

DEZEMBRO 2025

Carteira *Small Caps*

ALTERAÇÕES EM DEZEMBRO/2025

/ Inclusão

 ODPV3

/ Exclusão

 BRAV3

/ Ajuste de Peso

 POMO4  -1 p.p.

/ Ações Mantidas

 AURA3 IGTI11 INBR32 BEEF3 CEAB3 ORVR3 DIRR3 POMO4 GGPS3 SMFT3

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 Dezembro

EMPRESA	SETOR	CÓDIGO	PERCENTUAL RECOMENDADO	PREÇO ¹	PREÇO-ALVO 2026E	DIV. YIELD 2026E
 Aura Minerals	Siderurgia & Mineração	AURA33	9%	R\$ 70,33	Em Revisão	4,83%
 Banco Inter	Instituições Financeiras	INBR32	10%	R\$ 47,95	R\$ 73,00	2,04%
 C&A Modas	Varejo	CEAB3	10%	R\$ 18,01	R\$ 23,70	2,91%
 Direcional Engenharia	Construção Civil	DIRR3	10%	R\$ 18,42	R\$ 19,00	6,44%
 GPS	Serviços Terceirizados	GGPS3	9%	R\$ 19,68	R\$ 26,00	1,77%
 Iguatemi	Shopping Centers	IGTI11	10%	R\$ 26,57	R\$ 34,50*	3,50%
 Marcopolo	Industrial	POMO4	8%	R\$ 6,33	R\$ 11,50	8,77%
 Minerva	Alimentos & Bebidas	BEEF3	8%	R\$ 6,22	R\$ 7,50	9,06%
 OdontoPrev	Saúde	ODPV3	8%	R\$ 11,55	R\$ 14,30	8,75%
 Orizon	Energia & Saneamento	ORVR3	8%	R\$ 63,83	Em Revisão	1,79%
 SmartFit	Varejo	SMFT3	10%	R\$ 26,20	R\$ 32,00	2,59%

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

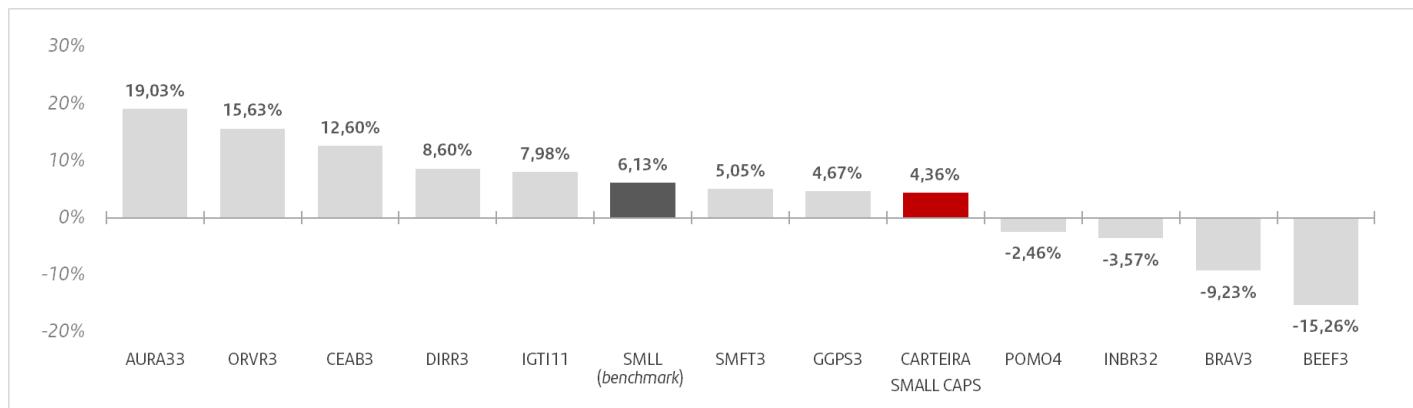
/ Acompanhamento da Carteira

RENTABILIDADES			DESTAQUE DE NOVEMBRO	
PERÍODO	CARTEIRA SMALL CAPS	SMILL (<i>benchmark</i>)	AURA33	+19,03%
Novembro	+4,36%	+6,13%		
2025	+51,71%	+36,40%		
12 meses	+40,32%	+25,20%		
24 meses	+35,96%	+7,44%		
Desde o Início	+202,99%	+140,39%		

ESTATÍSTICAS		CLASSIFICAÇÃO DE RISCO ¹	
Início da Carteira	01/07/2016		
Meses com performance superior ao <i>benchmark</i> (SMILL)	61 de 113 (54,0%)	Beta	1,10

