

BANCOS

América Latina exceto Brasil

Início de cobertura dos bancos mais líquidos; preferência por BAP e GFNORTE

Estamos ampliando nossa cobertura regional para incluir alguns dos bancos mais líquidos da América Latina, selecionando um nome tradicional em cada um dos cinco maiores mercados (exceto Brasil): Argentina – Banco Galicia (GGAL); Chile – Banco de Chile (BCH); Colômbia – Grupo Cibest (CIB); México – Banorte (GFNORTE) e Peru – Credicorp (BAP).

Iniciamos GFNORTE e BAP com Compra, visto que México e Peru oferecem as perspectivas mais atraentes. O México apresenta o maior risco de disruptão, o que deve ocorrer posteriormente, sem impactar o dinamismo de lucros e a avaliação do Banorte, principalmente se o resultado do Acordo EUA-México-Canadá (USMCA) 2.0 for positivo. Credicorp se beneficia da estabilidade econômica e cambial peruana vs. pares, da possível menor volatilidade nas próximas eleições presidenciais e de um perfil demográfico não tão favorável para novos entrantes. Yape, seu braço fintech, é um diferencial para a tese, corroborando uma reprecificação nos próximos anos, conforme detalhado neste relatório.

Iniciamos o BCH no Chile e o CIB na Colômbia com recomendações Neutras.

O retorno sobre o patrimônio líquido do Banco de Chile aumentou devido à inflação mais alta, o que pode preceder uma perspectiva de baixo crescimento do LPA em 2026, à medida que esse efeito se atenuar. Um eventual avanço nas reformas estruturais no Chile poderá favorecer a tese. As ações do CIB subiram 61% no acumulado do ano, refletindo a nova estrutura corporativa e a melhora do ciclo de crédito. Ainda assim, os riscos políticos aumentaram e preferimos manter uma postura neutra, condicionada à maior visibilidade.

Para a Argentina, iniciamos GGAL com Venda, visto que o período de luta de mel do governo Milei deu lugar a um cenário macro e político mais incerto para as próximas eleições. Em julho, o banco central (BCRA) percebeu a necessidade de drenar liquidez e aumentou os depósitos compulsórios para evitar maiores riscos cambiais, o que deve impactar os rendimentos de crédito e a qualidade dos ativos do GGAL, prejudicando o dinamismo dos lucros. Por fim, consideramos a Argentina um mercado com alta probabilidade de intensificação da atividade de fintechs no futuro.

Bancos latino-americanos são por vezes considerados referências globais, pois navegam em ambientes voláteis, expostos a diversos perfis geográficos e socioeconômicos em cada país. O cenário é moldado por mudanças constantes, com oscilações cambiais relevantes, ciclos de crescimento divergentes e confiança volátil. Em nossa opinião, isso cria uma região onde forças conjunturais frequentemente ditam o tom, o que torna essencial não só manter um balanço sólido e controles de risco eficientes para manter a resiliência e prever ciclos, mas também capacidades analíticas avançadas para atender cada cliente adequadamente.

Além do câmbio, dos ciclos de crédito e do cenário macroeconômico, riscos também residem no acirramento da concorrência. Além dos riscos já mencionados, a América Latina tem sido um forte polo de atividade de fintechs, o que intensificou a concorrência. Alguns mercados oferecem características demográficas altamente favoráveis à escalabilidade e aos retornos – como o Brasil apresentou para a ascensão do Nubank – que atraem concorrentes globais, como a Revolut, e incentivam grandes players regionais, como o Mercado Livre, a competir em serviços financeiros.

Neste relatório, desenvolvemos um painel para mapear e mostrar onde estão os principais riscos e oportunidades, classificando cada país em seis critérios: (i) ambiente político; (ii) riscos macro/cambiais; (iii) ciclo de crédito e qualidade dos ativos; (iv) risco de ruptura; (v) dinâmica dos lucros; e (vi) avaliação.

Daniel Vaz

+55 11 98887 8407
 daniel.vaz@safra.com.br

Maria Luísa Guedes

+55 83 99932 7879
 maria.guedes@safra.com.br

Rafael Nobre

+55 21 99922 2765
 rafael.nobre@safra.com.br

BAP

Recomendação	Compra
Preço-alvo em 12m	USD 340.0

BCH

Recomendação	Neutra
Preço-alvo em 12m	USD 36.0

CIB

Recomendação	Neutra
Preço-alvo em 12m	USD 62.0

GFNORTEO.MX

Recomendação	Compra
Preço-alvo em 12m	MXN 235.0

GGAL

Recomendação	Venda
Preço-alvo em 12m	USD 33.0

P/L	24A	25E	26E
BAP	13,3x	10,5x	9,6x
BCH	12,0x	12,0x	11,7x
CIB	7,8x	7,0x	6,6x
GFNORTEO	9,2x	8,4x	8,0x
GGAL	3,9x	8,9x	5,1x

P/VP	24A	25E	26E
BAP	2,13x	1,93x	1,79x
BCH	2,58x	2,36x	2,26x
CIB	1,12x	1,12x	1,04x
GFNORTEO	2,04x	1,81x	1,74x
GGAL	0,89x	0,88x	0,74x

Rend. de dividendos	24A	25E	26E
BAP	5,0%	4,3%	5,7%
BCH	5,6%	6,9%	6,6%
CIB	7,0%	11,9%	7,8%
GFNORTEO	7,1%	7,9%	8,3%
GGAL	11,6%	2,5%	3,4%

Índice

Tese de investimento	3
Visão geral da América Latina	9
Banorte	10
Credicorp	26
Banco de Chile	42
Grupo Cibest	56
Galicia	67
Apêndice: México	80
Apêndice: Peru	84
Apêndice: Chile	87
Apêndice: Colômbia	90
Apêndice: Argentina	94

Tese de investimento

Início de cobertura dos bancos mais líquidos; preferência por BAP e GFNORTE

1. Credicorp – Compra; preço-alvo de USD 340 (potencial de valorização de 29%) – dupla vantagem: dominância hoje, transformação amanhã

O Peru é nossa região preferida com base em: (i) tendências econômicas estáveis; (ii) baixo risco de disruptão; (iii) ciclo de crédito favorável com melhora na qualidade dos ativos; e (iv) forte impulso nos lucros com a retomada da exposição ao risco das carteiras de crédito.

No caso do Credicorp, nossa tese está fundamentada em sua plataforma bancária universal de ponta – BCP (banco múltiplo), Mibanco (microfinanças) e Pacífico/Prima (seguros/previdência) –, que gera crescimento composto dos lucros ao longo do ciclo, enquanto Yape adiciona um vetor de crescimento digital confiável e cada vez mais relevante. A avaliação e os catalisadores, em nossa opinião, favorecem uma melhora dos múltiplos de qualidade a preço razoável. Acreditamos que o mercado esteja subestimando tanto a durabilidade do retorno sobre o patrimônio líquido principal, que está acima de 15%, quanto a opcionalidade nas frentes de crédito para comerciantes/PMEs da Yape, potencialmente elevando o retorno sobre o patrimônio líquido para a faixa de 20%. À medida que os custos de financiamento se normalizarem e o mix melhorar, a resiliência dos lucros pode surpreender positivamente, reduzindo o risco em questões jurídicas e abrindo espaço para retornos incrementais de capital.

A Yape opera com cerca de 15 milhões de usuários ativos mensais e representa cerca de 6% da receita ajustada ao risco do Credicorp. A monetização está se expandindo para além do P2P (entre pares), abrangendo adquirência e crédito (consumidor e PMEs), com cerca de 541 mil novos tomadores de empréstimo desde 2020 e cerca de 3 milhões de clientes de crédito ativos atualmente – com a meta de alcançar cerca de 5 milhões até 2026. Os relacionamentos de crédito estão se mostrando uma poderosa alavanca de vendas cruzadas (elevando seu status como banco principal por meio de empréstimo consignado, cartões e poupança), com baixo custo marginal para a análise de crédito de usuários já cadastrados, o que contribui para uma economia unitária atrativa. Estimamos que essa frente possa contribuir com mais de PEN 700mi em 2026.

Projetamos lucro líquido de PEN 7,0bi (retorno sobre o patrimônio líquido de 19,7%) e PEN 7,6bi (retorno sobre o patrimônio líquido 19,8%) para 2025 e 2026, respectivamente. Nossos números estão 2% e 4% acima das estimativas de consenso, e as estimativas para 2025 estão na faixa superior da projeção anual. Tanto o crescimento da carteira de empréstimos quanto as margens líquidas de juros (NIMs) estão na faixa superior, impulsionados principalmente por um ciclo de crédito favorável e um aumento da exposição ao risco da carteira de crédito.

As ações do BAP são negociadas a um múltiplo P/L de 10,5x e 9,6x em 2025 e 2026, respectivamente, a um P/V de 1,93x em 2025, e vemos potencial de valorização de 29% em nosso modelo de desconto de dividendos (DDM), usando um retorno sobre o patrimônio líquido de longo prazo de 21%. Vemos múltiplos justos PA/L e PA/VP de 12,0x e 2,43x, respectivamente, com rendimento de dividendos de 5,3% em 2026.

Riscos para nossa tese. (i) Macro/comércio e commodities: o ciclo do Peru continua sensível a choques no comércio de cobre e na política comercial, que podem influenciar a demanda por crédito, taxas e provisionamento; (ii) política monetária e custos de captação: a trajetória do BCRP de dependência de dados pode afetar a precificação dos depósitos, os rendimentos dos ativos e a margem líquida de juros; (iii) concorrência/interoperabilidade: a interoperabilidade obrigatória de carteira (Yape/PLIN) comoditiza o P2P, elevando as exigências para a experiência do usuário, ferramentas comerciais e análise de crédito; (iv) ciclo de crédito (micro/PMEs): normalização mais rápida do que o esperado à medida que a escala da originação crescer perdas e provisões podem aumentar; e (v) câmbio/política: a volatilidade do sol peruano pode impactar a dinâmica da dolarização e os custos de risco.

2. Banorte – Compra; preço-alvo de MXN 235 (potencial de valorização de 30%) – dinamismo de curto prazo e objetivos ambiciosos de longo prazo

O México oferece: (i) um ambiente relativamente menos volátil, além de um relacionamento estreito com os EUA, o que pode representar uma oportunidade significativa no longo prazo; (ii) potencial para aumento da penetração do crédito e melhora nas taxas de inadimplência, à medida que as taxas de juros continuarem caindo; (iii) níveis de avaliação atrativos combinados com espaço para reprecificação.

O Banorte é historicamente conhecido por sua maior exposição a empréstimos governamentais e corporativos. Atualmente, o banco está aumentando estrategicamente sua presença no segmento de varejo, principalmente aumentando a participação na carteira de clientes em sua base atual. Com sua estratégia de hiperpersonalização – ancorada na segmentação de clientes impulsionada por IA e ofertas personalizadas –, o banco está focando em três grupos de clientes de alto valor, concentrados em segmentos de média e alta renda que apresentam forte adoção digital e comportamento de crédito favorável. Com o segmento de varejo criando oportunidades para produtos de

maior rendimento, essa estratégia deve ser favorável para a expansão da lucratividade. O banco atualmente possui capital suficiente para sustentar sua estratégia de crédito, mantendo níveis atrativos de pagamento de dividendos.

Projetamos lucro líquido de MXN 60,1bi (retorno sobre o patrimônio líquido de 22,8%) e MXN 63,7bi (retorno sobre o patrimônio líquido de 22,2%) em 2025 e 2026, respectivamente. Nossos números estão 2% e 1% acima das estimativas de consenso. Nossa projeção de lucro líquido para 2025 está entre os pontos baixo e médio da projeção, semelhante à estimativa de crescimento do crédito, enquanto as margens líquidas de juros estão abaixo da faixa mínima esperada devido ao impacto negativo do câmbio sobre a exposição ao dólar.

As ações do GFNORTEO estão sendo negociadas a um múltiplo P/L de 8,4x e 8,0x em 2025 e 2026, respectivamente, a um múltiplo P/VP de 1,81x em 2025, e vemos potencial de valorização de 30% em nosso modelo de desconto de dividendos, pressupondo um retorno sobre o patrimônio líquido de longo prazo de 21%. Vemos múltiplos PA/L e PA/VP justos de 9,8x e 2,27x, respectivamente, com rendimento de dividendos de 8,3% em 2026;

Riscos para nossa tese. (i) Impacto da relação comercial com os EUA sobre as perspectivas de crescimento do país (por exemplo, resultado desfavorável da revisão do USMCA ou tarifas mais altas); (ii) maior ameaça competitiva das fintechs; (iii) riscos de execução da estratégia do portfólio de varejo; e (iv) impostos mais altos.

3. Banco de Chile – Neutra; preço-alvo de USD 36 (potencial de valorização de 20%) – pouso suave da lucratividade; crescimento mais forte dependente de reformas estruturais

O Chile apresenta estabilidade macroeconômica e política positiva alinhada a um baixo risco de disruptão, mas observamos (i) a falta de gatilhos para manter o crescimento de longo prazo; e (iii) dinamismo desfavorável de lucros e níveis de avaliação mais elevados.

Historicamente, o Banco de Chile se beneficiou de um prêmio de avaliação em comparação com seus pares latino-americanos. Em nossa opinião, o banco ainda se destaca por seu posicionamento único, que sustenta os melhores índices de qualidade de ativos, baixos custos de captação e uma estrutura de despesas operacionais disciplinada. No entanto, a lucratividade pode passar por desaceleração gradual, aliada a uma conjuntura não tão favorável quanto a dos últimos anos. Em nossa opinião, a avaliação não parece atraente nesse cenário.

