

OUTUBRO 2026

Carteira *Small Caps*

ALTERAÇÕES EM OUTUBRO/2026

/ Inclusão



/ Exclusão



/ Ajuste de peso



/ Ações Mantidas



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 Outubro

EMPRESA	SETOR	CÓDIGO	PERCENTUAL RECOMENDADO	PREÇO¹	PREÇO-ALVO 2027E	DIV. YIELD 2027E
 Alupar	Energia & Saneamento	ALUP11	10%	R\$ 32,25	R\$ 46,08	5,12%
 Banco Mercantil	Instituições Financeiras	BMEB4	7%	R\$ 58,80	R\$ 125,00	8,45%
 C&A Modas	Varejo	CEAB3	8%	R\$ 9,90	R\$ 17,00*	8,33%
 Direcional Engenharia	Construção Civil	DIRR3	9%	R\$ 10,00	R\$ 21,00	9,57%
 Hypera	Saúde	HYPE3	9%	R\$ 24,32	R\$ 30,00	4,61%
 Iguatemi	Shopping Centers	IGTI11	10%	R\$ 26,83	R\$ 40,70*	4,61%
 Orizon	Energia & Saneamento	ORVR3	10%	R\$ 17,37	R\$ 21,99*	4,23%
 Sanepar	Energia & Saneamento	SAPR11	9%	R\$ 33,34	R\$ 50,88*	5,53%
 SmartFit	Varejo	SMFT3	9%	R\$ 17,14	R\$ 35,00	5,92%
 Totvs	Tecnologia	TOTS3	10%	R\$ 33,71	R\$ 61,00*	2,94%
 Trend ETF LBMA Ouro	ETF	GOLD11	9%	R\$ 22,39	N/A	N/A

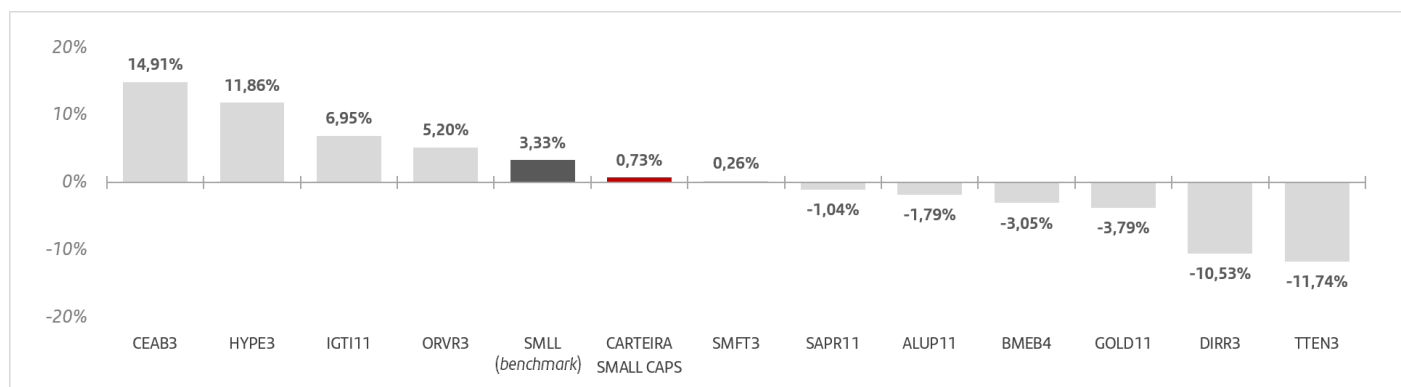
(1) Preço médio do dia 30/09/2026. Para fins de cálculo da rentabilidade da Carteira e do seu respectivo *benchmark*, ambos serão calculados através do preço médio das ações do primeiro dia útil após a publicação do relatório, e não pelo preço de fechamento do dia anterior. N/A: não aplicável. *Preços-alvo para 2026E. Fontes: Santander e Consenso Bloomberg (*dividend yield*).

/ Acompanhamento da Carteira

RENTABILIDADES			DESTAQUE DE SETEMBRO	
PERÍODO	CARTEIRA <i>SMALL CAPS</i>	SMLL (<i>benchmark</i>)	CEAB3	+14,91%
Setembro	+0,73%	+3,33%		
2026	-15,57%	-1,29%		
12 meses	-18,15%	+0,85%		
24 meses	+2,35%	+11,16%		
Desde o Início	+144,46%	+127,83%		
ESTATÍSTICAS			CLASSIFICAÇÃO DE RISCO¹	
Início da Carteira		01/07/2016	Beta	0,87
Meses com performance superior ao <i>benchmark</i> (SMLL)		64 de 123 (52,0%)		