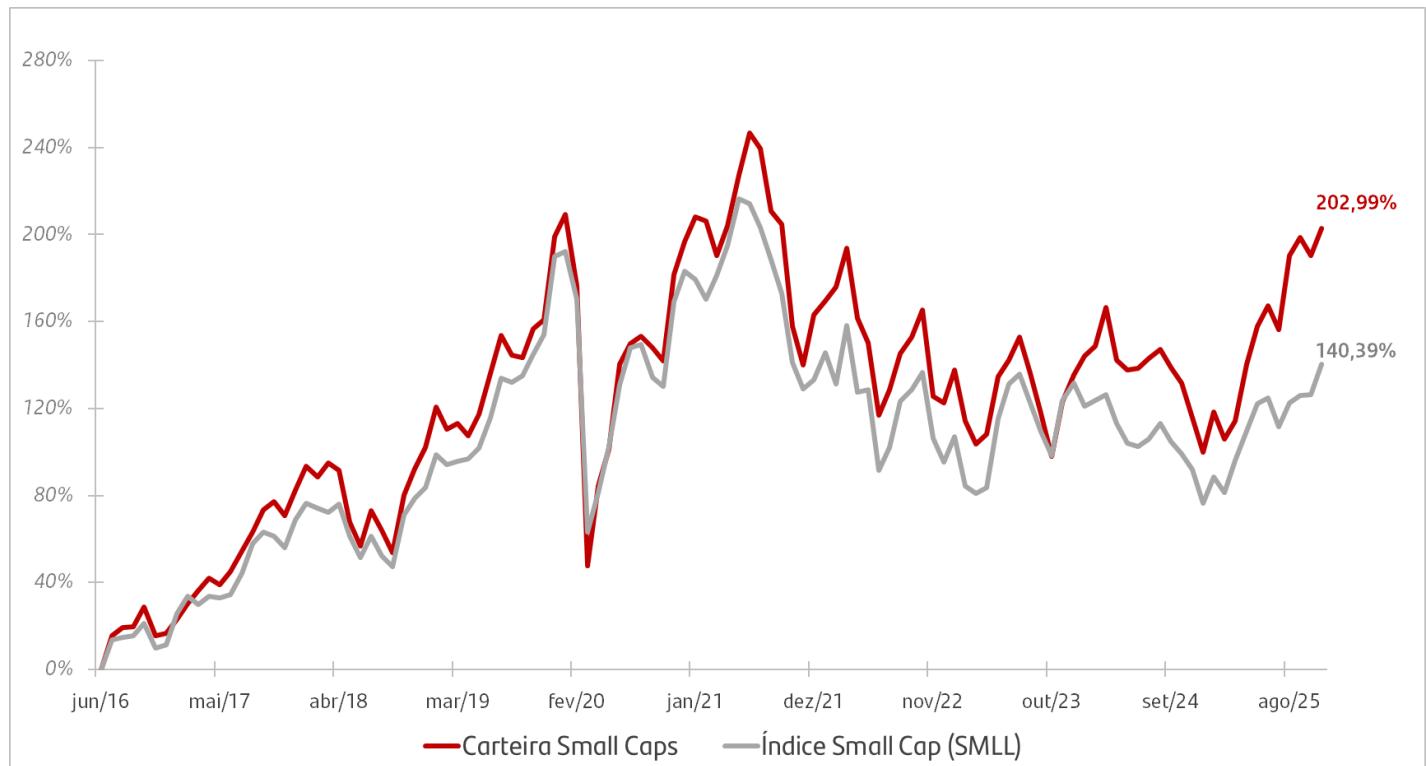
(1) Referente aos últimos 12 meses. Glossário na penúltima página deste relatório. Fonte: Santander.

/ Desempenho das Ações da Carteira em Novembro vs. Benchmark



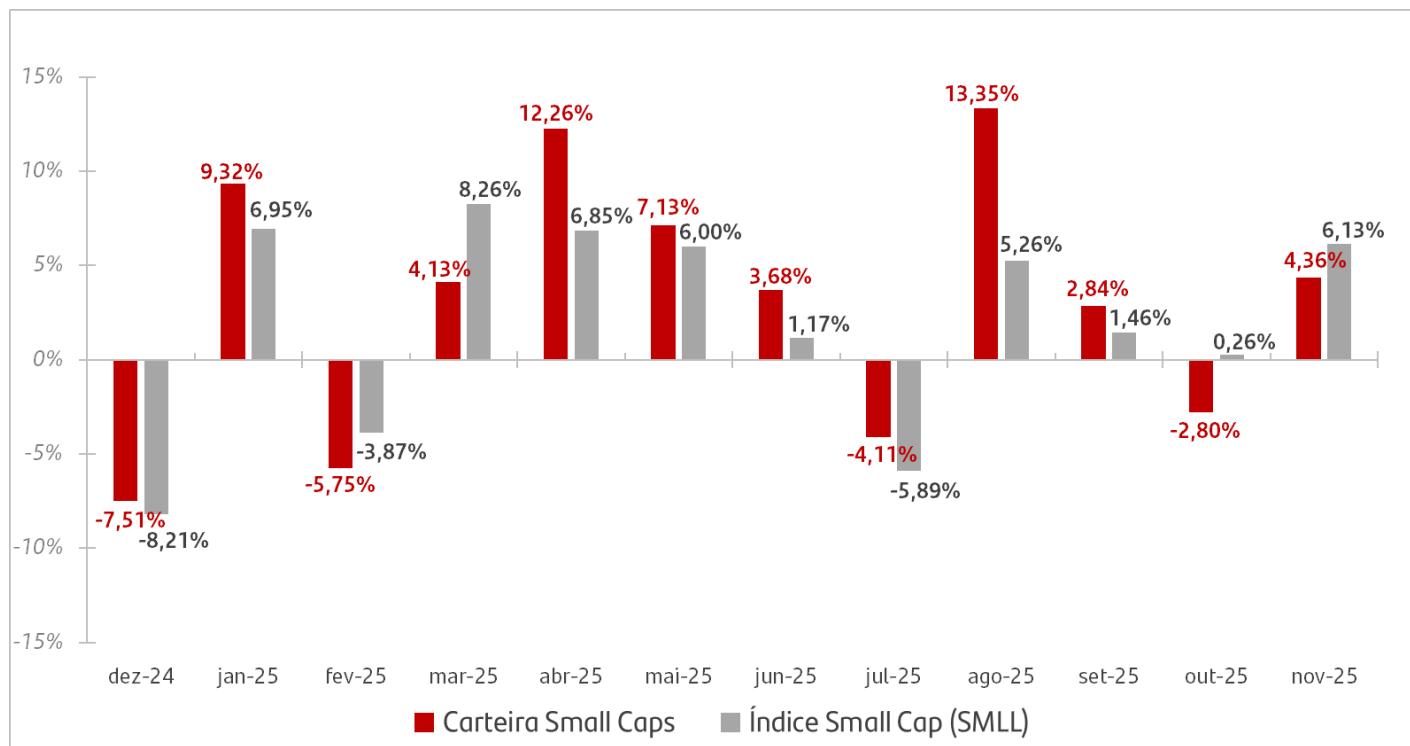
Fonte: Santander.