O banco possui exposição atrelada à inflação, que historicamente contribuiu para 10%-15% da margem líquida de juros. Devido à possível contração da inflação nos próximos meses, a margem líquida de juros do banco deve enfrentar dificuldades decorrentes dos ganhos inflacionários. Como a parcela da receita de juros, atrelada ao desempenho do crédito, também não traz uma perspectiva muito animadora para o crescimento da carteira de empréstimos, a receita deve permanecer fraca, prejudicando a alavancagem operacional. Combinando todas as variáveis envolvidas, projetamos estagnação na receita em 2026, com risco positivo dependente de uma aceleração do crédito, que parece pouco provável de ocorrer.

Projetamos lucro líquido de CLP 1,213bi (retorno sobre o patrimônio líquido de 21,2%) e CLP 1,245bi (retorno sobre o patrimônio líquido de 20,7%) para 2025 e 2026, respectivamente. Nossos números para 2025 estão em linha com o consenso e os de 2026 estão 1% abaixo. Nossa estimativa de retorno sobre o patrimônio líquido para 2025 está 20 p.b. acima da projeção da companhia, e a estimativa de crescimento do crédito está 70 p.b. acima da projeção mínima.

As ações do BCH estão sendo negociadas a um múltiplo P/L de 12,0x e 11,7x em 2025 e 2026, respectivamente, a um P/VP de 2,36x em 2025, e vemos potencial de valorização de 20% em nosso modelo de desconto de dividendos, pressupondo um retorno sobre o patrimônio líquido de longo prazo de 20%. Vemos múltiplos PA/L e PA/VP justos de 13,2x e 2,64x, respectivamente, com rendimento de dividendos de 6,6% em 2026;

Riscos para nossa tese. (i) Falta de reformas estruturais reduzindo o potencial de crescimento do país; (ii) desaceleração da demanda por crédito devido à saturação da; e (iii) informalidade no segmento de varejo.

4. Grupo Cibest – Neutra; preço-alvo de USD 62 (potencial de valorização de 19%) – melhora na flexibilidade de capital, assimetria limitada após alta de 65% no ano

Nossa posição neutra em relação à Colômbia decorre de uma combinação de vantagens e desvantagens na região. Do lado positivo, vemos: (i) um ciclo de crédito mais favorável; (ii) níveis de inflação controlados; e (iii) avaliação em linha com os níveis históricos. Por outro lado, pode haver (i) um cenário político potencialmente instável; (ii) um déficit fiscal considerável; e (iii) um potencial dinamismo negativo nos lucros, à medida que os cortes nas taxas de juros tendem a comprimirem as margens líquidas de juros.

O Grupo Cibest é amplamente conhecido por seu principal ativo, o Bancolombia. O grupo passou por uma reorganização estrutural, transformando-se em uma holding listada, o que aumentou significativamente a flexibilidade de capital e possibilitou recompras pela empresa controladora, dividendos extraordinários e investimentos seletivos sem atrito com a regulamentação bancária. A administração já sinalizou essa intenção e capacidade com o anúncio de uma recompra de ações de USD 300mi e um dividendo extraordinário de COP 624/ação pago em abril.

Após uma valorização de aproximadamente 65% no acumulado do ano, as ações já refletem uma perspectiva mais favorável para o ciclo de crédito à medida que a desinflação avança, o BanRep transita para cortes moderados nas taxas de juros e a demanda por empréstimos se estabiliza a partir de níveis moderados. Os bancos estão aumentando cautelosamente seus apetites por risco, o apetite do consumidor/empresas está melhorando e a formação de inadimplência já não está piorando no ritmo anterior. A iniciativa de criação da holding é estrategicamente positiva, mas não é um catalisador isolado para uma reprecificação na ausência de tração subjacente para o lucro. Em nossa opinião, a normalização dos lucros deve ser gradual, não linear. A margem financeira continua sendo o principal fator de oscilação, e deve comprimir nas primeiras etapas do ciclo de flexibilização. Projetamos um retorno sobre o patrimônio líquido sustentável de aproximadamente 15% no médio prazo, favorecido pela recuperação dos empréstimos ao consumidor/PMEs e taxas incrementais da Nequi e da Wompi (ainda muito pequenas para compensar). A disciplina de custos (digitalização, otimização das agências) ajuda, mas a alavancagem operacional deve permanecer modesta.

Projetamos lucro líquido de COP 6,9tri (retorno sobre o patrimônio líquido de 15%) e COP 7,3tri (retorno sobre o patrimônio líquido de 15,2%) para 2025 e 2026, respectivamente. Nossas projeções para 2025 estão em linha com o consenso e, para 2026, estão 3% acima da estimativa do consenso. As projeções para crescimento do crédito, custo do risco e índice de eficiência estão em linha com as projeções da companhia, mas são parcialmente compensadas pelas margens líquidas de juros na faixa inferior das estimativas.

As ações do CIB estão sendo negociadas a um múltiplo P/L de 7,0x e 6,6x em 2025 e 2026, respectivamente, a um P/VP de 1,12x em 2025, e vemos potencial de valorização de 20% em nosso modelo de desconto de dividendos, pressupondo um retorno sobre o patrimônio líquido de longo prazo de 16%. Vemos múltiplos PA/L e PA/VP justos de 8,0x e 1,32x, respectivamente, com rendimento de dividendos de 7,8% em 2026.

Riscos para nossa tese. (i) Cenário político e eleições em 2026 – risco elevado de notícias sobre reformas (previdenciária/trabalhista), postura fiscal e potenciais intervenções direcionadas ao setor financeiro; (ii) trajetória dos juros e da margem líquida de juros – cortes mais profundos/rápidos podem exacerbar a defasagem entre ativos e passivos; (iii) crescimento/demandade de crédito – demanda doméstica mais fraca ou cautela corporativa podem atrasar a recuperação do volume; e (iv) qualidade dos ativos – o crédito ao consumidor continua sendo o componente mais vulnerável e uma melhora mais lenta do que o esperado na inadimplência aumentaria o custo do risco.

5. Galicia – Venda; preço-alvo de USD 33 (potencial de valorização de 12%) – a mesma velha história? Equilíbrio risco-recompensa pouco atraente

Na Argentina, observamos que o período de lua de mel do governo Milei deu lugar a uma deterioração das tendências macroeconômicas e do ciclo de crédito, aliada à incerteza política em um cenário altamente dependente dos resultados das eleições para o Congresso em outubro. O partido do presidente Javier Milei perdeu as eleições legislativas de Buenos Aires por ampla margem e, embora isso não tenha impacto na política nacional, o resultado ressalta uma perspectiva indefinida para as eleições para o Congresso que ocorrerão em outubro. Por sua vez, isso pode minar a governabilidade do presidente e tornar mais difícil a implementação de medidas econômicas relevantes na segunda metade de seu mandato.

O Galicia ocupa uma posição única por ser o maior banco privado do país, com um mix diversificado de empréstimos e qualidade de ativos historicamente superior. A sustentabilidade dos resultados é difícil de prever, embora haja indícios de um retorno sobre o patrimônio líquido de médio a alto, pressupondo que não haja avanços significativos. Embora não consideremos esse cenário em nossas estimativas, acreditamos que essa discussão possa ser retomada, a depender de perspectivas melhores do que as esperadas para a Argentina.

Recentemente, a contribuição do crédito aumentou gradualmente e a correção negativa pela hiperinflação começou a dissipar. Com a crescente relevância do Naranja X – braço fintech do grupo – para o portfólio, o GFG ampliou seu alcance para novos segmentos de clientes, graças a uma plataforma mais enxuta que se popularizou entre públicos mais jovens que priorizam os meios digitais e, principalmente, entre o público pouco atendido. No entanto, o perfil de exposição ao risco aumentou recentemente, e a decisão do BCRA de aumentar os depósitos compulsórios para evitar maiores riscos cambiais pode afetar os indicadores de qualidade dos ativos de curto prazo, impactando o dinamismo dos lucros.

Outro ponto importante é que, em meio à tendência de inclusão financeira na América Latina, alguns entrantes já miraram o mercado argentino, como Ualá, Mercado Pago (fundado no país) e Revolut, principalmente por meio de uma oferta digital que inclui cartões de crédito ou pré-pagos, investimentos, contas multimoeda e criptomoedas. A Argentina oferece uma demografia atraente e oportunidades de escala, portanto, se as condições econômicas melhorarem, o risco de disruptão pode aumentar, com concorrentes estrangeiros, como o Nubank, potencialmente analisando oportunidades de entrada e adicionando mais uma camada de dificuldade.

Projetamos lucro líquido de ARS 706bi (retorno sobre o patrimônio líquido de 10,0%) e ARS 1,227bi (retorno sobre o patrimônio líquido de 15,7%) para 2025 e 2026, respectivamente. Nossos números para 2026 estão 11% abaixo das estimativas de consenso, pois pressupomos maior pressão de curto prazo decorrente da recente deterioração

acentuada da qualidade dos ativos e da compressão dos spreads. Estimamos que os empréstimos cresçam a uma taxa anual composta de 23% em três anos em termos reais, e os empréstimos representarão 62% dos ativos e 96% dos depósitos até 2028 – uma trajetória mais modesta do que acreditamos estar implícita nas estimativas de consenso.

As ações do GGAL estão sendo negociadas a um múltiplo P/L de 8,9 e 5,1x em 2025 e 2026, respectivamente e a um P/VP de 0,88x em 2025, e vemos potencial de valorização de 12% em nosso modelo de desconto de dividendos, pressupondo um retorno sobre o patrimônio líquido de longo prazo de 16%. Vemos múltiplos PA/L e PA/VP justos de 6,8x e 0,96x, respectivamente, com rendimento de dividendos de 3,4% em 2026;

Os riscos para a nossa tese são: (i) um ambiente político mais favorável a medidas transformacionais que ajudem a melhorar a economia; (ii) aumento da penetração do crédito para além de 25% do PIB; e (iii) a recuperação rápida da inadimplência de curto prazo.

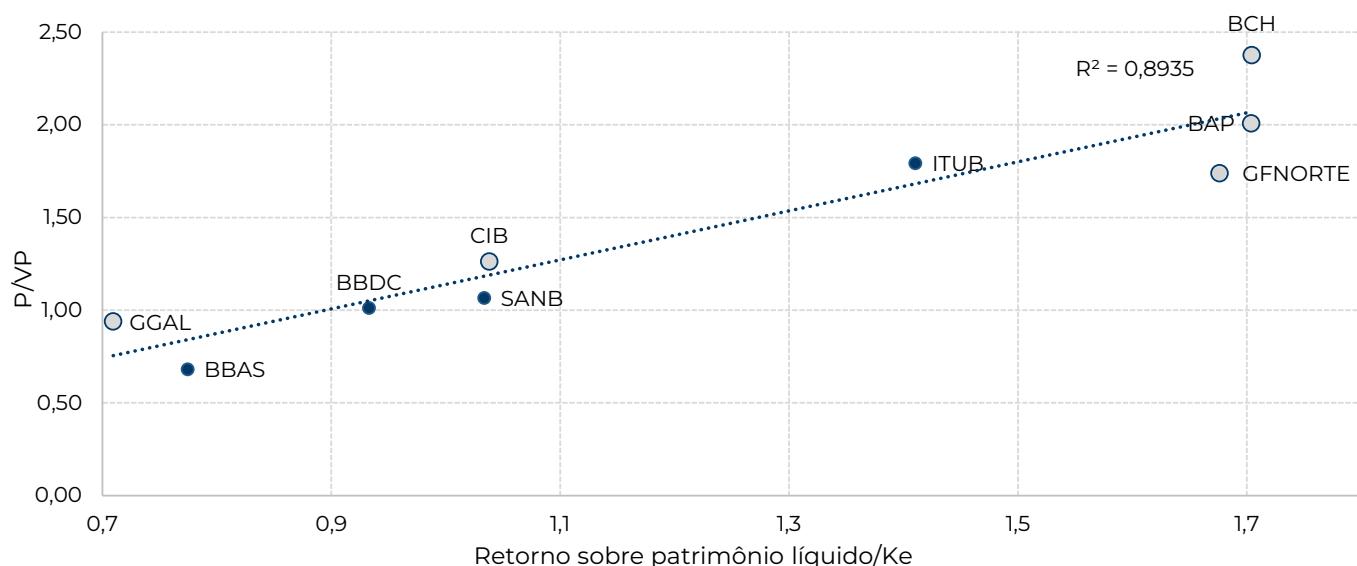
Figura 1. Scorecard da América Latina

	Argentina	Chile	Colômbia	México	Peru
Ambiente político	Red	Green	Orange	Green	Yellow
Risco macro/cambial	Red	Green	Orange	Yellow	Green
Ciclo de crédito/qualidade dos ativos	Red	Orange	Yellow	Green	Green
Risco de disruptão	Orange	Green	Yellow	Red	Green
Dinamismo dos lucros	Red	Orange	Yellow	Green	Green
Avaliação	Green	Red	Yellow	Green	Orange

Fonte: companhia e Safra.

Neste relatório incluímos o Brasil no scorecard, mas ressaltamos que colocamos o Credicorp e o Banorte em um nível semelhante ao do Itaú Unibanco e do Bradesco, que são nossas ações favoritas entre os incumbentes brasileiros por oferecerem oportunidades de investimento atraentes em termos de risco e retorno.