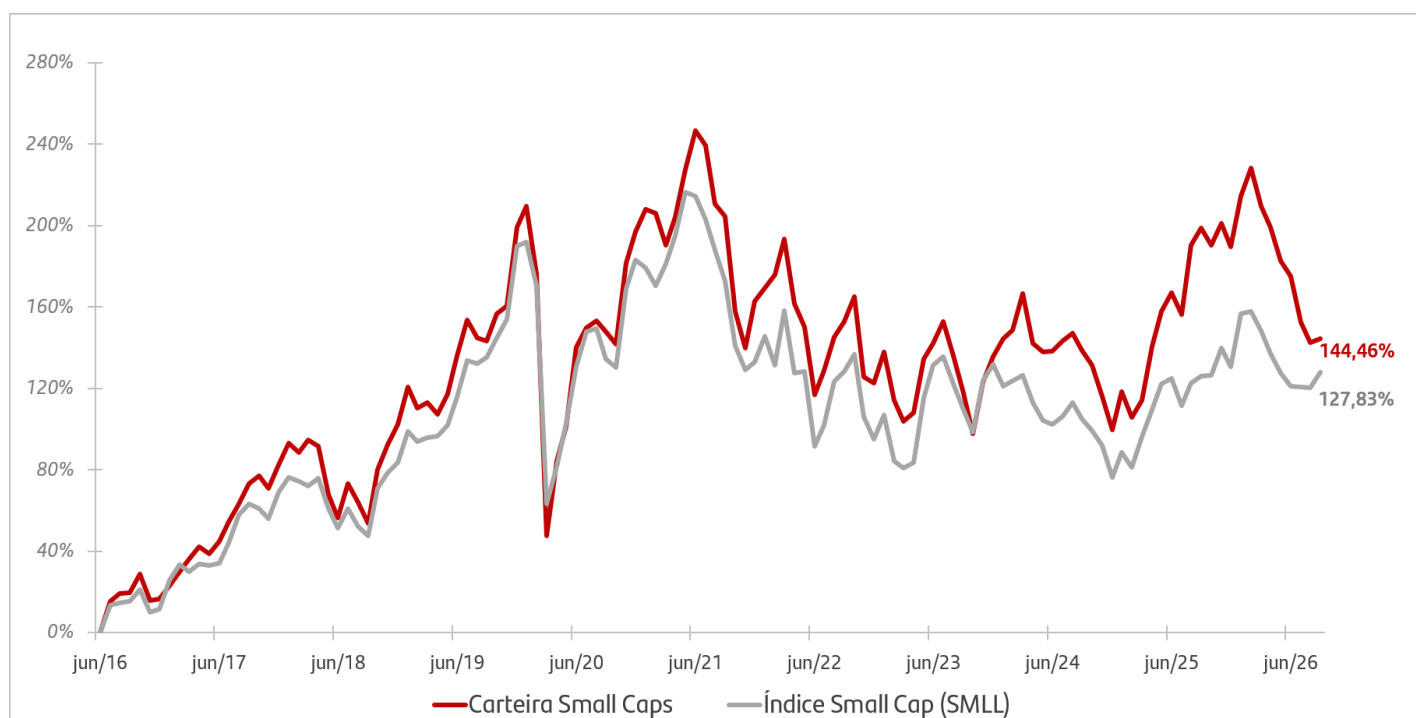
(1) Referente aos últimos 12 meses. Glossário na penúltima página deste relatório. Fonte: Santander.

/ Desempenho das Ações da Carteira em Setembro vs. *Benchmark*



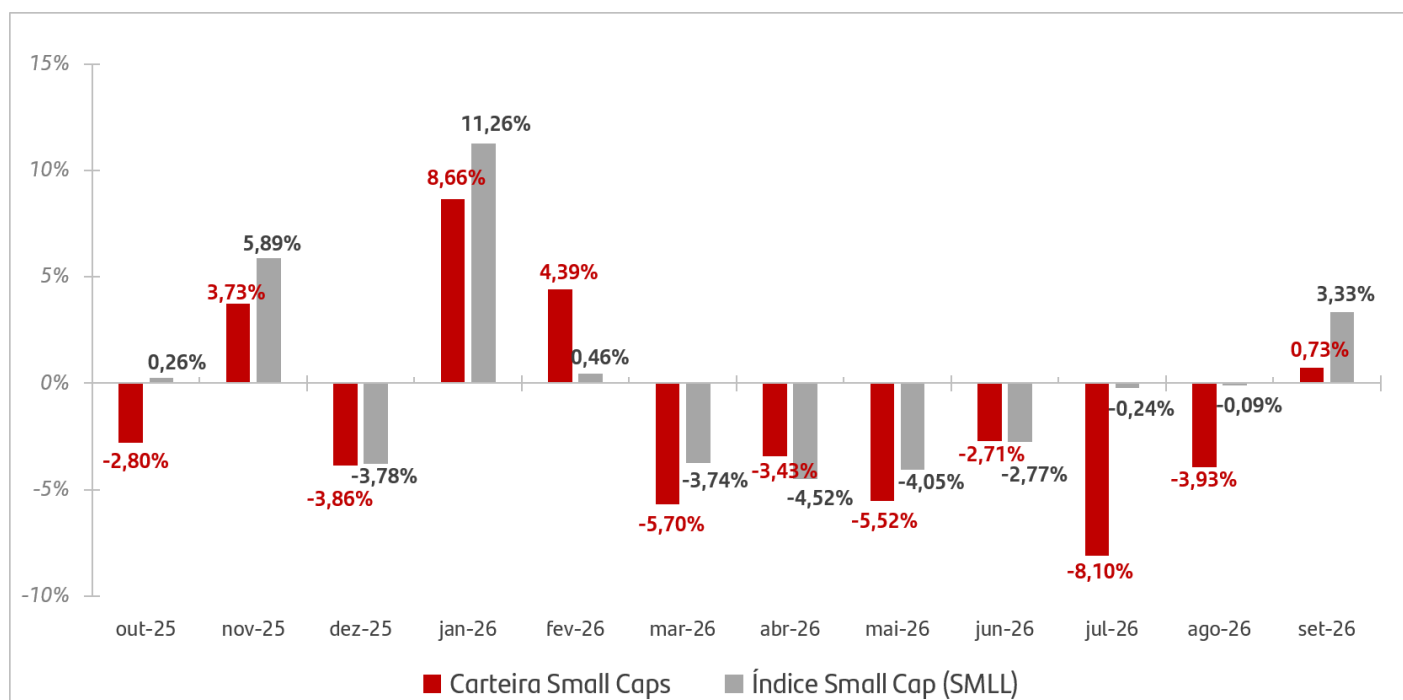
Fonte: Santander.