/ Desempenho Acumulado



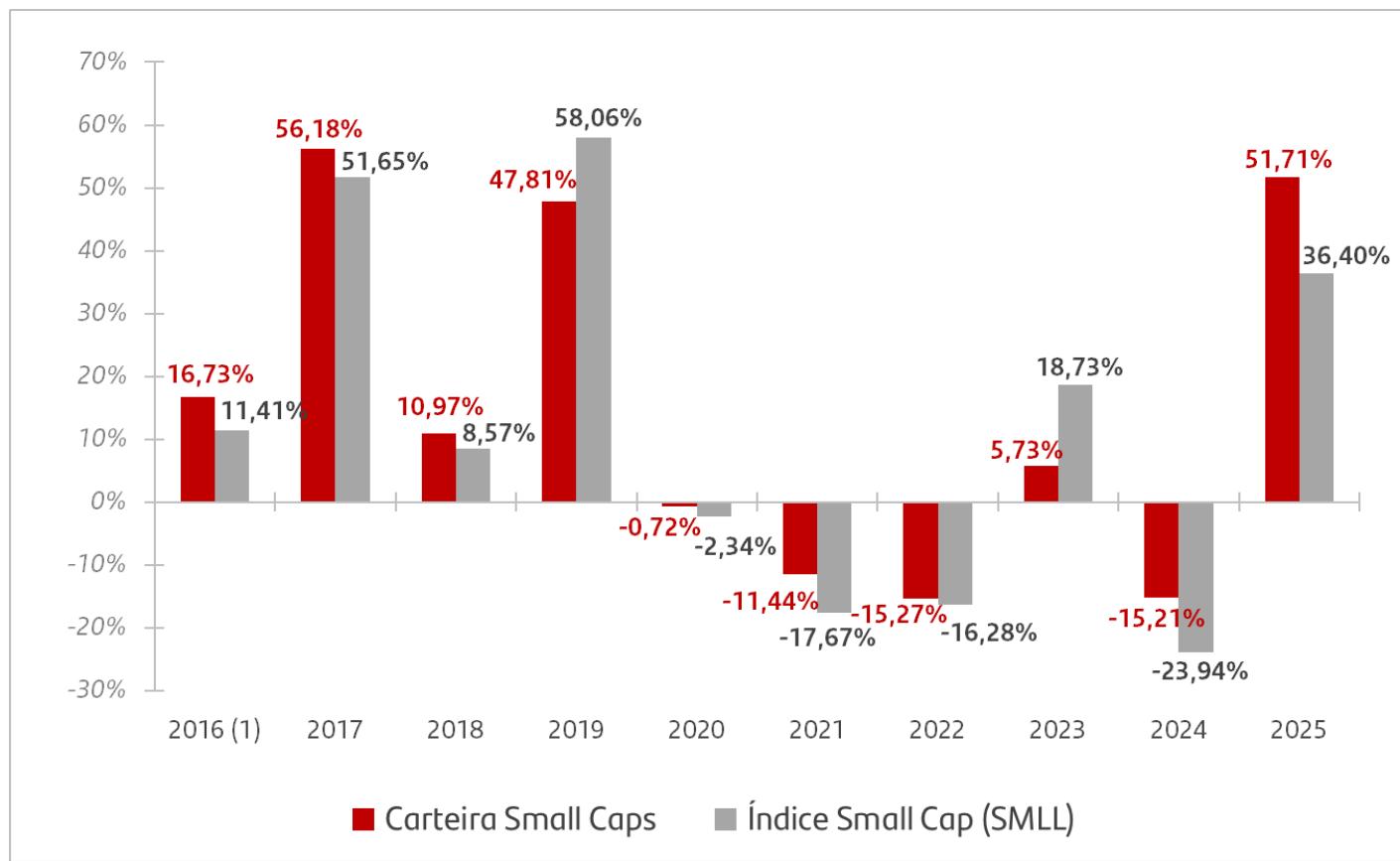
Performance acumulada desde o lançamento da Carteira Small Caps em 01/07/16 até 28/11/2025. Fonte: Santander.