Figura 2. Retorno sobre o patrimônio líquido/Ke vs. P/VP em 2026



Fonte: Bloomberg e Safra; usando VP médio de 2026.

Figura 3. Premissas macroeconômicas por país

	Argentina			Chile			Colômbia			México			Peru		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Crescimento real do PIB	4,90%	3,30%	3,00%	2,50%	2,80%	2,90%	2,50%	2,80%	2,85%	0,25%	1,30%	2,00%	3,10%	2,90%	2,90%
Inflação em 12m	27,60%	18,22%	13,10%	3,70%	3,00%	3,00%	5,00%	3,80%	3,20%	3,91%	1,30%	2,00%	1,80%	2,30%	2,30%
Taxa de juros (fim de período)	45,00%	35,00%	30,00%	8,90%	7,70%	7,70%	8,90%	7,70%	7,70%	7,50%	6,75%	6,75%	4,27%	4,16%	4,16%
Taxa de juros (média)	35,55%	38,75%	31,25%	9,24%	8,37%	7,70%	8,90%	7,70%	7,70%	7,41%	6,86%	6,75%	4,56%	4,21%	4,16%
Taxa de câmbio (fim de período - USD/LCY)	1.400	1.720	1.847	948	934	953	4.160	4.136	4.253	19,23	19,00	19,88	3,60	3,68	3,65

Fonte: Bloomberg e Safra.

Figura 4. Premissas de custo de risco por país

Premissas de custo de capital próprio	Brasil	México	Chile	Colômbia	Peru	Argentina
Taxa livre de risco dos EUA	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
CDS soberanos	230	180	90	310	125	1.115
Prêmio de risco de mercado	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
β	1,00	1,00	1,00	1,10	1,00	1,00
Ke em USD	11,8%	11,3%	10,4%	13,1%	10,8%	20,7%
Diferencial inflação de 10 anos	3,64%	1,60%				
Ke na moeda local	15,4%	12,9%				

Fonte: Bloomberg e Safra.

Figura 5. Sensibilidade dos preços-alvo a uma variação de 100 p.b. na premissa de Ke

	BAP	GFNORTEO	BCH	CIB	GGAL
Moeda	USD	MXN	USD	USD	USD
Cenário pessimista					
Ke	12,00%	14,20%	11,40%	14,10%	23,00%
Preço-alvo	301	210	31	56	32
Potenc. de val.	14%	16%	3%	8%	8%
Cenário base					
Ke	11,0%	13,2%	10,4%	13,1%	22,0%
Preço-alvo	340	235	36	62	33
Potenc. de val.	29%	30%	20%	19%	12%
Cenário otimista					
Ke	10,00%	12,20%	9,40%	12,10%	21,00%
Preço-alvo	392	266	41	69	35
Potenc. de val.	49%	47%	37%	33%	18%

Fonte: Bloomberg e Safra.

Figura 6. Resumo da avaliação das empresas

	Ticker	Rec.	Preço atual	Moeda	Preço-alvo	Valor de mercado (USD mil)	P/L	P/L	P/VP	P/VP	P/VP	Ret. sobre patr. liq.	Ret. sobre patr. liq.	Rend.	Rend.
														2025	2026
Galicia	GGAL	Venda	29,58	USD	33,0	4.751	8,9x	5,1x	0,9x	0,9x	0,7x	10,0%	15,7%	2,5%	3,4%
Banchile	BCH	Neutra	30,00	USD	36,0	15.153	12,0x	11,7x	2,6x	2,4x	2,3x	21,3%	20,7%	6,9%	6,6%
Grupo Cibest	CIB	Neutra	51,93	USD	62,0	13.709	7,0x	6,6x	1,1x	1,1x	1,0x	16,4%	16,2%	11,9%	7,8%
Banorte	GFNORTEO	Compra	179,91	MXN	235,0	27.522	8,5x	8,0x	2,03x	1,80x	1,74x	22,7%	22,2%	7,9%	8,3%
Credicorp	BAP	Compra	263,66	USD	340,0	20.944	10,49x	9,62x	2,13x	1,93x	1,79x	19,5%	20,0%	4,3%	5,7%

Fonte: Bloomberg e Safra.

Figura 7. Tabela de comparações – pares regionais

	Ticker	Recomendação	Preço atual	Moeda	Preço-alvo	Valor de mercado (USD mi)	P/L	P/L	P/VP	P/VP	P/VP	Ret. sobre patr. líq.	Ret. sobre patr. líq.	Rend. div.	Rend. div.
												2025	2026	2025	2026
Argentina						8.144	10,0x	5,1x	0,64x	0,90x	0,76x	9,9%	16,2%	3,2%	4,0%
Galicia	GGAL	Venda	29,58	USD	33,0	4.751	8,9x	5,1x	0,89x	0,88x	0,74x	10,0%	15,7%	2,5%	3,4%
Banco Macro	BMA	-	45,34	USD	-	2.899	11,3x	5,0x	0,18x	0,97x	0,83x	10,2%	17,3%	4,0%	5,5%
Grupo Supervielle	SUPV	-	5,40	USD	-	493	12,9x	4,5x	0,90x	0,63x	0,56x	7,3%	14,1%	4,5%	0,9%
Brasil						150.181	8,0x	7,2x	1,54x	1,44x	1,34x	18,3%	19,0%	7,0%	7,6%
Itau Unibanco	ITUB4	Compra	38,67	BRL	46,0	73.580	8,9x	8,2x	2,07x	1,91x	1,77x	22,7%	22,8%	7,9%	8,6%
Bradesco	BBDI4	Compra	17,66	BRL	21,0	32.466	7,8x	7,1x	1,16x	1,11x	1,07x	14,4%	15,3%	8,0%	8,2%
Banco do Brasil	BBAS3	Neutra	22,11	BRL	23,0	23.721	6,0x	4,9x	0,68x	0,70x	0,66x	11,6%	14,0%	4,2%	4,6%
Santander Brasil	SANB11	Neutra	29,24	BRL	35,0	20.415	7,1x	6,4x	1,20x	1,12x	1,02x	16,7%	17,0%	5,5%	6,1%
BTG Pactual	BPAC11	Compra	48,04	BRL	51,0	41.219	12,3x	10,5x	3,18x	2,75x	2,37x	23,0%	23,2%	2,4%	2,7%
Nu Holdings	NU	Neutra	15,78	BRL	14,0	76.255	30,4x	22,1x	9,49x	7,49x	5,60x	28,0%	29,1%	0,0%	0,0%
Inter & Co	INTR	Compra	9,14	BRL	8,0	4.019	14,2x	9,2x	2,41x	2,19x	1,89x	16,1%	22,1%	1,8%	3,8%
Chile						37.370	11,1x	10,7x	2,28x	2,08x	1,93x	19,8%	18,7%	5,4%	5,6%
Banchile	BCH	Neutra	30,00	USD	36,0	15.153	12,0x	11,7x	2,58x	2,36x	2,26x	21,3%	20,7%	6,9%	6,6%
Banco de Credito e Inversiones	BCI	-	43.180	CLP	-	9.816	9,8x	9,4x	1,41x	1,24x	1,14x	13,3%	12,4%	2,7%	3,4%
Santander Chile	BSAN	-	63,28	CLP	-	12.401	11,0x	10,6x	2,62x	2,40x	2,15x	23,0%	21,1%	5,7%	6,1%
Colômbia						20.558	7,4x	5,6x	1,01x	1,01x	0,94x	14,2%	15,0%	8,9%	6,9%
Grupo Cibest	CIB	Neutra	51,93	USD	62,0	13.709	7,0x	6,6x	1,12x	1,12x	1,04x	16,4%	16,2%	11,9%	7,8%
Davivienda	PFDAAVND	-	24.560	COP	-	2.898	8,0x	5,7x	0,76x	0,70x	0,64x	8,6%	11,8%	1,3%	3,8%
Grupo Aval	AVAL	-	3,32	USD	-	3.951	8,0x	1,9x	0,81x	0,83x	0,78x	10,6%	12,9%	4,2%	6,3%
México						54.109	8,4x	7,9x	1,74x	1,54x	1,45x	19,6%	19,1%	5,8%	6,8%
Banorte	GFNORTEO	Compra	179,91	MXN	235,0	27.522	8,5x	8,0x	2,03x	1,80x	1,74x	22,7%	22,2%	7,9%	8,3%
Banco del Bajío	BBAJOO	-	45,48	MXN	-	2.943	6,1x	6,2x	1,19x	1,12x	1,03x	19,4%	17,6%	9,9%	8,4%
Gentera	GENTERA*	-	46,56	MXN	-	4.007	9,1x	8,0x	2,49x	2,09x	1,81x	24,2%	24,4%	3,1%	4,5%
Inbursa	GINBUBO	-	51,04	MXN	-	16.846	8,8x	8,1x	1,22x	1,09x	1,00x	13,4%	13,2%	2,2%	4,8%
Regional	RA	-	156,49	MXN	-	2.791	7,5x	7,1x	1,60x	1,42x	1,31x	19,9%	17,3%	5,9%	7,0%
Peru						25.580	10,2x	9,2x	2,01x	1,82x	1,69x	19,0%	19,6%	4,0%	5,4%
Credicorp	BAP	Compra	263,66	USD	340,0	20.944	10,5x	9,6x	2,13x	1,93x	1,79x	19,5%	20,0%	4,3%	5,7%
IFS	IFS	-	40,16	USD	-	4.636	8,6x	7,4x	1,48x	1,33x	1,21x	16,7%	17,9%	2,7%	4,0%

Fonte: Bloomberg e Safra.

Figura 8. Safra vs. consenso

	2025E							Safra vs. consenso
	Lucro líquido			Lucro líquido Consenso		Safra vs. consenso	Ret. sobre patr. líq. Safra	Ret. sobre patr. líq. Consenso BBG
	Moeda	Safra	BBG	Moeda	Safra			
Banorte	MXN mi	60.116	59.071		1,8%		22,8%	22,6%
Credicorp	PEN mi	6.963	6.855		1,6%		19,5%	19,3%
Banco de Chile	CLP bi	1.213	1.215		-0,1%		21,2%	21,3%
Grupo Cibest*	COP mi	6.928.832	6.893.886		0,5%		16,3%	15,0%
Galicia	ARS mi	705.568	741.072		-4,8%		10,0%	9,6%

	2026E							Safra vs. consenso
	Lucro líquido			Lucro líquido Consenso		Safra vs. consenso	Ret. sobre patr. líq. Safra	Ret. sobre patr. líq. Consenso BBG
	Moeda	Safra	BBG	Moeda	Safra			
Banorte	MXN mi	63.669	62.895		1,2%		22,2%	22,0%
Credicorp	PEN mi	7.594	7.335		3,5%		20,1%	19,1%
Banco de Chile	CLP bi	1.245	1.261		-1,3%		20,7%	21,0%
Grupo Cibest*	COP mi	7.325.324	7.074.626		3,5%		16,2%	15,6%
Galicia	ARS mi	1.226.898	1.413.152		-13,2%		15,7%	15,8%

Fonte: Bloomberg e Safra.

Visão geral do setor bancário na América Latina

Figura 9. Índice empréstimo/depósito

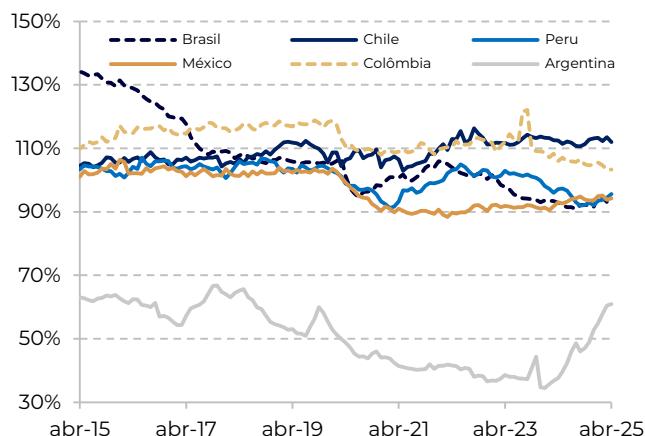
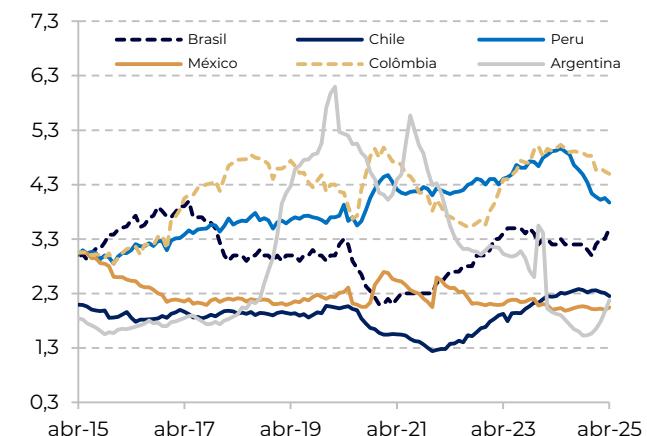


Figura 10. Índice de inadimplência (em %)



Fonte: BCB, SBIF, SBS, CNBV, Superintendencia Financiera de Colombia.