/ Desempenho Acumulado



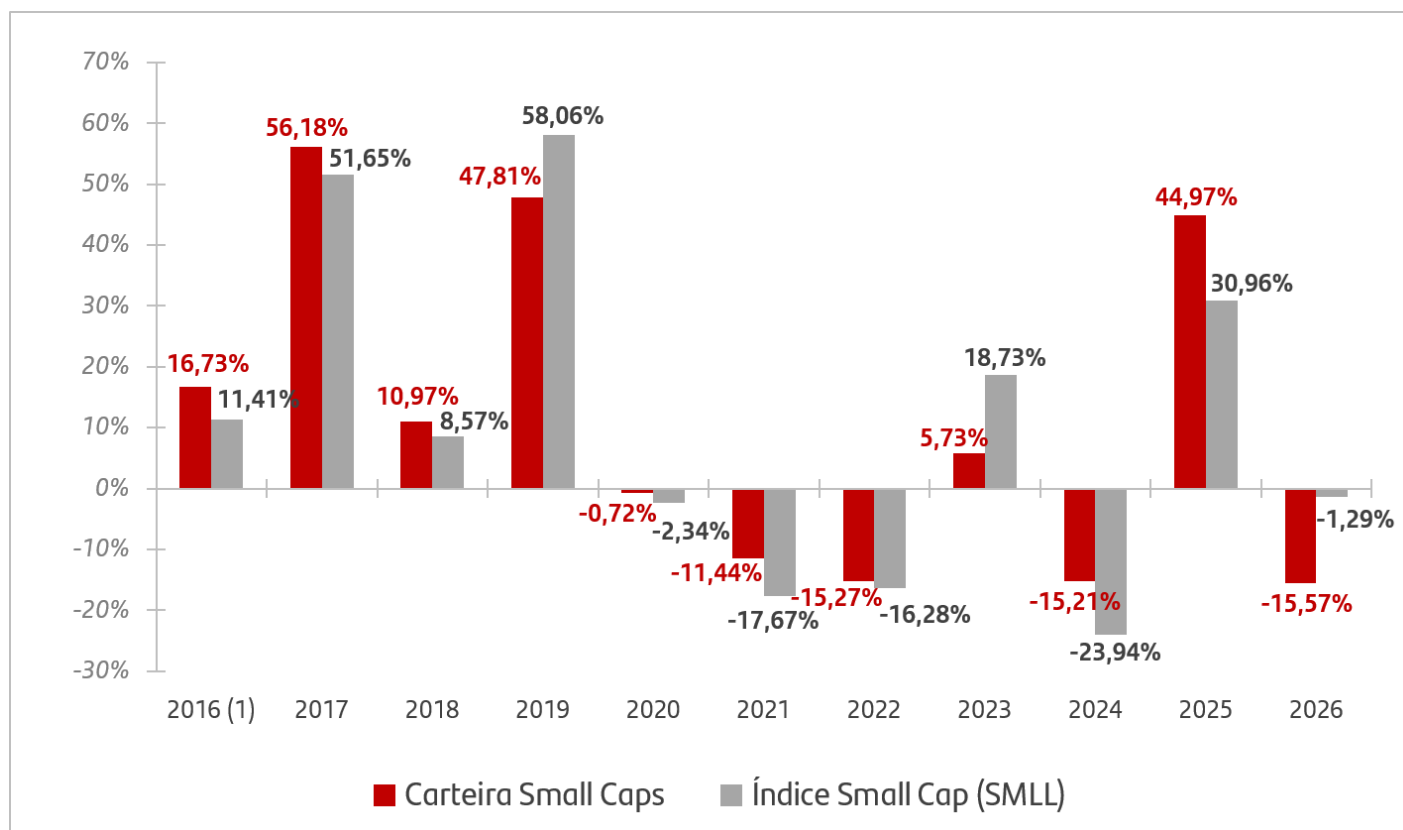
Performance acumulada desde o lançamento da Carteira Small Caps em 01/07/16 até 30/09/2026. Fonte: Santander.