/ Desempenho Mensal



Fonte: Santander.

/ Desempenho Anual



⁽¹⁾ Performance acumulada desde o lançamento da Carteira Small Caps em 01/07/16 até 29/12/2016. Fonte: Santander.

/ O que mudou esse
mês?



Exclusão

Brava Energia (BRAV3)

- ✓ Embora sigamos avaliando a Brava Energia com boas perspectivas a médio e longo prazo (inclusive com recomendação oficial de "Compra"), acreditamos que a incerteza quanto à potencial sobreoferta de petróleo em 2026 pode manter os preços da *commodity* sob pressão – e, consequentemente, limitar a *performance* das ações da Brava. Assim, optamos por incluir uma ação pertencente a um setor mais conservador e com fluxo de caixa mais previsível (OdontoPrev, do setor de Saúde).

Inclusão

OdontoPrev (ODPV3)

- ✓ Fundada em 1987 por um grupo de dentistas, a OdontoPrev é a maior operadora de planos odontológicos do Brasil. A rede da OdontoPrev é composta por mais de 25.000 dentistas atuando em mais de 2.000 cidades. Em agosto de 2014, a empresa anunciou o início das operações da Brasildental, uma *joint venture* com o Banco do Brasil que tem como objetivo atender planos odontológicos aos funcionários do banco e seus dependentes, bem como explorar as vendas de planos odontológicos por meio dos canais de distribuição do banco.
- ✓ A OdontoPrev opera em um mercado resiliente e se beneficia de: (i) um modelo de negócio gerador de caixa; (ii) balanço patrimonial robusto (caixa líquido); e (iii) um histórico sólido de alocação de capital. Notamos também que a empresa teve bom desempenho em termos de adição de membros nos últimos trimestres, uma tendência que esperamos que continue especialmente dentro do segmento corporativo devido à concorrência mais racional. Esperamos que as receitas no segmento de PMEs sejam impulsionadas por contratos maiores. Para 2025, projetamos receitas gerais crescendo 7,1% a/a e acreditamos que 2026 será mais positivo para a companhia por conta do número de feriados, o que tende a manter a sinistralidade sob controle.
- ✓ Depois de uma correção de ~13% desde que a excluímos do portfólio no fim de setembro, vemos a *underperformance* recente de ODPV3 (índice Small Cap da B3 +5,5% no período) como um bom ponto de entrada novamente. Em termos de *valuation*, destacamos que a OdontoPrev negocia a 11x P/L 2026E, oferecendo um *dividend yield* 2026E de 8,0%, o que deve dar suporte à ação no curto e médio prazo.
- ✓ Passado o resultado do 3T25 (lucro líquido ajustado 7,5% abaixo do consenso, devido a uma margem EBITDA inferior à esperada), enxergamos o 4º trimestre como sazonalmente mais forte para a companhia.

Direcionadores: (i) aumento da adição líquida de membros; (ii) redução da sinistralidade (DLR); e (iii) diluição de SG&A.

Riscos: (i) maior concorrência no segmento corporativo; (ii) aumentos de preço dos planos abaixo do esperado; (iii) riscos de execução nos segmentos de PMEs e Pessoas Físicas; e (iv) questões regulatórias.

/ Ações mantidas na Carteira *Small Caps*



○. 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 67% da geração de receita decorrente do ouro e 33% 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\$ 940/GEO EV/Reservas 2026E, o que representa um desconto de 36% em relação à média global de seus pares, de US\$ 1.461/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 yields* de 3% em 2025E e 2% em 2026E, abaixo dos níveis históricos da empresa e considerando a recente alta das ações (+138% em 2025 vs. +24% 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\$ 152 milhões no 3T25 (+43% t/t, +95% a/a), 9% acima do consenso e 11% acima de nossas estimativas. A principal diferença em relação ao nosso modelo se deve a melhores volumes de vendas e menores custos e despesas gerais e administrativas (SG&A) realizados. Os preços médios realizados atingiram US\$ 3.385/oz no trimestre (+6% t/t, +40% a/a), e os preços realizados do cobre também contribuíram para os resultados, subindo 6% t/t para US\$ 4,74/lbs (+13% a/a). O custo caixa diminuiu 3% t/t para US\$ 1.110/GEO (+12% a/a), como resultado das melhorias no teor e na recuperação de Almas e Apoena, que foram parcialmente compensadas por Aranzazu e pelo início das operações de Borborema. A empresa gerou US\$ 75 milhões em fluxo de caixa livre recorrente (vs. US\$ 60 milhões no 2T25), explicado principalmente pelo sólido desempenho operacional, parcialmente compensado por maiores necessidades de capital de giro. A dívida líquida atingiu US\$ 64 milhões (-77% t/t, -56% a/a), com a alavancagem melhorando para 0,15x DL/EBITDA (vs. 0,81x no 2T25).