Figura 11. Índice empréstimo/PIB

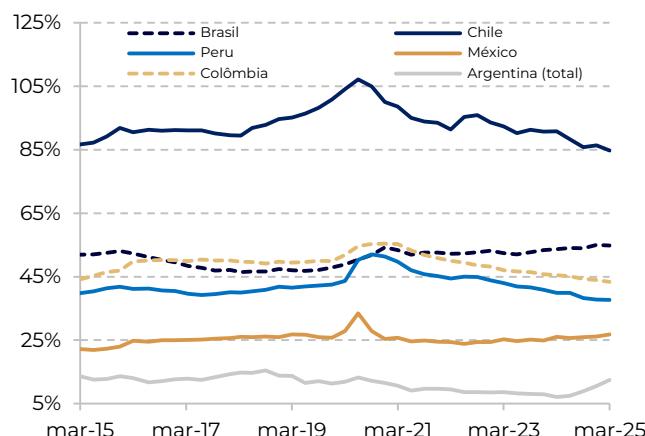
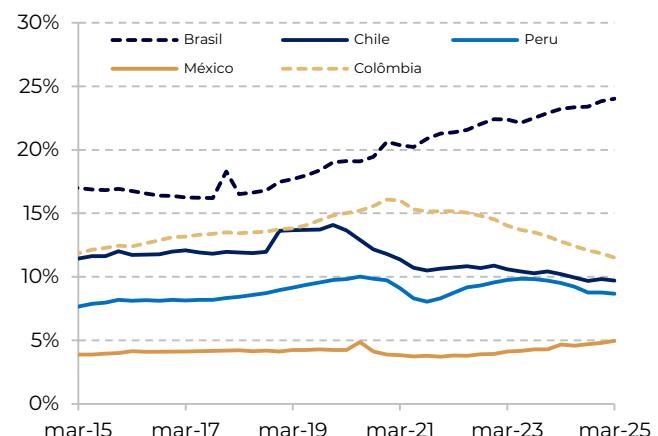


Figura 12. Índice empréstimos ao consumidor/PIB



Fonte: BCB, SBIF, SBS, CNBV e Superintendencia Financiera de Colombia.

Figura 13. Índice empréstimos comerciais/PIB

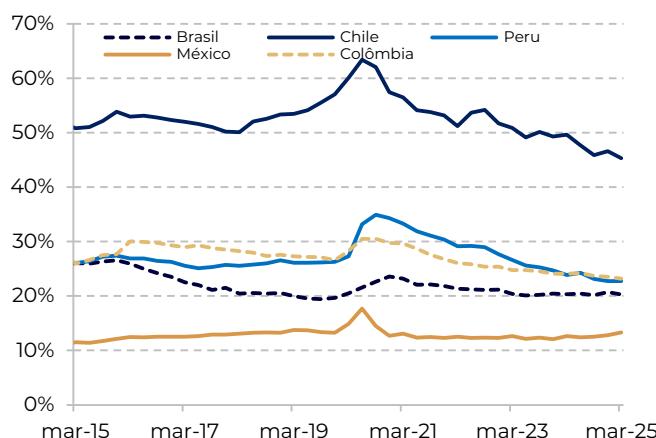
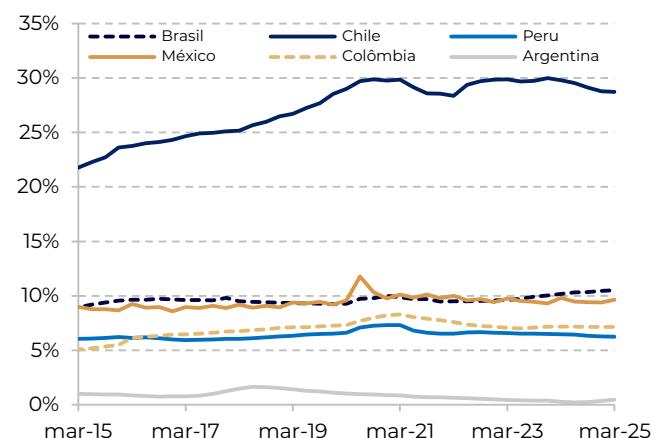


Figura 14. Índice empréstimos imobiliários/PIB



Fonte: BCB, SBIF, SBS, CNBV e Superintendencia Financiera de Colombia.

Banorte

Dinamismo de curto prazo aliado a uma ambição de longo prazo

Iniciamos a cobertura de Banorte com Compra e PA de MXN 235 devido a bons catalisadores de curto e longo prazo (maior exposição ao varejo e oportunidades de crescimento no México). Com uma avaliação alinhada à média histórica, essa combinação pode elevar os retornos excedentes e abrir espaço para reprecificação.

Perspectivas ambiciosas no longo prazo. O México deverá se beneficiar amplamente da próxima revisão do acordo USMCA em 2026. Um resultado positivo pode atrair indústrias (nearshoring) para o México, à medida que empresas americanas buscarem alternativas à China, o que poderia desencadear uma onda de investimento estrangeiro e impulsionar a criação de empregos e a expansão econômica. A incerteza de curto prazo sobre tarifas dos EUA pausou certos investimentos em crescimento, mas as perspectivas de longo prazo seguem positivas, posicionando o Banorte para se beneficiar do fortalecimento do comércio e do desenvolvimento industrial do México.

Mirando margens sustentáveis mais elevadas. Conhecido por sua exposição a empréstimos governamentais e corporativos, o Banorte está estratégicamente aumentando sua presença no varejo, alavancando sua base de clientes atual e oferecendo potenciais ganhos de participação na carteira. Com a estratégia de hiperpersonalização baseada na segmentação de clientes com IA e ofertas personalizadas, o banco está visando três grupos de alto valor em segmentos de média/alta renda que têm forte adoção digital e bom perfil de crédito. Com o varejo criando oportunidades para produtos de maior rendimento, a estratégia deve favorecer a expansão sustentável da lucratividade, com elevado potencial para as margens líquida de juros, apesar da queda das taxas de juros.

Concorrência é um risco, mas a assimetria ainda é favorável. Com dados demográficos favoráveis e um mercado potencial considerável, o México parece ser a alternativa ideal para uma oportunidade de disruptura do mercado na América Latina. Em nossa opinião, como o Banorte ainda possui um mercado potencial considerável no segmento de consumo, consideramos que as oportunidades de crescimento positivo dos lucros são maiores do que a ameaça competitiva. O banco também mantém a vantagem competitiva de ter presença física nacional em uma região onde as transações em espécie são importantes e investe em aprimorar suas capacidades digitais para atender às novas demandas tecnológicas.

Projetamos lucro líquido de MXN 60,1bi (retorno sobre o patrimônio líquido de 22,8%) e MXN 63,8bi (retorno sobre o patrimônio líquido de 22,2%) em 2025 e 2026, respectivamente. Nossos números estão 2% e 1% acima das estimativas de consenso e nosso lucro líquido para 2025 está entre a faixa inferior e média da projeção, semelhante à nossa projeção de crescimento do crédito. Nossa margem líquida de juros está abaixo da faixa inferior devido à contribuição cambial negativa. Esperamos um rendimento de dividendos de 7,8% e 8,3% para 2025 e 2026, respectivamente, e destacamos o potencial de aumento nessa frente relacionado à otimização de capital, visto que o Banorte historicamente opera com margens conservadoras de capital regulatório.

Potencial de valorização implícito de 30% sobre preço-alvo de MXN 235. Utilizamos um modelo de desconto de dividendos para calcular a avaliação justa, considerando um Ke de 13,2%, um beta de 1,05 e crescimento na perpetuidade (g) de 5,0% a partir de 2030. A companhia estaria sendo negociada a P/L de 8,4x e 8,0x o P/L em 2025 e 2026, respectivamente, vs. níveis históricos de 9x. Os múltiplos P/VP estariam sendo negociados a 1,81x e 1,74x em 2025 e 2026, respectivamente.

Riscos. (i) Impacto das relações comerciais com os EUA sobre as perspectivas de crescimento do país (p. ex., um resultado desfavorável da revisão do USMCA ou tarifas mais altas); (ii) maior ameaça competitiva das fintechs; (iii) riscos de execução na estratégia do portfólio de varejo; e (iv) impostos mais altos.

GFNORTEO

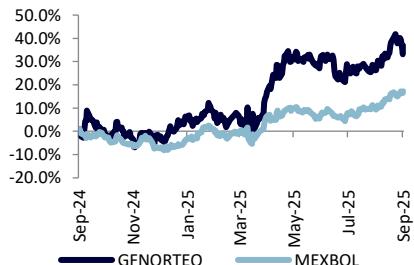
Recomendação	Compra
Preço atual	MXN 181,6
Preço-alvo em 12m	MXN 235,0
Potencial de valorização	30%

Múltiplos	24A	25E	26E
P/L	9,2x	8,4x	8,0x
P/VP	2,04x	1,81x	1,74x
Rendimento de dividendos	7,1%	7,8%	8,3%

Dados de mercado

Valor de mercado	MXN 506,12bi
Mín./máx. de 52 semanas	MXN 131/187
Volume médio de negociação diário (3m)	MXN 1,176bi
Ações em circulação	2,813bi
Free float	100%
Desempenho (12m)	24,4%
Desempenho acumulado no ano	34,3%

GFNORTEO vs. MEXBOL



Fonte: Bloomberg.

Tese de investimento

Dinamismo no curto prazo aliado a uma ambição de longo prazo

Iniciando a cobertura de Banorte com recomendação de Compra e preço-alvo de MXN 235. Vemos no Banorte uma boa combinação de catalisadores de curto e longo prazo, principalmente sua maior exposição ao varejo e a oportunidades significativas de crescimento no México. Com uma avaliação alinhada à sua média histórica, essa combinação pode elevar os retornos excedentes e criar oportunidades para reprecificação das ações. Embora a ameaça competitiva das fintechs gere preocupações (pois acreditamos que o mercado mexicano, assim como o brasileiro, tem tamanho relevante e demografia favorável para que as fintechs escalem suas operações), o Banorte parece estar investindo ativamente em suas capacidades digitais para melhor atender à sua recente e ampliada exposição ao varejo. Destacamos a estratégia de hiperpersonalização, alavancando o IBM Watson e a segmentação detalhada de clientes.

USMCA: oportunidade promissora no longo prazo. O acordo entre os Estados Unidos, o México e o Canadá (USMCA), que substituiu o NAFTA em 2020, estabeleceu regras comerciais atualizadas entre os três países, incluindo proteções trabalhistas mais rigorosas, padrões ambientais e disposições sobre comércio digital. A revisão e potencial renegociação do acordo estão programadas para o início de 2026 e a proposta está atualmente em consulta pública pelo governo mexicano, podendo remodelar a dinâmica comercial regional.

Há vários possíveis resultados da revisão do USMCA. Os EUA provavelmente defenderão termos mais rigorosos em relação a certos assuntos, incluindo as exportações de automóveis do México, especialmente considerando a dependência do México das exportações para os EUA (27% do PIB em 2024).

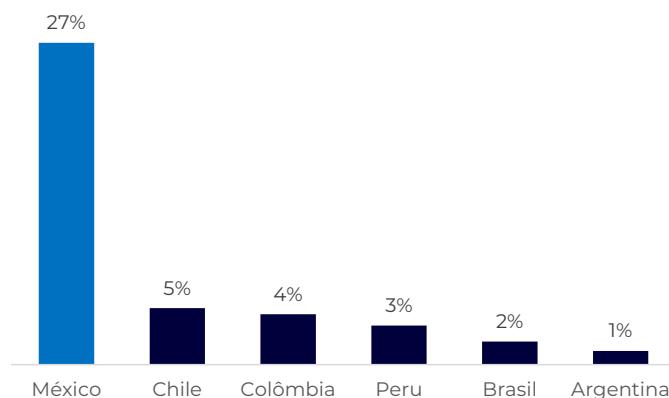
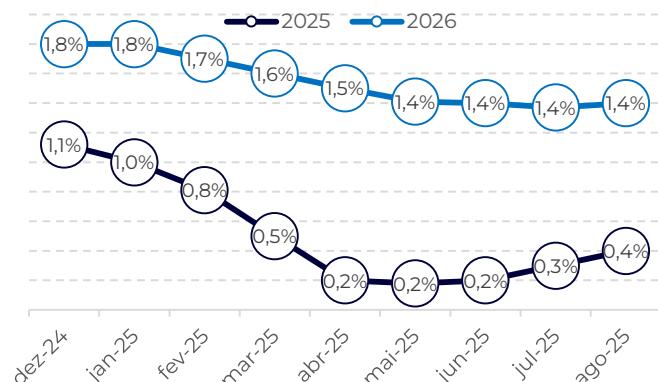
No lado positivo, devido às crescentes tensões na relação comercial entre EUA e China, os termos da revisão do USMCA são um bom presságio para as perspectivas de nearshoring, que é uma oportunidade considerável de longo prazo para o México. À medida que as empresas americanas buscarem reduzir sua dependência da indústria chinesa, o México pode fortalecer seus laços com os EUA e se tornar um parceiro ainda mais importante, oferecendo uma alternativa geograficamente próxima, econômica e favorável ao comércio para a produção nearshoring. Dessa forma, o México poderia se beneficiar amplamente de um ciclo transformacional de investimento estrangeiro, levando à criação de empregos e ao crescimento econômico. Por enquanto, diante da incerteza, os investimentos de curto prazo em crescimento pausados.

