garantindo acesso a serviços de água e esgoto para mais de 346 concessões de municípios. É controlada pelo governo do estado do Paraná, que detém 60% das ações com direito a voto e 20% do total de ações.
- / Apesar de nossos analistas terem rebaixado recentemente a recomendação de Sanepar para “Manutenção”, o preço-alvo (2026E) foi elevado para R\$ 50,88. Acreditamos que a Sanepar apresenta uma combinação atraente de: (i) *valuation* razoável (TIR real de 10,7%) e (ii) riscos regulatórios reduzidos, visto que o próximo processo tarifário ocorrerá apenas em 2028. Além disso, há uma opcionalidade importante: a potencial privatização no médio prazo. Em nossa visão, os principais temas para 2026 estarão relacionados ao precatório e às opcionalidades de privatização – ambos discutidos nos *bullets* abaixo.
- / A privatização da Sanepar tem sido um tema frequentemente discutido. Para dar aos investidores uma ideia das consequências caso a empresa seja privatizada em algum momento, construímos um modelo hipotético baseado em regulamentações aprimoradas. Concluímos que em um cenário de privatização, a empresa poderia ser negociada a um múltiplo justo de 1,14x EV/RAB para 2026E, representando um preço-alvo de R\$ 70,83 para 2026E (retorno total de aprox. 52% em relação ao patamar atual). Além disso, há duas principais opcionalidades não incluídas em nosso cenário base: (i) R\$ 4 bilhões em precatórios da União – esperamos que a empresa capture cerca de R\$ 1 bilhão desse valor, mas vemos potencial para mais (o processo aguarda parecer definitivo da AGEPAR); e (ii) potencial privatização no médio prazo.
- / Os resultados da Sanepar no 4T25 ficaram em linha com as expectativas. O EBITDA ajustado totalizou R\$ 756 milhões (-0,5% a/a) e tanto a margem bruta quanto os custos gerenciáveis ficaram em linha com nossas estimativas. O lucro líquido de R\$ 361 milhões (-12,5% a/a), no entanto, ficou aprox. 6% acima do esperado, devido a uma menor alíquota efetiva de imposto (28,1% vs. nossa estimativa de 34%). A empresa encerrou o 4T25 com dívida líquida de R\$ 1,784 bilhão e um índice Dívida Líquida/EBITDA de 0,6x.
- / No dia 1º de setembro, a Sanepar anunciou que o governo depositou junto à empresa o valor total de R\$ 4 bilhões, referente a um precatório. Observamos que a AGEPAR, órgão regulador do estado do Paraná, ainda não decidiu quanto desse valor será repassado aos consumidores por meio de tarifas e quanto será retido pela empresa. Consideramos esse desenvolvimento como positivo para a Sanepar, pois demonstra que o processo está avançando. No entanto, esperamos uma reação mais significativa do mercado após a decisão final da Agepar. Em nosso cenário base, a Sanepar poderá reter R\$ 1 bilhão, equivalente a aprox. 7% de seu valor de mercado atual.

Direcionadores: (i) eficiência operacional; (ii) universalização do tratamento de esgoto; (iii) parecer definitivo da AGEPAR sobre o tema do precatório; e (iv) privatização.

Riscos: (i) escassez hídrica; (ii) gestão ineficiente do *opex*; e (iii) regulamentação (mais especificamente problemas técnicos e regulatórios nos próximos processos tarifários).

/ 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 *Small Caps*, o índice *Small Caps*).

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 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 dos analistas:

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

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
 - (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança dos analistas, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
 - (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;
- O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, 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) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.

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

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

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

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

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