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; (iv) riscos geológicos e execução de projetos, com atrasos e/ou estouro de capex; e (v) baixa liquidez das ações.

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).
- / A C&A apresentou um desempenho decente no 3T25, considerando a base de comparação difícil, com resultados amplamente em linha com o consenso e com as nossas estimativas. O crescimento das Vendas Mesmas Lojas (SSS) do segmento de vestuário foi saudável, como esperado, em 8,1% a/a, à medida que a empresa continua aprimorando o sortimento e mantendo os ganhos de produtividade. A margem bruta do varejo expandiu 1,9 p.p. a/a, 50 bps acima da média nacional, impulsionada por uma maior participação de vendas sem desconto e pela mudança para a categoria de Beleza em detrimento de Eletrônicos. Apesar dos investimentos contínuos em despesas gerais e administrativas (SG&A) no âmbito do projeto "Energia", a margem EBITDA melhorou 90 bps a/a. O fluxo de caixa operacional atingiu R\$ 377 milhões (vs. R\$ 341 milhões no 3T24), sustentado por uma redução de 9 dias a/a no custo de caixa 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. Assim, elevamos nossas estimativas de lucro líquido para 2025-27 em ~7%, em média (5% acima do consenso), refletindo principalmente menores despesas financeiras. Apresentamos também o novo preço-alvo (2026E) de R\$ 23,70 e reiteramos a recomendação de "Compra".
- / Em termos de *valuation*, a ação negocia a ~9x 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.

Dircional Engenharia (DIRR3)

- / A Dircional 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 Dircional, apresentando o preço-alvo (2026E) de R\$ 16,70 e reiterando a recomendação de "Compra" – inclusive como uma de nossas preferências do setor de Construção Civil. Nossa visão positiva acerca da Dircional decorre de: (i) *valuation* atraente, com um P/L 2026E de 9x, apesar do forte CAGR de LPA de 23% para 2024-27E e *dividend yield* de 6% para 2026E; (ii) potencial de expansão do ROE para 42% em 2025E (vs. ~34% em 2024); (iii) balanço sólido; e (iv) potencial para acelerar os lançamentos, dado um ambiente competitivo mais racional e as recentes mudanças no programa Minha Casa Minha Vida (MCMV), como a criação da Faixa 4.
- / Acreditamos que a margem bruta da Dircional deve expandir para 38,6% em 2025 (vs. 37,0% no 4T24), refletindo: (i) um mix de projetos mais saudável sendo reconhecido via PoC; e (ii) uma perspectiva melhor do que o esperado para os custos de materiais. Além disso, esperamos uma diluição marginalmente melhor das despesas de vendas, gerais e administrativas (SG&A) para o período.
- / A Dircional 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 Dircional.

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 Dircional cresça a um CAGR 2024-27E de 23%, 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.

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 pois a vemos como uma *compounder* de alta qualidade (CAGR de LPA de 28% entre 2026-28E), apresentando forte crescimento de curto prazo (EBITDA crescendo, em média, ~24% ao ano nos próximos dois anos). Além disso, esperamos um momento positivo após a incorporação completa da GRSA, por meio do qual acreditamos que a geração de sinergias poderá se tornar mais evidente a partir do terceiro trimestre de 2025, enquanto a companhia retoma o potencial de crescimento inorgânico.
- / 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\$ 26,00 (vs. R\$ 25,00 anteriormente), o que implica em um potencial de alta de aprox. 34% em relação ao patamar de preços atual. Em termos de *valuation*, vemos as ações negociando a um P/L 2026E de 15,6x, 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 1,3x Dívida Líquida/EBITDA em 2026E, o que pode permitir que ela busque novas oportunidades de M&A.
- / No dia 20 de fevereiro, a GPS divulgou um fato relevante anunciando 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 788 mil m² de ABL total (3T25).
- / 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* atraente em termos absolutos e relativos ao título indexado à inflação de 10 anos (NTN-B) – atualmente vemos a ação negociando a um P/AFFO 12 meses à frente de 9,1x (vs. média histórica de 15,2x) e o *spread* do AFFO *yield* para a NTN-B de 10 anos de ~370 bps vs. média histórica de 200 bps; (iv) balanço sólido (Dívida Líquida/EBITDA de 1,6x para 2025E); e (v) sólido potencial de crescimento dos lucros (CAGR de AFFO 2024-26E de ~12%).
- / Recentemente, nossos analistas atualizaram o modelo de Iguatemi, reduzindo ligeiramente o preço-alvo (2025E) de R\$ 36,50 para R\$ 34,50, mas reiterando a recomendação de "Compra". Estamos incorporando previsões mais altas de IGP-M e receitas de varejo mais fortes em nosso modelo e, consequentemente, estamos aumentando nossas estimativas de receita líquida de 2025-26 em ~4%. Também estamos ajustando as premissas de custos e despesas e introduzindo novas projeções de EBITDA de 2025-26 ligeiramente maiores (~3% acima de nossas previsões anteriores), sendo compensadas por: (i) estimativas maiores da taxa Selic; e (ii) faixa de imposto de renda ligeiramente maior do que o esperado.
- / A Iguatemi apresentou resultados sólidos no 3T25, com: (i) crescimento de 9,0% a/a nas vendas totais dos lojistas, 3,8% acima do IPCA, apesar de uma base de comparação mais difícil (primeiro trimestre após as enchentes do 2T24 no Rio Grande do Sul); (ii) crescimento real do aluguel mesmas lojas de 240 bps acima do IGP-M; (iii) sólida taxa de ocupação de 96,1% (alta de 20 bps a/a); e (iv) taxa de inadimplência líquida negativa de -0,3% (vs. -3,1% no 3T24). O AFFO ficou 7,6% acima das nossas estimativas, visto que uma maior participação em ativos mais produtivos, em virtude das recentes fusões e aquisições, mais do que compensou uma queda de 7,0% a/a na área bruta locável (ABL) própria.