Figura 15. Resumo do processo de revisão do USMCA



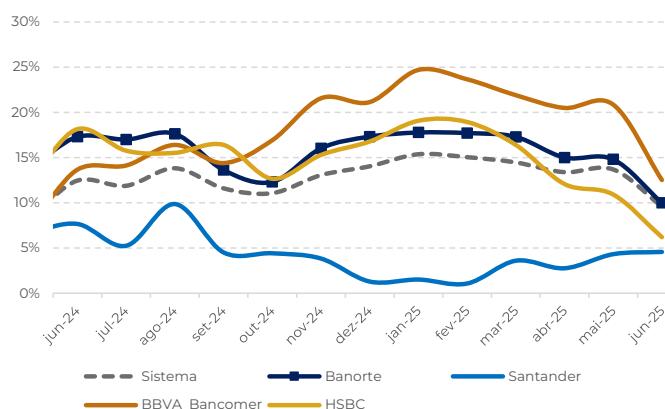
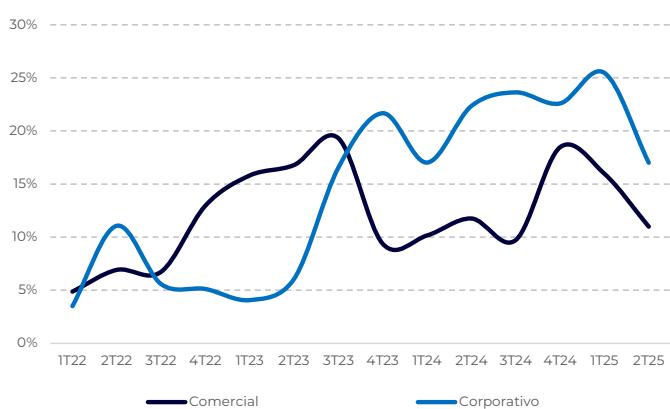
Fonte: companhia e Safra.

As projeções para o PIB de 2025 são ligeiramente melhores em comparação com as expectativas anteriores. A tributação de 25% sobre exportações em desconformidade com os termos do USMCA (principalmente de automóveis), que representam cerca de 15% do PIB, criou um obstáculo significativo para a economia do México. Os economistas inicialmente reduziram acentuadamente a projeção para o crescimento do PIB de 2025, que foi posteriormente suavizada devido ao desempenho melhor do que esperado da economia no 2T25.

Figura 16. Exportações para os EUA como % do PIB (2024)

Figura 17. Mediana das projeções de PIB do consenso


Fonte: US Census Bureau, Banxico e Safra.

Investimentos pausados impactam o ritmo do crédito. Em meio à incerteza gerada pelas tarifas impostas pelos EUA, os empréstimos corporativos mexicanos desaceleraram nos últimos meses. O Banorte também enfrentou uma desaceleração no ritmo de crescimento dos empréstimos corporativos e comerciais, mas eles ainda estão crescendo ligeiramente acima do ritmo do sistema. Por outro lado, apesar do fraco investimento privado no curto prazo, a economia continua resiliente e cortes significativos de empregos ainda não se materializaram, já que a maioria das empresas está aguardando o resultado da renegociação do USMCA.

Figura 18. Empréstimos corporativos (crescimento a/a)

Figura 19. Empréstimos corporativos do Banorte (crescimento a/a)


Fonte: CNBV, companhia e Safra.

Aprimorando a composição do portfólio

Crescente relevância no segmento de consumo... Um dos principais focos do Banorte reside na construção do engajamento do cliente a fim de aumentar a penetração de empréstimos ao consumidor. Como parte de sua estratégia de hiperpersonalização, o Banorte planeja oferecer produtos personalizados, recursos digitais aprimorados e um posicionamento de preço mais agressivo para recuperar sua participação em sua base de clientes. O banco selecionou três grupos de maior valor, nos quais vê oportunidades adicionais de monetização, denominados "Reconheça-me", "Cuide de mim" e "Envolva-me". Esses grupos combinados representam 30% da base de clientes existente e são particularmente focados nos segmentos de renda média/alta, que têm alto nível de penetração digital a baixo custo, apresentam bom comportamento de pagamento e proporcionam uma relação custo/benefício atrativa. O Banorte conseguiu crescer à frente do setor, o que pode indicar que já está se beneficiando de tal estratégia.

Figura 20. Empréstimos ao consumidor (crescimento a/a)

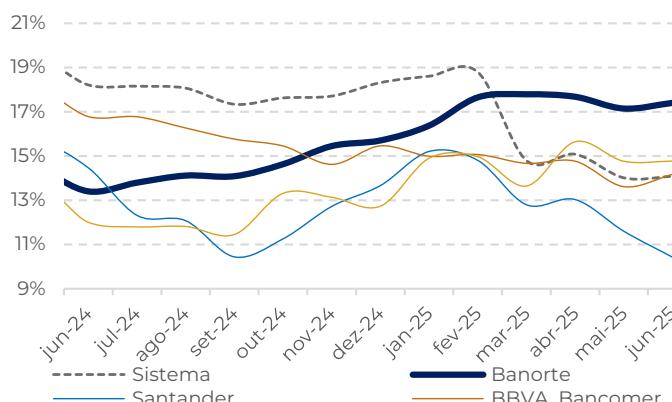
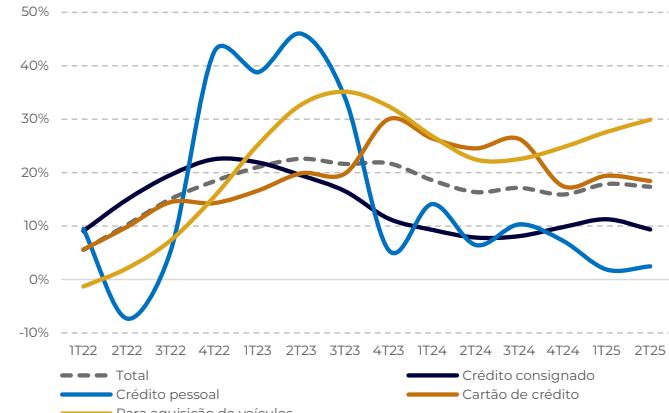


Figura 21. Empréstimos ao consumidor do Banorte (crescimento a/a)



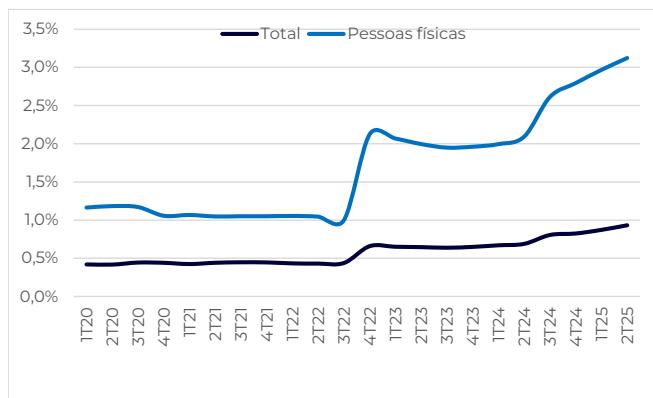
Fonte: CNBV, companhia e Safra.

... com capacidade para enfrentar uma concorrência acirrada. O setor bancário de varejo do México é notoriamente subpenetrado e representa um mercado potencial significativo para novos entrantes – semelhante ao do Brasil em meados da década de 2010. Algumas dessas fintechs já alcançaram grandes marcos em outras regiões (Nubank, Mercado Pago) e, por serem digitais, se beneficiam de um maior apetite ao risco, considerando seu baixíssimo custo de serviço. Em nossa opinião, os entrantes podem acelerar a tendência de inclusão financeira no México, o que implica que eles não apenas terão uma parcela significativa do crescimento do sistema, mas também que o "tamanho do bolo" aumentará e as companhias não estarão competindo pelo mesmo cliente.

Enquanto isso, o Banorte desenvolveu um cadastro e ativação digitais (onboarding) para a maioria de seus produtos, incorporou ferramentas de IA para acelerar o tempo de lançamento dos serviços no mercado e alcançou 10 milhões de clientes usando os canais digitais (aproximadamente 80% do total). A operação impulsionada pela Rappi complementa a estratégia, possibilitando que o Banorte atenda a um conjunto mais amplo de clientes, com foco nos mais jovens. Vale ressaltar que o Banorte vendeu recentemente a Bineo para a Klar a fim de simplificar sua oferta digital.

Em meio ao esforço contínuo para encontrar a melhor proposta de valor e competir com os neobancos, notamos uma peculiaridade importante nos bancos mexicanos tradicionais: um custo de captação muito baixo. Embora uma postura mais agressiva dos desafiantes em relação à remuneração dos depósitos deva inevitavelmente pressionar o custo de captação no futuro, acreditamos que isso se tornará mais evidente em um cenário de médio prazo. No curto prazo, o impacto adverso da queda das taxas de juros no México deverá se dissipar, com os depósitos a prazo se tornando menos atraentes em relação aos depósitos à vista.

Ainda assim, a população mexicana ainda depende fortemente de transações em espécie, e a presença física de agências e caixas eletrônicos ainda é um diferencial valioso a favor das instituições tradicionais que pode fazer com que ganhem tempo para se adaptar. Por exemplo, ao contrário do Brasil, o NU firmou parcerias com a Soriana e a OXXO para fortalecer sua estratégia de saques em dinheiro, o que evidencia a maior dependência do México da presença física de bancos.

Figura 22. Participação de mercado das SOFIPOs**Figura 23. Custo de captação do Banorte**

Fonte: CNBV, companhia e Safra.

Banorte vs. Itaú vistos pela perspectiva da decomposição do retorno sobre o patrimônio líquido

Retornos sobre o patrimônio líquido semelhantes, catalisadores diferentes. Frequentemente ouvimos investidores comparando o Banorte ao Itaú, considerando que os dois bancos possuem níveis semelhantes de lucratividade, avaliação e excesso de capital. Para nos aprofundarmos nessa comparação, detalhamos a dinâmica da lucratividade de cada banco, analisando os componentes da demonstração do resultado em relação ao patrimônio líquido e mensurando cada contribuição individual desses componentes para o retorno sobre o patrimônio líquido. Embora ambos os bancos apresentem níveis de retorno sobre o patrimônio líquido muito semelhantes, destacamos abaixo as principais diferenças entre esses impulsionadores.

- 1) **Margem financeira ajustada ao risco (+):** Em uma análise de alto nível, a menor contribuição da margem financeira para a lucratividade do Banorte (55% vs. 60% do Itaú) decorre de spreads mais baixos, o que pode ser explicado pela maior relevância dos empréstimos governamentais e pela menor inadimplência. Consequentemente, as perdas de crédito esperadas são significativamente menores, resultando em uma margem financeira ajustada ao risco melhor.
- 2) **Despesas operacionais (+):** As despesas operacionais pesam quase 50% a mais no retorno sobre o patrimônio líquido do Itaú do que no do Banorte (-33% vs. -22%, respectivamente). No entanto, à medida que o Itaú implementa medidas para melhorar a eficiência, essa diferença vem diminuindo nos últimos anos – em 2020, a diferença era de -39% vs. -21%, respectivamente. Ainda assim, a dinâmica das despesas operacionais está intrinsecamente associada às taxas, que detalharemos mais adiante.
- 3) **Tarifas (-):** Historicamente, as tarifas bancárias no México não têm sido uma alavancade lucratividade tão grande quanto no Brasil. Consequentemente, a contribuição das tarifas para o retorno sobre o patrimônio líquido do Banorte (8%) é consideravelmente menor do que a do Itaú (29%). Em contraste com a tendência de queda observada no Brasil, as tarifas no México aumentaram nos últimos anos devido a uma maior percepção de valor dos serviços agregados.

Figura 24. Banorte: Decomposição do retorno sobre o patrimônio líquido em 2024

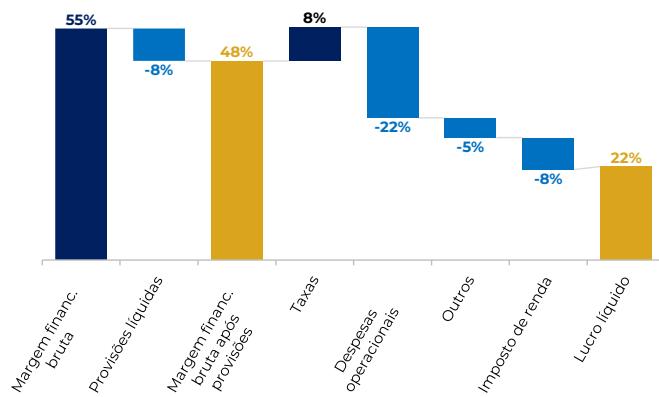
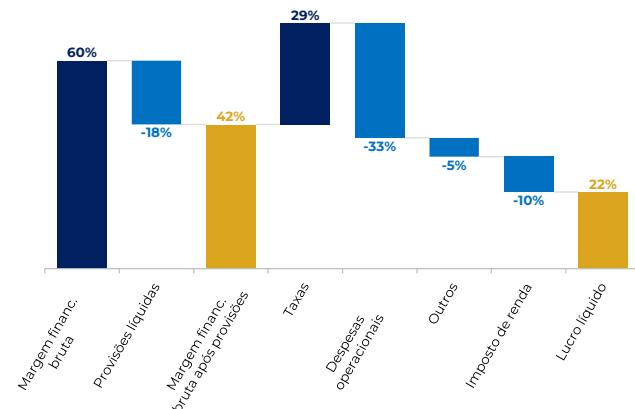


Figura 25. Itaú: Decomposição do retorno sobre o patrimônio líquido em 2024



Fonte: companhia e Safra.