/ 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.



/ O que mudou esse
mês?



Exclusão

3tentos (TTEN3)

- / Embora sigamos avaliando a 3tentos com visão construtiva no longo prazo – inclusive com recomendação oficial de “Compra” –, acreditamos que a entrega de um resultado mais fraco no 2T26 (EBITDA ajustado de R\$ 76 milhões, 28% abaixo das nossas estimativas, além de um prejuízo líquido – marcando o primeiro trimestre desde o IPO em que a companhia entregou um *bottom line* negativo), aliado a uma visibilidade limitada sobre a recuperação no 2º semestre, poderá conter o interesse dos investidores no curto prazo.

Inclusão

Totvs (TOTS3)

- / Fundada em 1983, a Totvs é uma das principais empresas de *software* no Brasil, com mais de 50% de *market share* no Brasil e entre os 3 principais *players* na América Latina. A empresa atua principalmente no mercado local, mas possui clientes em mais de 40 países, com presença nos principais centros de negócios. A companhia oferece um portfólio abrangente de serviços, com soluções de (i) Gestão, entre elas ERP, RH, Verticais e Plataformas de Inovação; (ii) *Techfin*, com ofertas de crédito, pagamentos e serviços; e (iii) *Business Performance* (BP), incluindo CRM, *Analytics* e E-commerce.
- / Apesar de um cenário macro mais desafiador, acreditamos que a Totvs oferece aos investidores uma boa combinação de: (i) exposição ao mercado de *software* no Brasil, que tem crescido consistentemente acima do PIB nominal nas últimas décadas e provou ser um negócio resiliente; (ii) proteção contra inflação, pois os contratos são reajustados automaticamente; (iii) exposição a novos mercados, como *Business Performance*, que ainda é pouco penetrado no Brasil; (iv) alavancagem operacional; e (v) potencial criação de valor com fusões e aquisições.
- / A Totvs confirmou nossas expectativas de resultados fortes no 2T26, marcados pela continuidade de tendências saudáveis de rentabilidade e adição líquida de receita recorrente (ARR), sem sinais de desaceleração em meio a um cenário de incerteza relacionado ao risco de disrupção provocado pela IA para empresas de *software*. A receita líquida consolidada totalizou R\$ 1,9 bilhão (+13% a/a), enquanto o EBITDA consolidado foi de R\$ 487 milhões (+23% a/a), superando nossas estimativas em 2%. O principal responsável por essa surpresa positiva foi a Linx, que já atingiu margem EBITDA de 20%, acima das expectativas do mercado de aproximadamente 17%-18%. Por fim, o lucro líquido ajustado de R\$ 241 milhões cresceu 6% a/a, superando as estimativas do mercado em 12%, principalmente em função de uma alíquota efetiva de imposto melhor do que o esperado.
- / Apesar da recente recuperação de TOTS3 (+28% desde as mínimas de julho), acreditamos que o menor temor dos investidores sobre a disrupção da IA para empresas globais de *software* pode sustentar uma janela adicional de valorização de Totvs, principalmente frente a um *valuation* ainda descontado de ~15x P/L 2027E.

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

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

/ Ações mantidas na
Carteira *Small Caps*





Alupar (ALUP11)