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 92,5% 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.

 **Inter & Co (INBR32)**

- / Fundado em Belo Horizonte (MG) em 1994, o Inter é um conglomerado financeiro que oferece soluções bancárias como conta corrente, capital de giro (*middle market*), crédito imobiliário, financiamentos, cartões de crédito, câmbio, consórcios, seguros e empréstimos consignados. Ao contrário dos bancos tradicionais, o Inter é 100% digital e não opera agências físicas.
- / Recentemente, nossos analistas atualizaram as estimativas do Inter, incorporando os resultados recentes e reduzindo o custo de capital próprio (Ke) em 100 bps, para 14%. Apresentamos nosso preço-alvo (2026E) de R\$ 73,00 (vs. R\$ 52,00 em 2025E), reiterando a recomendação de "Compra". Além disso, projetamos: (i) maior receita líquida de juros (*net interest income, NII*) para 2026, com o Inter se beneficiando do crescimento do NIM (*net interest margin*) e do crescimento de empréstimos em termos nominais, o que impulsiona o *carry* da receita de juros; (ii) um crescimento dos empréstimos de 26% a/a em 2026E (vs. 20% anteriormente); e (iii) um ligeiro aumento da inadimplência (NPL) de 4,8% em 2025E para 4,9% em 2026E.
- / Vemos o *guidance* de médio prazo do Inter (60-30-30) como agressivo, já que a empresa espera ter ~60 milhões de clientes, ~30% de eficiência e ~30% de ROE até o 4T27. Embora acreditemos que esta seja uma meta difícil de alcançar, o Inter obteve progressos sólidos nos dois primeiros anos. Os três anos restantes serão provavelmente mais difíceis, mas a gestão começou de forma positiva. Não incorporamos totalmente o *guidance* do Inter em nosso modelo, mas eliminamos parte da diferença entre nossos números e os da Administração do Inter desde nossa última atualização. Para 2027, projetamos 49 milhões de clientes, índice de eficiência de 37,6% e ROE de 22% (24% no 4T27).
- / Se considerássemos um número mais próximo do *guidance*, mas ainda abaixo da projeção do Inter (ou seja, adotando um ROE de 30% no segundo estágio e na perpetuidade), nosso preço-alvo aumentaria 35%, para R\$ 99,00, implicando um P/VP alvo de 3,9x em 2026.
- / O Inter reportou lucro líquido (excluindo minoritários) de R\$ 336 milhões (+39% a/a), resultando em um ROAE de 14%. O lucro líquido ficou abaixo das nossas estimativas e do consenso em cerca de 8%, embora as tendências operacionais tenham permanecido sólidas no trimestre, com crescimento saudável da carteira de empréstimos e qualidade dos ativos (inadimplência) sob controle. Além disso, as despesas (excluindo provisões) aumentaram 5% t/t, resultando em um índice de eficiência de aprox. 46%, uma melhora de 1,5 p.p. t/t.
- / Em termos de *valuation*, vemos INBR32 negociando atualmente a 1,8x P/VPA 2026E e 9,5x P/L 2026E, um patamar ainda atraente, em nossa opinião.

Direcionadores: (i) sucesso na estratégia de reprecificação de produtos e no controle de despesas; (ii) crescimento da carteira de crédito; e (iii) aumento da base de clientes.

Riscos: (i) deterioração do ambiente macroeconômico; (ii) riscos de execução; (iii) risco regulatório para os bancos; e (iv) concorrência de *players* novos e existentes.