Figura 26. Decomposição do retorno sobre o patrimônio líquido histórico

Como % do patrimônio líquido	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2024-2020 por ano	2028-2024 por ano
Margem financeira bruta											
Banorte	39%	41%	49%	52%	55%	55%	55%	55%	55%	404 p.b.	-23 p.b.
Itaú	54%	54%	61%	61%	60%	60%	60%	61%	61%	155 p.b.	12 p.b.
Δ	-15%	-12%	-12%	-9%	-5%	-4%	-6%	-6%	-6%		
Provisões líquidas											
Banorte	-11%	-5%	-5%	-7%	-8%	-8%	-9%	-9%	-10%	71 p.b.	-46 p.b.
Itaú	-23%	-15%	-21%	-22%	-18%	-18%	-18%	-18%	-17%	120 p.b.	26 p.b.
Δ	13%	10%	16%	15%	11%	10%	10%	9%	8%		
Margem financ. bruta após provisões											
Banorte	29%	36%	44%	46%	48%	47%	46%	46%	45%	476 p.b.	-69 p.b.
Itaú	31%	39%	40%	40%	42%	42%	42%	43%	43%	275 p.b.	38 p.b.
Δ	-2%	-3%	4%	6%	6%	6%	4%	3%	2%		
Taxas											
Banorte	6%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	42 p.b.	3 p.b.
Itaú	33%	33%	32%	30%	29%	28%	28%	28%	27%	-100 p.b.	-55 p.b.
Δ	-27%	-26%	-25%	-23%	-21%	-20%	-20%	-19%	-19%		
Opex											
Banorte	-21%	-18%	-18%	-20%	-22%	-23%	-22%	-22%	-22%	-22 p.b.	-9 p.b.
Itaú	-39%	-36%	-36%	-34%	-33%	-32%	-32%	-32%	-31%	135 bp	55 bp
Δ	18%	19%	18%	14%	12%	10%	10%	9%	9%		
Outros											
Banorte	3%	-6%	-7%	-4%	-5%	-2%	-2%	-2%	-2%	-200 p.b.	72 p.b.
Itaú	-5%	-6%	-6%	-6%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5 p.b.	3 p.b.
Δ	9%	0%	-1%	1%	1%	3%	3%	3%	3%		
Lucro operacional											
Banorte	17%	19%	26%	28%	29%	30%	30%	30%	29%	294 p.b.	-4 p.b.
Itaú	20%	30%	30%	30%	32%	32%	33%	34%	34%	305 p.b.	41 p.b.
Δ	-3%	-11%	-4%	-1%	-3%	-2%	-3%	-4%	-5%		
EBT											
Banorte	18%	20%	26%	29%	30%	31%	30%	30%	30%	288 p.b.	-6 p.b.
Itaú	20%	30%	30%	30%	32%	32%	33%	34%	34%	305 p.b.	41 p.b.
Δ	-2%	-10%	-4%	-1%	-2%	-1%	-3%	-4%	-4%		
Imposto de renda											
Banorte	-5%	-5%	-7%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-64 p.b.	-10 p.b.
Itaú	-6%	-13%	-10%	-9%	-10%	-10%	-10%	-11%	-11%	-108 p.b.	-14 p.b.
Δ	1%	8%	3%	1%	3%	2%	2%	2%	3%		
Lucro líquido											
Banorte	13%	15%	19%	21%	22%	23%	22%	22%	22%	224 p.b.	-17 p.b.
Itaú	14%	17%	20%	21%	22%	23%	23%	23%	23%	197 p.b.	26 p.b.
Δ	-1%	-2%	-1%	0%	0%	0%	-1%	-1%	-2%		

Fonte: companhia e Safra.

Nota: O retorno sobre o patrimônio líquido do Itaú Unibanco Holding é aproximadamente 150 p.b. menor que o do Itaú Brasil.

Posições sólidas de capital. Outra semelhança entre o Banorte e o Itaú reside nos índices de capital. As reservas de capital confortavelmente acima dos níveis regulatórios não apenas sustentam a exposição da carteira de crédito, mas também proporcionam espaço para o pagamento de um percentual atrativo de dividendos. Em nossas premissas do cenário base, projetamos um percentual de pagamento de 65% em 2025, resultando em um índice de capital principal de 14,5% no fim do ano, mais próximo do nível conservador historicamente mantido pelo banco.

Se a administração tomasse a decisão de reduzir o índice de capital principal para 13,5%, pressupondo ativos ponderados pelo risco (RWA) de MXN 1,1tri no fim do ano, estimamos um pagamento potencial adicional de dividendos de MXN 11bi (+2% de rendimento de dividendos).

Com a venda em andamento da Bineo e a expansão do portfólio de crédito ao consumidor, reconhecemos que a otimização de capital pode não ser imediata, mas ainda a vemos como viável e a destacamos como um impulso adicional para a tese de investimento.

Riscos

Perspectivas de crescimento mais fracas do que o esperado para o país. Resultados desfavoráveis das discussões em andamento, como a revisão do USMCA ou tarifas sobre exportações para os EUA, podem prejudicar o potencial de longo prazo que vemos para o México. O principal risco negativo seria o término do acordo USMCA, o que enfraqueceria as relações comerciais do México com os EUA e prejudicaria significativamente a economia do país.

Maior ameaça competitiva das fintechs. Caso alguma fintech conquiste uma fatia significativa do mercado ou perturbe o ambiente bancário mexicano de forma a afetar diretamente o posicionamento do Banorte (por exemplo, alterando consideravelmente o comportamento da população em relação à preferência por transações em espécie), a magnitude do risco para o lucro do banco poderá ser maior do que o esperado.

Riscos de execução na estratégia de portfólio de varejo. A carteira de crédito ao consumidor naturalmente apresenta um perfil de risco mais elevado, especialmente com o aumento da exposição do Banorte a produtos de crédito simples. Em caso de deterioração da qualidade dos ativos do sistema, o Banorte poderá enfrentar obstáculos.

Alíquotas de imposto mais altas. Com um déficit fiscal que representa cerca de 4% do PIB, o governo mexicano tem buscado alternativas para aliviar o orçamento fiscal, inclusive por meio do aumento da arrecadação tributária. Atualmente, o México possui uma alíquota nominal de imposto de renda de 30% para pessoas jurídicas e o setor bancário também está exposto a um potencial aumento na alíquota. No entanto, discussões recentes apontam para outras alternativas além do aumento da arrecadação tributária.

Informações financeiras

Empréstimos e depósitos. Esperamos que os empréstimos ao consumidor cresçam a uma taxa anual composta de 14% em três anos e ganhem relevância no mix (19% do total de empréstimos até 2028), impulsionados principalmente pela maior penetração de cartões de crédito e empréstimos pessoais. Estimamos que as carteiras de empréstimos comerciais, corporativos e governamentais cresçam a uma taxa anual composta de 7%, 8% e 6%, respectivamente.

Esperamos que o aumento da exposição ao risco favoreça as margens líquidas de juros nos próximos anos. Por outro lado, os cortes nas taxas de juros no México devem pressionar a contribuição da receita com títulos, enquanto a exposição cambial também deve ser impactada negativamente pelas taxas de juros mais baixas nos EUA. No geral, esperamos margens líquidas de juros brutas estáveis, embora ainda acima do período anterior a 2021.

Qualidade dos ativos. Esperamos que a inadimplência aumente gradualmente à medida que os empréstimos ao consumidor ganhem relevância na composição da carteira e o custo do risco acompanhar o ritmo, pressionando as margens líquidas de juros ajustadas ao risco. No entanto, elas ainda devem se manter acima dos níveis anteriores a 2021, tendo 2022 sido influenciado por taxas de juros mais altas (quando a carteira de empréstimos tinha maior sensibilidade).

Figura 27. Decomposição dos empréstimos (MXN bi)

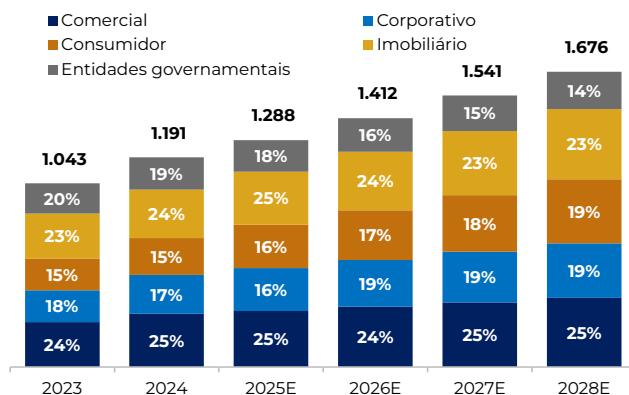
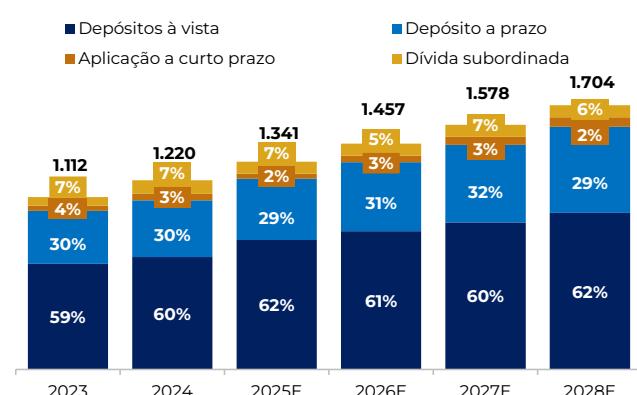


Figura 28. Decomposição dos depósitos (MXN bi)



Fonte: companhia e Safra.

Figura 29. Margem líquida de juros e margem líquida de juros ajustada ao risco (eixo esq.) vs. média Cetes (eixo dir.)

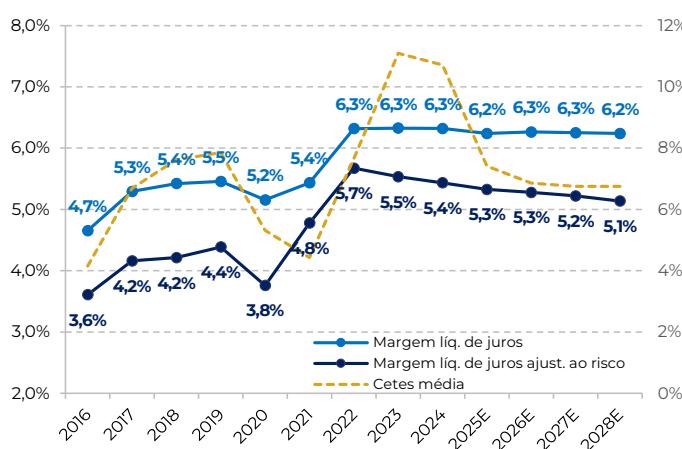
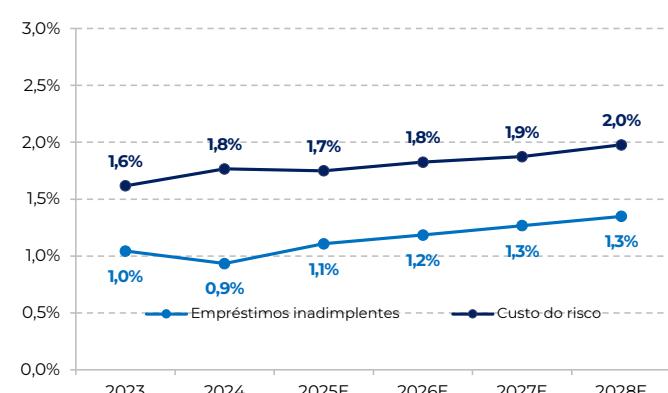


Figura 30. Inadimplência e custo do risco



Fonte: companhia e Safra.

Lucratividade. Acreditamos que o principal impulsionador do crescimento das tarifas seja a expansão da base de clientes e produtos, já que essa linha não enfrentará tanta pressão quanto os bancos brasileiros e crescerá cerca de 150 p.b. acima da inflação. À medida que a margem financeira ganhar força, o índice de eficiência deve continuar se beneficiando da alavancagem operacional. Ainda assim, com os investimentos do banco em iniciativas digitais e na oferta de produtos, esperamos ganhos de eficiência mais claros no longo prazo. Como resultado, projetamos uma ligeira queda no retorno sobre o patrimônio líquido, mas ainda em níveis acima dos de 2023.

Figura 31. Receita das taxas e índice de eficiência

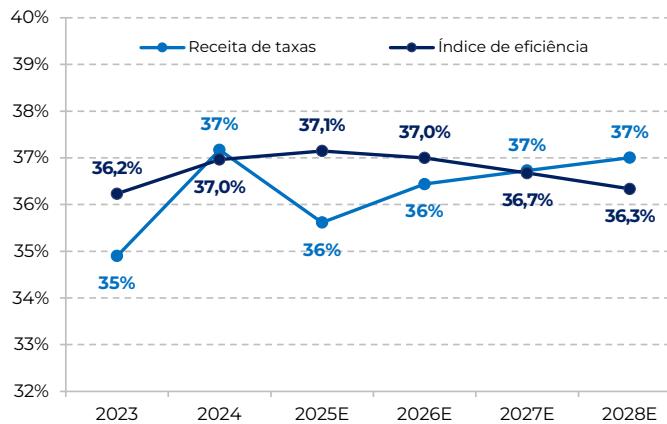


Figura 32. Lucro líquido e retorno sobre o patrimônio líquido



Fonte: companhia e Safra.