- / O setor de energia elétrica é historicamente um dos mais defensivos dentro da B3 e, indo além, dentre as três categorias que compõe o setor (Geração, Transmissão e Distribuição – GTD), a Transmissão é a mais defensiva de todas. Nesse sentido, relembramos que a Alupar possui a concessão de 30 sistemas de transmissão, totalizando 7.929 km de linhas, por meio de concessões com prazo de 30 anos, localizados no Brasil, Peru, Chile e uma vitalícia na Colômbia.
- / Em nossa opinião, a Alupar continua sendo a ação do segmento de transmissão mais interessante em nossa cobertura. Apesar da acirrada competição em leilões de transmissão no Brasil, que limita os retornos dos projetos, destacamos os movimentos da empresa para se expandir em outros países da América Latina e acreditamos que ela será capaz de replicar seu histórico comprovado de alocação de capital na região andina. Além disso, a natureza estável e não cíclica do perfil de negócios da empresa (aprox. 87% do EBITDA em 2025 veio do segmento de transmissão), proteção contra inflação e um *valuation* razoável (TIR real de 12,0%) configuram a ação como uma opção defensiva para o portfólio.
- / Também destacamos a resolução da disputa relacionada à Transmissão Norte Energia (TNE) e o início de sua operação comercial, fatores que, em nossa avaliação, reduzem de forma relevante o risco da tese de investimento da Alupar. Ademais, vemos uma opcionalidade positiva a partir das discussões em curso na ANEEL sobre indenizações, com conclusão prevista para este ano, uma vez que nosso modelo atualmente não considera qualquer compensação por concessões encerradas.
- / No segmento de transmissão, estimamos um crescimento do EBITDA de 10,9% em 2026, decorrente principalmente de: (i) inflação favorecendo o crescimento da Receita Anual Permitida (ARR); e (ii) o início pleno da operação dos projetos TCN e Maravilla. Em geração, seguimos projetando elevados níveis de *curtailment* e volatilidade de preços. Em função de sua capacidade não contratada, acreditamos que a Alupar pode compensar parcialmente esses efeitos negativos e estimamos um crescimento de 30% do EBITDA da geração em 2026.
- / A Alupar apresentou resultados do 2T26 em linha com o esperado, com EBITDA regulatório ajustado de R\$ 730 milhões, +7,3% a/a. O lucro bruto veio 2,4% acima da nossa estimativa e avançou 9,4% a/a. Não observamos surpresas nos números de transmissão nem de geração. Do lado negativo, os custos gerenciáveis ficaram 34,8% acima da nossa estimativa e também aumentaram 33,5% a/a, explicado principalmente por maiores despesas com pessoal e administração. Por fim, notamos que a companhia encerrou o trimestre com Dívida Líquida/EBITDA de 2,6x (vs. 2,9x no 1T26).

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

Riscos: (i) intensa competição por novos ativos, potencialmente levando a baixos retornos; (ii) exposição aos preços de energia de longo prazo e déficit hidrelétrico no *business* de geração; (iii) interferência política na região andina; (iv) exposição à moeda estrangeira; e (v) atrasos na construção de novos projetos.



Banco Mercantil (BMEB4)

- / O Mercantil é um banco de varejo brasileiro focado no público com 50 anos ou mais, com um modelo de negócios centrado na oferta de crédito consignado para beneficiários do INSS. A instituição combina uma rede física, necessária para o processo de aquisição de clientes, com canais digitais que vêm ganhando relevância tanto na originação de negócios quanto no engajamento dos clientes. Sua carteira é composta predominantemente por operações de crédito com garantia, como empréstimos consignados e crédito com garantia do FGTS, complementadas por uma exposição seletiva a empréstimos pessoais e por negócios de receitas recorrentes baseadas em tarifas, como seguros e serviços de *marketplace*.
- / Recentemente, nossos analistas iniciaram a cobertura do Banco Mercantil com recomendação de "Compra" e preço-alvo (2027E) de R\$ 125,00, o que implica um potencial de valorização de 115%. Embora a ação tenha avançado 141% em 2025 (vs. +34% do Ibovespa), acreditamos que o mercado ainda não precifica integralmente o potencial de geração de resultados da ampla base de clientes do Mercantil. Em nossa visão, o aumento da penetração de produtos, a maior monetização das receitas com tarifas e a capacidade do banco de sustentar níveis elevados de rentabilidade – mesmo absorvendo maiores provisões em produtos de crédito de maior risco – continuarão impulsionando o crescimento dos lucros. Dessa forma, mantemos uma visão positiva para a ação, apesar do forte desempenho acumulado nos últimos períodos.
- / O Banco Mercantil reportou lucro líquido recorrente de R\$ 275 milhões (+13% a/a e +1% t/t) no 2T26, 3% abaixo da nossa estimativa. O lucro antes dos impostos (EBT) veio 9% abaixo da nossa projeção, refletindo maiores despesas administrativas e tributárias, que mais do que compensaram o aumento da margem financeira. Além disso, o banco registrou crescimento da carteira de crédito de 30% a/a, mas abaixo da nossa estimativa, uma vez que a originação de crédito consignado apresentou desafios maiores do que esperávamos.

Direcionadores: (i) aumento da monetização da base de clientes; (ii) exposição a uma base de clientes (50+) considerada mais resiliente, especialmente por geração de receitas mais previsível; (iii) crescimento do programa de assinatura "Meu+".

Riscos: (i) mudanças regulatórias no crédito consignado; (ii) risco de execução na expansão dos canais digitais e no desenvolvimento de produtos voltados a clientes fora da base do INSS; (iii) pressão sobre o custo de captação, à medida que o crescimento do balanço possa exigir maior utilização de recursos captados no mercado a custos mais elevados; e (iv) potenciais impactos decorrentes de uma deterioração do cenário macroeconômico.