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, com as ações negociando a 5,6x P/L 2026E, ~42% de desconto em relação à sua média histórica de 5 anos; (ii) a demanda por ônibus no Brasil ainda favorável, apoiada pela alta idade média da frota de ônibus, o que deve desencadear a necessidade de renovação; (iii) o perfil de alta qualidade da empresa, com ROIC alto (22-26% em 2026-30E) e níveis saudáveis de alavancagem (atingindo 0,4x DL/EBITDA em 2026, o que também pode levar a um maior *payout* de dividendos no futuro), além de suas vantagens competitivas no mercado brasileiro, principalmente no segmento rodoviário; (iv) espaço para maior expansão da margem EBITDA, dada a alta alavancagem operacional, um mix de produtos com potencial de maior valor agregado, melhorias nas operações estrangeiras (notadamente no México) e iniciativas internas para produção própria de chassis; e (v) o potencial lançamento do novo programa Caminho da Escola para 2026-27, à medida que nos aproximamos do fim do programa atual.
- / Para 2026, esperamos que as receitas e o EBITDA da empresa cresçam 8,6% a/a e 17,2% a/a, respectivamente, impulsionados principalmente por: (i) necessidades de renovação da frota de ônibus no Brasil; (ii) os pedidos do Caminho da Escola, que devem acelerar em 2025 e 2026 (ainda pertencentes à licitação de 2023); (iii) mais oportunidades de melhoria de margem (por meio de ganhos de eficiência da força de trabalho à medida que a curva de aprendizado de funcionários jovens avança); (iv) uma melhoria nas exportações e operações estrangeiras – o *backlog* será substituído pelos pedidos mais recentes com termos atualizados, aumentando as margens e os resultados gerais.
- / Os resultados do 3T25 da Marcopolo vieram em linha com o consenso em termos de EBITDA (R\$ 483 milhões). Observamos, no entanto, que a receita veio 5% abaixo do consenso, apesar de uma expansão de 8% a/a (totalizando R\$ 2,5 bilhões). No geral, destacamos a desaceleração da receita no Brasil, que foi mais do que compensada pelos volumes e pela composição das exportações e das operações internacionais, levando, assim, a melhorias nas margens. Além disso, observamos que o lucro líquido (R\$ 372 milhões, +14% a/a e +17% t/t) veio acima do esperado, sustentado por uma menor alíquota efetiva de imposto, juntamente com o resultado financeiro positivo. Por fim, vale destacar que a alavancagem diminuiu ligeiramente para 0,8x DL/EBITDA (vs. 0,9x no 2T25).
- / No dia 02 de setembro, a Marcopolo realizou seu Dia do Investidor, evento do qual saímos com uma visão positiva sobre as perspectivas futuras da companhia. Para 2026, a empresa comentou que espera: (i) demanda consistente no Brasil e nas operações internacionais; (ii) evolução em soluções alternativas de descarbonização; e (iii) maior eficiência e alavancagem operacional, também beneficiadas por um novo programa Caminho da Escola. Acerca da alocação de capital, a administração reiterou a política de dividendos de ~50% de *payout*, acrescentando que o foco permanecerá em investimentos em eficiência e novos produtos.

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.

Minerva (BEEF3)

- / A Minerva é líder sul-americana na produção e comercialização de carne bovina *in natura* e seus subprodutos, operando 25 frigoríficos no Brasil, Paraguai, Uruguai, Argentina e Colômbia, e exportando para mais de 100 países em cinco continentes.
- / Recentemente, nossos analistas elevaram o preço-alvo (2026E) de R\$ 7,10 para R\$ 7,50 para Minerva, reiterando a recomendação oficial de "Compra". Acreditamos que os fundamentos permanecem sólidos, sustentados pela forte demanda de exportação de carne bovina e por um *ramp-up* mais rápido do que o esperado dos novos ativos.
- / Nos tornamos mais otimistas em relação às margens de exportação de carne bovina, embora acreditemos que a fase de retenção de fêmeas deva se acelerar no 2S25. Destacamos também três pontos que devem sustentar o momento positivo: (i) um melhor ambiente de consumo na China, que deve impulsionar as exportações de carne bovina na América Latina; (ii) demanda adicional dos EUA; e (iii) o Brasil foi recentemente declarado livre de febre aftosa sem vacinação, o que poderia permitir que o país acessasse novos mercados de exportação, como o Japão.
- / Apesar da reação negativa do mercado aos resultados trimestrais, a Minerva reportou um sólido desempenho no 3T25, em nossa visão. A geração de fluxo de caixa livre foi um destaque, totalizando R\$ 2,5 bilhões (equivalente a 34% do valor de mercado da empresa), permitindo uma redução mais rápida da alavancagem e levantando questões sobre o potencial retorno de dividendos. No Brasil, os volumes de abate aumentaram 9% t/t, enquanto a utilização das plantas atingiu 83% (ativos recém-adquiridos em ~68%), refletindo o aumento eficaz das exportações da Minerva. Os volumes robustos foram impulsionados pela forte demanda global e levaram a uma queda significativa nas despesas com vendas, gerais e administrativas (SG&A) para 9,3% da receita líquida. Na América Latina (ex-Brasil), a Argentina foi o destaque, com crescimento de dois dígitos no volume, beneficiando-se da demanda redirecionada dos EUA em meio às restrições de exportação do Brasil. Enquanto isso, os preços do gado no Paraguai e no Uruguai começaram a subir, sinalizando uma potencial pressão sobre as margens nos próximos trimestres.

Direcionadores: (i) aumento dos preços de exportação de carne bovina em dólares; (ii) preços relativos de gado por bezerro favoráveis no Brasil; (iii) aumento da demanda por carne bovina no país; e (iv) menores taxas de juros no Brasil.

Riscos: (i) recuperação dos preços do gado no Brasil; (ii) potenciais sanções sanitárias contra suas principais unidades operacionais; (iii) real mais fraco; e (iv) interrupção do processo de desalavancagem.