Figura 33. Projeções do Banorte

Projeções GFNorte 2025	Faixa inferior	Faixa média	Faixa superior	Estimativas Safra	vs. faixa média
Crescimento de empréstimos	8,0%	9,5%	11,0%	8,7%	-85 p.b.
Margem líquida de juros	6,1%	6,3%	6,4%	6,2%	-1 p.b.
Margem líq. de juros do banco	6,5%	6,6%	6,7%	N/D	N/D
Cresc. de despesas recorrentes	6,0%	6,5%	7,0%	N/D	N/D
Crescimento de despesas	9,0%	9,8%	10,5%	9,6%	-16 p.b.
Eficiência	36,0%	36,8%	37,5%	37,1%	40 p.b.
Custo do risco	1,8%	1,9%	2,0%	1,7%	-18 p.b.
Alíquota de imposto	26,0%	27,0%	28,0%	26,6%	-37 p.b.
Lucro líquido (MXN bi)	59,6	60,9	62,1	60,1	-1,2%
Retorno sobre patr. líquido	21,5%	22,3%	23,0%	22,8%	57 p.b.
Retorno sobre patr. líq. do banco	28,0%	29,0%	30,0%	N/D	N/D
Retorno sobre ativos	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%	6 p.b.

Fonte: companhia e Safra.

Figura 34. Safra vs. consenso

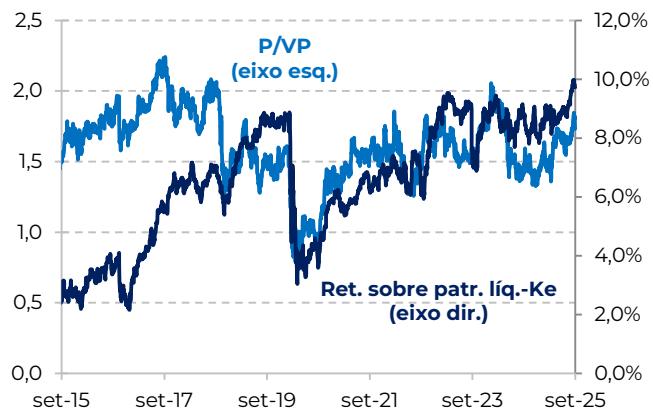
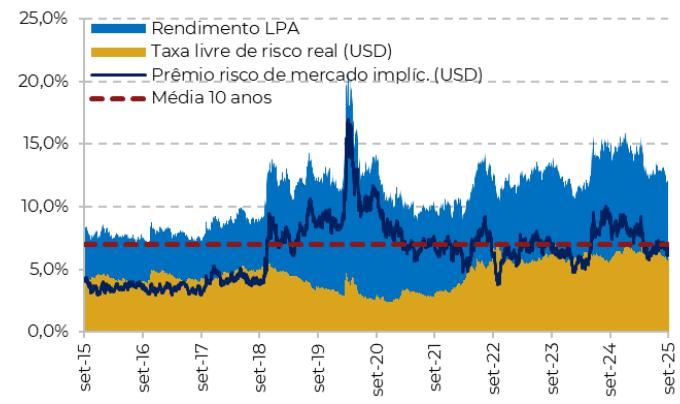
Banorte						
	2025 Safra	2025 consenso	Safra vs. consenso	2026 Safra	2026 consenso	Safra vs. consenso
Lucro líquido (MXN mi)	60.116	59.071	1,8%	63.669	62.895	1,2%
Retorno sobre patr. líq.	22,8%	22,6%	26 p.b.	22,2%	22,0%	17 p.b.

Fonte: companhia e Safra.

As ações do GFNORTEO estão sendo negociadas a aproximadamente 8x o P/L em 12 meses, abaixo da média histórica de 9x. O P/VP residual está em 1,8x, acima da média histórica de 1,6x, devido à expansão dos retornos excedentes.

Figura 35. GFNORTEO – P/L em 12 meses**Figura 36. GFNORTEO – P/VP histórico**

Fonte: Bloomberg e Safra.

Figura 37. GFNORTEO – P/VP vs. (retorno sobre o patrimônio líquido-Ke)**Figura 38. GFNORTE – Prêmio de risco de mercado (USD)**

Fonte: Bloomberg e Safra.

Figura 39. Scorecard de Análise e Avaliação do Safra (SAVS)

Métricas financeiras (MXN mi)	2024A	2025E	2026E	2027E	Métricas operacionais	2024A	2025E	2026E	2027E
Receita de juros	405.433	427.487	430.381	460.544	Carteira de empréstimos	1.179.656	1.279.479	1.402.307	1.529.796
Despesa financeira	-266.073	-281.290	-273.969	-292.803	Comercial	298.359	312.374	336.362	360.871
Receita líquida de juros	139.360	146.197	156.412	167.740	Entidades financeiras	39.171	50.820	55.028	59.349
Provisões	-19.536	-21.404	-24.638	-27.676	Grandes corporações	181.601	197.264	214.505	232.289
Margem financ. bruta após provisões	119.823	124.794	131.774	140.065	Consumidor	135.461	159.980	182.264	205.905
Margem líq. de juros após provisões	5,4%	5,3%	5,3%	5,2%	Cartões de crédito	68.445	81.368	94.562	108.922
Taxas líquidas de serviços	20.304	21.319	23.385	25.185	Imobiliário	272.692	298.261	329.163	361.544
Resultado do seguro	-13.421	-13.122	-13.900	-14.708	Governo	183.927	179.413	190.422	200.915
Lucro com negociações	4.984	9.833	10.462	11.800	Crescimento dos empréstimos	14,3%	8,5%	9,6%	9,1%
Outras receitas (despesas) operacionais	-3.447	-3.083	-2.894	-3.045	Crescimento dos depósitos	7,3%	11,4%	9,2%	8,8%
Receita operacional	73.618	79.880	84.649	90.725	Margem líq. de juros antes das provisões	6,3%	6,2%	6,3%	6,3%
Índice de eficiência	37,0%	37,1%	37,0%	36,7%	Índice de cobertura de taxas	37,2%	35,6%	36,4%	36,7%
Lucro líquido das subsidiárias	1.713	1.779	1.849	1.937	Índice de empréstimos inadimplentes	0,93%	1,11%	1,18%	1,27%
Impostos	-19.127	-21.747	-22.768	-25.168	Índice de cobertura de provisionamento	180,86%	156,37%	152,40%	148,35%
Participação de minoritários	-16	205	-61	-65	Despesas com provisões/empréstimos médios	1,8%	1,7%	1,8%	1,9%
Lucro líquido	56.188	60.116	63.669	67.430	Alavancagem	2024A	2025E	2026E	2027E
LPA	19,97	21,37	22,63	23,97	Índice de capital regulamentar	21,6%	21,5%	20,5%	20,2%
Ativos	2.471.209	2.635.539	2.814.614	3.020.130	Índice de capital principal	13,2%	14,9%	14,4%	14,5%
Caixa e equivalentes de caixa	102.702	152.808	166.884	181.568	Índice da Basileia	21,8%	21,7%	20,7%	20,4%
Investimentos em títulos	976.673	987.303	1.026.162	1.085.735	Ativos/patrimônio líquido	9,9	9,4	9,7	9,6
Empréstimos líquidos	1.170.660	1.271.403	1.393.499	1.520.303	Empréstimos/depositos	103,3%	100,7%	101,1%	101,3%
Empréstimos brutos	1.190.782	1.293.808	1.419.117	1.549.430	Depósitos/passivos	51,0%	53,6%	54,6%	55,4%
Provisões	-20.122	-22.406	-25.618	-29.127	KPI operacionais	2024A	2025E	2026E	2027E
Passivo	2.221.799	2.354.179	2.523.361	2.706.016	Retorno sobre o ativo ajustado	2,3%	2,4%	2,4%	2,3%
Depósitos	1.133.500	1.262.467	1.378.761	1.500.077	Retorno sobre o patrimônio líquido ajustado	22,3%	22,8%	22,2%	22,0%
Operações compromissadas, opções e derivativos	538.073	518.651	550.477	589.724	Rendimento de dividendos	7,1%	7,8%	8,3%	8,8%
Patrimônio líquido	249.410	281.360	291.253	314.115	Custo de capital próprio (Ke)				13,2%
Valor patrimonial por ação	88,66	100,01	103,53	111,66	Retorno sobre o patr. líq. de longo prazo				21,0%
Dividendos	36.066	39.798	42.081	44.569	Avaliação	2024A	2025E	2026E	2027E
DPA	12,82	14,15	14,96	15,84	P/L (ao preço-alvo - em 12m)				9,8x
Valor de mercado	507.980	507.980	507.980	507.980	P/VP (ao preço-alvo)				2,27x
No. de ações (000)	2.813	2.813	2.813	2.813	P/L (ao preço atual)	9,2x	8,4x	8,0x	7,5x
Ações do balanço de pagamentos	2.883	2.813	2.813	2.813	P/VP (ao preço atual)	2,04x	1,81x	1,74x	1,62x

Fonte: Safra.

Figura 40. Banorte – DRE

Demonstração do resultado (MXN mi)	2024	2025	2026	2027	Cresc. 24/23	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26
Receita de juros	405.433	427.487	430.381	460.544	8,0%	5,4%	0,7%	7,0%
Juros sobre caixa e empréstimos	156.294	157.302	168.520	185.533	12,2%	0,6%	7,1%	10,1%
Juros sobre títulos	247.212	268.111	259.566	272.500	5,4%	8,5%	-3,2%	5,0%
Despesas com juros	-266.073	-281.290	-273.969	-292.803	7,3%	5,7%	-2,6%	6,9%
Depósitos e captação	-56.350	-46.601	-44.324	-48.839	19,3%	-17,3%	-4,9%	10,2%
Juros sobre operações compromissadas, opções e derivativos	-206.600	-231.231	-225.821	-239.781	4,2%	11,9%	-2,3%	6,2%
Custos de empréstimos	-3.124	-3.457	-3.824	-4.184	28,4%	10,7%	10,6%	9,4%
Receita líquida de juros	139.360	146.197	156.412	167.740	-72,2%	4,9%	7,0%	7,2%
Taxas de serviço líquidas	20.304	21.319	23.385	25.185	19,8%	5,0%	9,7%	7,7%
Seguro de renda premium e anuidades	55.293	60.030	64.738	69.747	14,6%	8,6%	7,8%	7,7%
Seguros de reservas técnicas e anuidades	-33.318	-37.156	-40.093	-43.219	17,8%	11,5%	7,9%	7,8%
Custo de aquisição das operações de seguros	-33.498	-33.900	-36.265	-38.757	14,6%	1,2%	7,0%	6,9%
Custo líquido de sinistros e outras obrigações	-1.898	-2.096	-2.281	-2.480	9,4%	10,4%	8,8%	8,7%
Receita de negociação	4.984	9.833	10.462	11.800	27,4%	97,3%	6,4%	12,8%
Outras receitas (despesas) operacionais	-3.447	-3.083	-2.894	-3.045	5,2%	-10,6%	-6,1%	5,2%
Receita não decorrente de juros	8.419	14.947	17.052	19.232	27,5%	77,5%	14,1%	12,8%
Receita total	147.779	161.145	173.464	186.972	-70,9%	9,0%	7,6%	7,8%
Despesas não relacionadas a juros	-54.625	-59.861	-64.177	-68.572	12,4%	9,6%	7,2%	6,8%
Provisões	-19.536	-21.404	-24.638	-27.676	22,5%	9,6%	15,1%	12,3%
Lucro operacional	73.618	79.880	84.649	90.725	-83,4%	8,5%	6,0%	7,2%
Lucro líquido das subsidiárias	1.713	1.779	1.849	1.937	21,3%	3,8%	4,0%	4,8%
Lucro antes dos impostos	75.331	81.659	86.498	92.662	-83,1%	8,4%	5,9%	7,1%
Impostos	-19.127	-21.747	-22.768	-25.168	7,3%	13,7%	4,7%	10,5%
Participação minoritária	-16	205	-61	-65	-97,8%	-1370,1%	-129,9%	5,2%
Resultado líquido	56.188	60.116	63.669	67.430	-86,8%	7,0%	5,9%	5,9%
Métricas operacionais (MXN mi)	2024	2025	2026	2027	Cresc. 24/23	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26
Ativos	2.471.209	2.635.539	2.814.614	3.020.130	8,6%	6,6%	6,8%	7,3%
Carteira de empréstimos bruta	1.190.782	1.293.808	1.419.117	1.549.430	15,4%	8,7%	9,7%	9,2%
Comercial	298.359	312.374	336.362	360.871	17,9%	4,7%	7,7%	7,3%
Entidades financeiras	39.171	50.820	55.028	59.349	53,8%	29,7%	8,3%	7,9%
Grandes corporações	181.601	197.264	214.505	232.289	18,6%	8,6%	8,7%	8,3%
Consumidor	135.461	159.980	182.264	205.905	15,7%	18,1%	13,9%	13,0%
Cartão de crédito	68.445	81.368	94.562	108.922	17,7%	18,9%	16,2%	15,2%
Imobiliário	272.692	298.261	329.163	361.544	7,7%	9,4%	10,4%	9,8%
Governo	183.927	179.413	190.422	200.915	7,0%	2,5%	6,1%	5,5%
Ativo imobilizado	194.242	201.933	204.671	207.515	11,6%	4,0%	1,4%	1,4%
Ativos que rendem juros	2.276.967	2.433.606	2.609.943	2.812.615	8,4%	6,9%	7,2%	7,8%
Custo do risco líquido	1,8%	1,7%	1,8%	1,9%	12 p.b.	-3 p.b.	9 p.b.	5 p.b.
Margem líquida de juros	6,3%	6,2%	6,3%	6,3%	-1 p.b.	-8 p.b.	2 p.b.	-1 p.b.
Margem líquida de juros ajustada ao risco	5,4%	5,3%	5,3%	5,2%	-10 p.b.	-11 p.b.	-5 p.b.	-6 p.b.
Depósitos	1.133.500	1.262.467	1.378.761	1.500.077	7,3%	11,4%	9,2%	8,8%
Índice empréstimos/depósitos	105%	102%	103%	103%	737 p.b.	-257 p.b.	44 p.b.	36 p.b.
Custo médio de captação antes das provisões	12,1%	12,0%	11,0%	10,9%	1207 p.b.	-6 p.b.	-103 p.b.	-6 p.b.
Patrimônio líquido	249.410	281.360	291.253	314.115	0,0%	12,8%	3,5%	7,8%
Rentabilidade/eficiência	2024	2025	2026	2027	Cresc. 24/23	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26
Retorno sobre o patrimônio líquido reportado	22,3%	22,8%	22,2%	22,0%	94 p.b.	47 p.b.	-61 p.b.	-22 p.b.
Retorno sobre o patrimônio líquido ajustado	22,3%	22,8%	22,2%	22,0%	94 p.b.	47 p.b.	-61 p.b.	-22 p.b.
Retorno sobre o ativo reportado	2,3%	2,4%	2,4%	2,3%	-5 p.b.	2 p.b.	0 p.b.	-2 p.b.
Índice de eficiência	37,0%	37,1%	37,0%	36,7%	73 p.b.	18 p.b.	-15 p.b.	-32 p.b.
Alíquota de imposto efetiva	25,4%	26,6%	26,3%	27,2%	2138 p.b.	124 p.b.	-31 p.b.	84 p.b.
Índice de cobertura de tarifas	37,2%	35,6%	36,4%	36,7%	227 p.b.	-155 p.b.	82 p.b.	29 p.b.
Qualidade de ativos/capital	2024	2025	2026	2027	Cresc. 24/23	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26
Índice de capital principal	13,2%	14,9%	14,4%	14,5%	-152 p.b.	164 p.b.	-50 p.b.	14 p.b.
Índice de capital regulamentar	21,6%	21,5%	20,5%	20,2%	106 p.b.	-5 p.b.	-98 p.b.	-34 p.b.
Índice de Basileia	21,8%	21,7%	20,7%	20,4%	104 p.b.	-8 p.b.	-100 p.b.	-35 p.b.