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 novo projeto *Full Power*. 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 60-80 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 2T26 sólido, com a receita de varejo amplamente em linha com as expectativas (as Vendas Mesmas Lojas cresceram 4,1% a/a), registrando leve aceleração do crescimento acumulado de 2 anos em vestuário (+23,9%, ante +22,5% no 1T26). A margem bruta ficou acima do esperado (+176 bps a/a, para 58,1%), apesar de uma margem EBITDA levemente abaixo (queda de 61 bps a/a, para 14,7%, cerca de 30 bps abaixo das nossas estimativas). A geração de caixa veio abaixo do esperado devido a uma pressão temporária de capital de giro. Ainda assim, acreditamos que o trimestre evidenciou a continuidade da disciplina de custos, com a administração mantendo um controle rigoroso das despesas apesar dos investimentos em curso.
- / 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 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 ~5x P/L 2027E 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 à frente, 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, apresentando o preço-alvo (2027E) de R\$ 21,00 (vs. R\$ 22,00 em 2026E) e reiterando a recomendação de “Compra” – inclusive como uma de nossas preferências do setor de Construção Civil. Apesar de termos reduzido nossas estimativas de lucro líquido em 9% e 17% para 2026E e 2027E, respectivamente, seguimos com uma visão construtiva para a Direcional e ressaltamos o patamar atrativo de *valuation*: a ação negocia a um P/L de 4,7x para 2027E, apesar do sólido CAGR de 17% do LPA entre 2025 e 2028E e dos *dividend yields* de 8% para 2026E e 12% para 2027E.
- / A Direcional reportou resultados razoáveis no 2T26, em grande parte em linha com nossas estimativas, embora o lucro líquido tenha ficado 4% abaixo da nossa projeção, refletindo despesas com juros e gastos comerciais acima do esperado. Ainda assim, vale destacar alguns pontos positivos: (i) uma margem de *backlog* ainda saudável de 43,9%, uma das mais elevadas entre seus pares, apesar da retração de 40 bps t/t; (ii) geração operacional de caixa de R\$ 80 milhões, resultando em uma redução de 6 p.p. do indicador Dívida Líquida/Patrimônio Líquido para 18% no trimestre (excluindo cessão de crédito); e (iii) os recebimentos de caixa em julho atingiram um novo recorde de R\$ 397 milhões, ficando 30,6% acima do recorde anterior registrado em junho e 52,7% acima da média mensal do 1S26, reforçando a percepção de continuidade da melhora na geração de caixa da companhia.
- / No dia 24 de março, o Conselho Curador do FGTS aprovou diversas mudanças importantes no âmbito do programa MCMV, entre elas o aumento do limite de renda em todas as faixas: (i) 12,3% na Faixa 1, para R\$3.200 de renda familiar mensal; (ii) 6,4% na Faixa 2, para R\$5.000, agora alinhada ao novo limite de isenção do imposto de renda; (iii) 11,6% na Faixa 3, para R\$9.600; e (iv) 8,3% na Faixa 4, para R\$13.000. Além disso, os tetos de preço dos imóveis elegíveis ao programa também foram elevados para R\$400 mil (vs. R\$350 mil) na Faixa 3 e para R\$600 mil (vs. R\$500 mil) na Faixa 4. Embora já aguardadas pelos investidores, vemos as mudanças como positivas para as construtoras de baixa renda, como a Direcional, já que melhoram a acessibilidade e expandem o mercado endereçável do programa MCMV.

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 17%, 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.



Hypera (HYPE3)

- / A Hypera começou como uma empresa de varejo mais diversificada, atuando em diferentes negócios, incluindo produtos de beleza, preservativos e fraldas. Em 2015, a empresa começou a vender muitas de suas unidades, incluindo a unidade de beleza (vendida para a Coty) e as unidades de preservativos e fraldas, que foram vendidas no final de 2016 para Reckitt Benckiser e Grupo Ontex, respectivamente. Depois disso, a Hypera tornou-se uma empresa farmacêutica pura e consolidou-se como uma das maiores empresas de saúde do Brasil. Atualmente, a empresa fabrica e comercializa uma gama diversificada de produtos farmacêuticos, bem como adoçantes.
- / Em nossa visão, a Hypera é uma boa opção para atravessar o ano volátil de 2026, devido à resiliência do mercado farmacêutico tanto em um cenário macroeconômico favorável quanto em um cenário adverso. Estamos confiantes nos principais objetivos da companhia à frente, incluindo a sustentabilidade das vendas ao consumidor (*sell-out*) e das margens, além de uma menor necessidade de investimento em capital de giro. Dito isso, acreditamos que o momento dos resultados pode continuar positivo daqui para frente, impulsionado por: (i) um resultado operacional normalizado, após a conclusão da otimização do capital de giro; e (ii) melhora das margens.
- / Recentemente, nossos analistas atualizaram o modelo da Hypera, incorporando o potencial do Semavy (GLP-1 da companhia). Elevamos a nossa projeção de receita líquida em 5% a partir de 2027 e a nossa projeção de lucro líquido em 1% nos próximos 3 anos. Em termos de *valuation*, vemos HYPE3 negociando a um P/L atraente de apenas 7,4x P/L 2027E e oferecendo um rendimento de FCL de dois dígitos, patamar que consideramos pouco exigente para uma companhia que, em nossa avaliação, é capaz de entregar um CAGR de aprox. 13% no LPA entre 2026 e 2031.
- / A Hypera apresentou geração de caixa acima do esperado no 2T26, totalizando R\$ 638 milhões, e a dívida líquida recuou 6% t/t, para R\$ 5,9 bilhões. Além disso, a companhia apresentou uma melhora do capital de giro acima das nossas expectativas, com investimento em capital de giro equivalente a 28% da receita, ante nossa estimativa de 30%. O *sell-out* cresceu 7,6% a/a e do lado das margens, a melhora sequencial permaneceu em linha com nossas expectativas. Por fim, o lucro líquido ficou 4% e 8% acima das nossas estimativas e do consenso, respectivamente.