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.
- / Acreditamos que a Orizon oferece: (i) oportunidades atraentes de crescimento orgânico e inorgânico, com capacidade de aumentar o *market share* e adicionar novas linhas de receita; (ii) potencial de crescimento de margem, à medida que a empresa expande suas operações de biogás, biometano, créditos de carbono e usina de triagem mecanizada (UTM); (iii) geração sólida de fluxo de caixa, com um rendimento de FCFE de 9,8% em 2026-28E; e (iv) um *valuation* atraente (TIR real de 13,2%). Estamos otimistas com o potencial de crescimento da empresa, pois seu negócio principal, o descarte final e o tratamento de resíduos, ainda é pouco penetrado por *players* privados (ou seja, não estatais) e uma proporção significativa de resíduos ainda vai para lixões. Esperamos que, por meio de sua estratégia de monetização de aterros, a Orizon se torne líder no desenvolvimento de serviços sustentáveis. Por fim, observamos que altas barreiras de entrada e amplo conhecimento do setor são essenciais para reduzir a concorrência.
- / O foco da Orizon nos próximos meses será entregar projetos de biometano já contratados e fechar novos contratos de venda para se beneficiar dos altos preços atuais do biometano. Além disso, esperamos que a empresa continue o *ramp-up* dos aterros sanitários adquiridos recentemente e busque novas oportunidades inorgânicas para consolidar esse mercado. Outro passo importante neste ano será a entrega da certificação e venda de créditos de carbono, que são uma importante fonte de valor para a empresa, dada sua alta margem EBITDA (próxima a 95%), além da continuidade dos investimentos na planta de *Waste-to-Energy* (recuperação energética). Por fim, ressaltamos que a empresa realizou um *follow on* no último mês de maio (R\$ 635 milhões), o que permitirá a ela aplicar os recursos levantados em novos projetos com taxas de retorno atrativas.
- / 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) competição significativa para M&A; (v) menor crédito de gás e carbono; e (vi) mudança na regulamentação dos créditos de carbono.



Smart Fit (SMFT3)

- / Fundada em 2009 e presente em todos os estados do Brasil e também em outras cidades da América Latina, a Smart Fit é a maior operadora de academias de "alto valor e baixo custo" (HVLP) da região. A empresa opera em diferentes formatos e modelos de negócios com as marcas Smart Fit, Bio Ritmo, O2, Race Bootcamp, Jab House, Vydia Body & Mind, Tonus e Queima Diária.
- / Atualizamos recentemente o modelo de Smart Fit, elevando o nosso preço-alvo (2026E) para R\$ 32,00 (vs. R\$ 30,00 em 2025E), impulsionado por negócios da categoria "Outros". Nos últimos trimestres, observamos um aumento significativo na receita da categoria "Outros", diante da combinação de: **(i) Consolidação da Fitmaster:** a empresa consolidou a Fitmaster no 2T25, e ela contribuiu com R\$ 32 milhões adicionais em receitas no trimestre; **(ii) Aquisição da Velocity:** incluímos as receitas da Velocity em nossas estimativas. A operação reportou receita de R\$ 36 milhões nos 12 meses encerrados em abril de 2024; e **(iii) Maturação da Totalpass:** a unidade vem ganhando força no último ano, representando 13% do total de visitas e 8% da receita líquida das academias próprias da Smart Fit no Brasil em 2024. Apesar das tendências mais fracas no México, elevamos nossa estimativa de lucro líquido para 2026E em 9%, ~5% acima do consenso.
- / A Smart Fit continua sendo uma de nossas *top picks* no setor de Varejo, dado seu forte momento operacional e um índice PEG atraente de 0,6x, considerando a projeção de CAGR de Lucro por Ação (LPA) de ~30% para 2025-28.
- / A Smart Fit apresentou resultados sólidos no 3T25, com o Brasil e a região da América Latina mantendo o bom ritmo. As receitas ficaram praticamente em linha com o consenso, enquanto o EBITDA ficou 3% abaixo. A empresa manteve um forte crescimento de 28% a/a na receita, impulsionado pelo bom desempenho no Brasil e nas demais operações na América Latina, enquanto o México ainda apresentou números fracos. A margem bruta ficou cerca de 50 bps abaixo de nossas estimativas, refletindo a pressão da rentabilidade de outros negócios (exceto TotalPass), atribuída à sazonalidade.
- / Em março, a Smart Fit publicou seu *guidance* de inauguração de novas academias em 2025, que prevê a abertura líquida de 340 a 360 unidades, sendo aproximadamente 80% das adições composta por academias próprias. A projeção representa uma aceleração quando comparada as 305 unidades que foram adicionadas à rede em 2024, e uma taxa de crescimento anual da rede de academias entre 20% e 21%, mesmo patamar do ano anterior. Como referência, ao final do 4T24, a rede da Smart Fit era composta por 1.743 academias, sendo 1.407 próprias (81% do total).

Direcionadores: (i) ganhos contínuos de participação de mercado; (ii) aceleração da tendência de cuidados com a saúde; (iii) aumento do ritmo de abertura de lojas e franqueados; e (iv) crescimento sólido e rentável das operações internacionais.

Riscos: (i) manutenção de altos níveis de serviço em meio à rápida expansão; (ii) aumento da concorrência; (iii) aumento das taxas de *churn*; e (iv) expansão internacional e novos negócios.

/ 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 equívocas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

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

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

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

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

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

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

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

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

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