Direcionadores: (i) lançamento de novos produtos; (ii) expansão no mercado institucional; e (iii) potenciais operações de fusões e aquisições (M&A).

Riscos: (i) depreciação do real (cerca de 40% dos custos da Hypera são denominados em dólares, e o *capex* também é impactado pela moeda norte-americana); (ii) riscos relacionados aos benefícios fiscais; (iii) problemas em lançamentos e comercialização de novos produtos; e (iv) dificuldade em manter um crescimento saudável do *sell-out*.



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 17 *shoppings*, prestando também serviços de planejamento, administração e comercialização, totalizando 789 mil m² de ABL total (2T26).
- / 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 8,4x vs. média histórica de 14,2x; 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.
- / Recentemente, nossos analistas atualizaram o modelo de Iguatemi, apresentando o preço-alvo (2026E) de R\$ 40,70 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 reportou um 2T26 em linha com as nossas estimativas. Do lado operacional, destacamos: (i) crescimento real do Aluguel Mesmas Lojas (SSR) de 1,8%; (ii) taxa de inadimplência líquida saudável de 0,1%, uma queda de 20 bps a/a e 100 bps abaixo da média histórica dos segundos trimestres, beneficiada por recuperações de créditos de períodos anteriores; e (iii) taxa de ocupação de 96,9%, alta de 50 bps a/a. Por outro lado, observamos que as Vendas Mesmas Lojas (SSS) cresceram apenas 1,7%, nível considerado fraco, impactadas negativamente pela Copa do Mundo e pelo efeito de calendário da Páscoa. O EBITDA ajustado alcançou R\$ 290,6 milhões (+10,8% a/a) e o AFFO atingiu R\$ 170,9 milhões (+21,0% a/a), em linha com a nossa estimativa.
- / Em dezembro de 2025, a companhia anunciou, 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; (ii) demonstra disciplina da empresa em manter um nível de alavancagem controlado, 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.

Direcionadores: (i) forte momento de lucros associado a taxas de ocupação mais altas e remoção dos descontos de alugueis; (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% 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.



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. Além da aquisição da Vital, 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 incorporação da Vital foi consumada em junho, por meio de pagamento em ações, cuja 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 registrou EBITDA de R\$ 128 milhões no 2T26, 3,1% acima da nossa estimativa, impulsionado por ganhos reais nas tarifas de recebimento de resíduos (*gate fees*) e por vendas recorrentes de créditos de carbono. O SG&A ajustado também veio melhor do que o esperado, mas aumentou 28,9% a/a, pressionado por R\$ 16 milhões em incentivos de curto prazo à administração. Destacamos também que a margem bruta apresentou forte compressão devido ao repasse de energia de Barueri e ao *ramp-up* das plantas de biometano.
- / No dia 18 de março, o governo brasileiro concluiu um importante leilão de reserva de capacidade energética (LRCAP), no qual diversas empresas sob nossa cobertura asseguraram projetos. A Orizon também garantiu contratos importantes para três projetos: calculamos uma adição de valor (VPL) de R\$ 43 milhões à empresa (ou R\$ 0,39/ação). Após o resultado do leilão, projetamos que as ações da Orizon negociem a uma TIR real de 12,4%, nível ainda atrativo, em nossa opinião.

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.

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 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 14,7%) 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 – tema discutido no *bullet* 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. 114% em relação ao patamar atual).
- / No dia 23 de junho, a Sanepar divulgou um Fato Relevante informando que o Conselho Diretor da AGEPAR confirmou a decisão de que a totalidade dos recursos líquidos do precatório em disputa (aprox. R\$ 3,94 bilhões) deverá ser integralmente repassada aos consumidores finais, sem qualquer retenção de valor pela companhia, mantendo o entendimento da Nota Técnica. Apesar de avaliarmos a não apropriação do precatório como negativo para a tese de investimento da companhia, notamos que esse já era o cenário-base da maioria dos investidores.
- / A Sanepar reportou EBITDA ajustado de R\$ 773 milhões (+9,6% a/a) no 2T26, 3,1% acima da nossa estimativa. Destacamos: (i) volume total faturado de água e esgoto aumentou 5,3% a/a e a tarifa média implícita atingiu R\$7,00/m³, alta de 5,9% a/a; (ii) custos gerenciáveis ajustados ficaram 4,2% abaixo da nossa estimativa, atingindo R\$ 846 milhões (+9,6% a/a). Por fim, a companhia reportou um prejuízo líquido de R\$505 milhões, refletindo principalmente a provisão regulatória de R\$ 953 milhões e seus efeitos relacionados, e encerrou o 2T26 com uma dívida líquida de R\$2,6 bilhões, equivalente a um índice Dívida Líquida/EBITDA de 1,0x.

Direcionadores: (i) eficiência operacional; (ii) universalização do tratamento de esgoto; (iii) regularidade na distribuição de dividendos; 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).



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 marcas como Smart Fit, Bio Ritmo, O2, Race Bootcamp, Jab House, Vidya Studio, Velocity e Kore, entre outras.
- / Em nossa visão, a Smart Fit está bem posicionada para: (i) capturar uma grande oportunidade de crescimento impulsionada pelo mercado de *wellness*; (ii) aproveitar sua escala como uma vantagem competitiva relevante; e (iii) impulsionar a resiliência dos resultados por meio de maior diversificação internacional. É importante ressaltar que os negócios da categoria “Outros”, especialmente o TotalPass, continuam se tornando um vetor de valor cada vez mais relevante, adicionando uma nova camada de crescimento e lucratividade além das alavancas tradicionais de academias. Segundo as nossas estimativas, o TotalPass deverá representar 17% da base de membros da companhia em 2026.
- / Para 2026, projetamos lucro líquido de R\$ 929 milhões (+25% a/a), enquanto prevemos R\$ 1,25 bilhão (+35% a/a) para 2027. Também ressaltamos projeção de um CAGR de Lucro por Ação (LPA) de ~31% para 2025-28E.
- / A Smart Fit apresentou um forte desempenho no 2T26. Os destaques foram a margem bruta de 51,9% (+103 bps a/a) e o EBITDA de R\$ 712 milhões (+24% a/a), superando tanto nossa estimativa quanto o consenso. O crescimento da receita permaneceu forte, sustentado pela expansão e pela continuidade do bom momento do TotalPass. A Smart Fit encerrou o 2T26 com 2.170 academias (+19% a/a; +3% t/t), enquanto a administração reiterou seu *guidance* de 330-350 aberturas para 2026. A receita líquida aumentou 22% a/a, para R\$ 2,18 bilhões, 0,5% abaixo das nossas estimativas. O número ligeiramente abaixo do esperado ficou concentrado em Outros Países, enquanto Brasil e México apresentaram desempenho praticamente em linha com as expectativas. Destacamos que o segmento de “Outros Negócios”, que inclui o TotalPass, cresceu 47% a/a e 19% t/t, aumentando ainda mais sua relevância no mix de receitas do grupo.

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 franquizados; (iv) expansão do TotalPass; e (v) crescimento 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.



Trend ETF LBMA Ouro (GOLD11)

- / O GOLD11 é o ETF da XP que busca replicar a movimentação, em reais, do ouro no mercado internacional. Por ser escasso, o metal tende a manter o poder de compra e costuma se beneficiar em momentos de forte aversão ao risco.
- / O ouro é considerado um ativo de refúgio, sendo, por vezes, uma forma de diversificar a carteira de investimentos, especialmente em momentos de incerteza econômica, inflação ou volatilidade do mercado.
- / Do ponto de vista de reserva de valor, seguimos acreditando que a manutenção de uma parcela do patrimônio alocada em ouro pode ser uma estratégia adequada para os investidores. Nesse sentido, destacamos três fatores que devem contribuir para manter a demanda pelo metal resiliente: (i) o movimento de formação e ampliação das reservas de ouro por diversos bancos centrais ao redor do mundo, reduzindo, em alguma medida, a dependência dos *Treasuries* americanos; (ii) a maior recorrência de riscos geopolíticos, como as tensões entre Irã e EUA e o conflito entre Rússia e Ucrânia, que tende a sustentar a busca por ativos de proteção; e (iii) a recente percepção de maior risco em torno da independência do Federal Reserve, o que pode contribuir para o enfraquecimento do dólar em âmbito global e, conseqüentemente, favorecer uma maior procura por ouro em detrimento dos *Treasuries*.
- / Como o ativo de referência do GOLD11 é denominado em dólares, a cotação do ETF em reais (R\$) incorpora não apenas a variação do preço do ouro, mas também as oscilações da moeda norte-americana frente ao real.

Direcionadores: (i) formação/aumento de reservas de ouro por Bancos Centrais pelo mundo; (ii) aumento de tensões geopolíticas; (iii) enfraquecimento do dólar a nível global (*debasement*).

Riscos: (i) volatilidade do preço do metal; (ii) apreciação do dólar a nível global; (iii) aumento das taxas de juros dos títulos públicos norte-americanos, favorecendo a rotação para ativos financeiros (com remuneração) em detrimento de ativos reais (sem remuneração fixa).

/ 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.