Fonte: Safra.

Visão geral da companhia

O Grupo Financeiro Banorte é uma das principais instituições financeiras do México. Ele oferece um conjunto diversificado de serviços bancários, seguros, gestão de ativos e previdência privada para mais de 13 milhões de clientes bancários e 7,9 milhões de clientes de planos de previdência privada, além de PMEs, empresas e entidades governamentais. Fundado em 1899 e com sede em Monterrey, o Banorte evoluiu de um credor tradicional com foco em empresas e governos para se tornar um banco dinâmico e focado no varejo, alinhando sua estratégia com a de concorrentes globais, como BBVA e Santander. O Banorte tem presença nacional com mais de 1.200 agências, cerca de 12 mil caixas eletrônicos e parcerias com mais de 5.200 estabelecimentos comerciais para serviços de depósito.

Figura 41. Decomposição da margem financeira bruta (MXN bi)

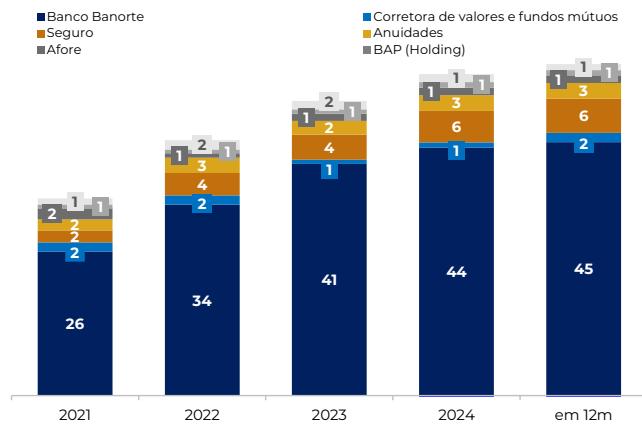
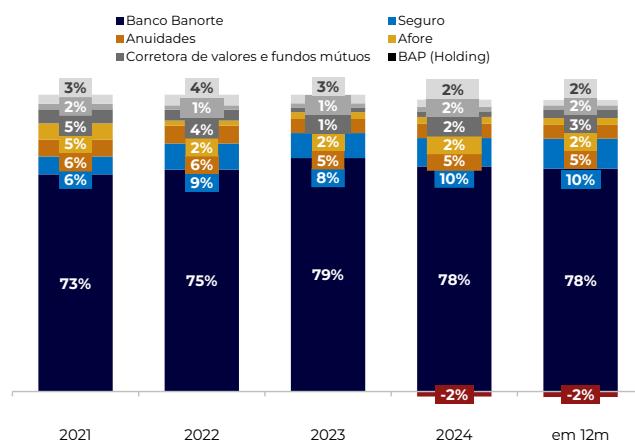


Figura 42. Lucro líquido e retorno sobre o patrimônio líquido



Fonte: companhia e Safra.

Em 2020, o Banorte e o aplicativo de entrega Rappi lançaram uma joint venture 50/50 com o objetivo de oferecer produtos financeiros digitais. O primeiro produto foi o cartão de crédito RappiCard, lançado em 2021 e voltado para clientes mais jovens (75% dos clientes têm menos de 36 anos). No 2T25, a operação atingiu 1,2 milhão de cartões, dos quais 96% foram utilizados em pelo menos uma compra e 74% são usuários ativos mensais. Em 2025, o Banorte adquiriu integralmente o RappiCard em um acordo de USD 50mi e se comprometeu a ser o fornecedor exclusivo de serviços e produtos financeiros da Rappi. A administração do Banorte liderou a operação, tem se concentrado em melhorar a lucratividade e está perto de atingir o ponto de equilíbrio mensal.

Figura 43. RappiCard (milhares de cartões)

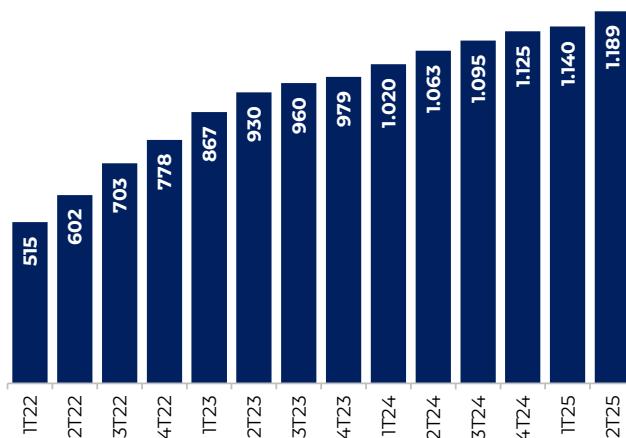
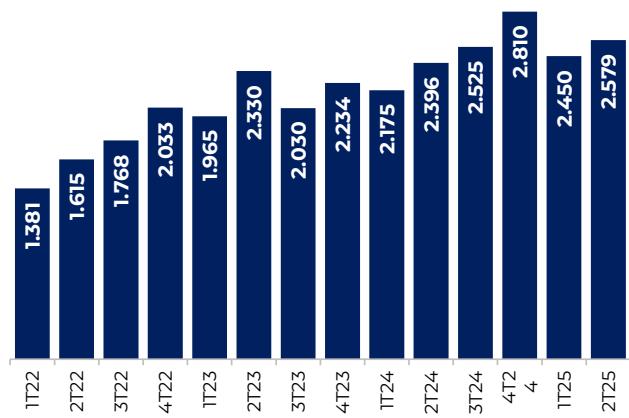


Figura 44. Gasto médio com o RappiCard (MXN)



Fonte: companhia e Safra.

O Banorte não possui um único acionista majoritário. Sua base acionária é globalmente diversificada e composta por investidores individuais e institucionais, representados principalmente por assessores de investimentos. Suas ações estão listadas na BMV sob o ticker GFNORTEO.

Figura 45. Participação por perfil de investidor (agosto 2025)

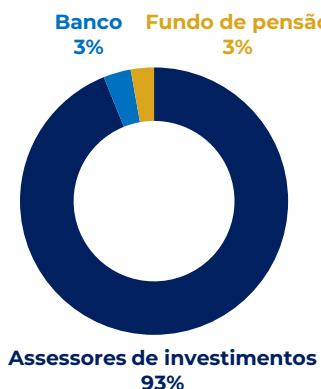
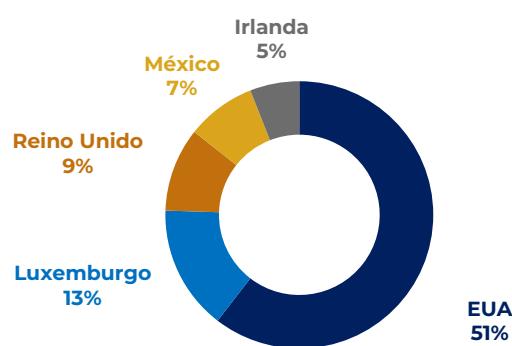


Figura 46. Participação por região do investidor (agosto 2025)



Fonte: companhia e Safra.

Linha do tempo

O Banorte foi criado como Banco Mercantil de Monterrey em 1899, um banco regional, que se fundiu com o Banco Regional del Norte em 1986, criando o Banco Mercantil del Norte, ou simplesmente Banorte. O banco foi então adquirido e privatizado por Roberto González Barrera em 1992. Na primeira de uma série de aquisições, o Banorte foi consolidado no Grupo Financiero Banorte, que se tornou uma instituição multirregional em 1995, superando uma crise financeira no México. Dois anos depois, firmou parceria com outra empresa para oferecer serviços de seguros e previdência.

No início dos anos 2000, o banco concentrou-se na diversificação dos seus negócios: firmou parceria com uma empresa de telecomunicações, adquiriu uma empresa de contas de poupança para aposentadoria e até expandiu a sua operação internacionalmente por meio de outra aquisição. Em 2014, Marcos Ramírez Miguel assumiu o cargo de CEO, cargo que ocupa até hoje, e deu início ao plano Visão Perfeita 20/20, que buscava transformar o Banorte no melhor grupo financeiro do México até 2020, dobrando seus lucros. No final da década, o Banorte havia se tornado a segunda maior instituição financeira do México.

Devido ao sucesso do plano anterior, o Banorte lançou outra estratégia de médio prazo chamada 1,2,3 para iniciar a década de 2020. O banco firmou uma aliança estratégica com a Rappi, expandindo sua oferta de produtos financeiros para além do segmento bancário tradicional. O sucesso do plano 1,2,3 motivou sua sequência, o plano 4,5,6, que foi construído sobre a base já estabelecida, mas com ênfase em personalização. Em 2024, o Banorte lançou o Banco Bineo, o primeiro banco 100% digital do México, que foi vendido para a Klar após menos de 2 anos de operação com o objetivo de centralizar sua oferta e recursos digitais. Em 2025, juntamente com outros bancos mexicanos, o Banorte vendeu sua participação (cerca de 5%) na TransUnion de México, uma agência de crédito focada no segmento de varejo para pessoas físicas, e adquiriu integralmente a Tarjetas del Futuro, sua joint venture com a Rappi, para escalar o negócio altamente personalizável.

Equipe de gestão

Todos os membros da equipe de gestão do Banorte trabalham no banco há pelo menos dez anos e, portanto, estiveram diretamente envolvidos na estruturação e implementação dos planos estratégicos mais recentes da instituição. Alguns deles possuem experiência prévia no setor financeiro, seja em outros bancos ou no órgão regulador nacional.

Figura 47. Equipe de gestão

Equipe de gestão	Cargo
José Marcos Ramírez Miguel Diretor-Presidente	Trabalha no Banorte há 14 anos e possui mais de 30 anos de experiência em finanças. Trabalhou no Santander México por 11 anos em cargos de alta gerência, como CEO. Possui três diplomas, incluindo um MBA pela ESADE Business School.
Rafael Arana de la Garza Diretor Financeiro e de Operações	Trabalha no Banorte há 14 anos. Anteriormente, trabalhou no HSBC e atuou como consultor para diversas empresas. Possui dois diplomas, incluindo um mestrado em ciências com foco em pesquisa operacional e engenharia industrial pela Universidade de Michigan.
Javier Beltrán Cantú Diretor Administrativo	Trabalha no Banorte há 28 anos. Ocupou cargos de alta gerência na Dovetail Mexican Foods e na Gruma Corporation. Possui MBA e mestrado em contabilidade.
Héctor Ávila Flores Diretor Jurídico	Trabalha no Banorte há 10 anos. Ocupou cargos de alta gerência na Invex, Terra Editorial Consortium e Editorial Televisa. É formado em direito.
Isaías Velázquez González Chefe Executivo de Auditoria	Trabalha no Banorte há 25 anos. Anteriormente, trabalhou na CNBV por quase 15 anos. É graduado em contabilidade pública pelo Instituto Politécnico Nacional e possui MBA pela Escola de Negócios IPADE.

Fonte: companhia.

Figura 48. Conselho de administração

Conselho de administração	Anos no cargo	Cargo
Carlos Hank González	10	Presidente e conselheiro titular
Juan Antonio González Moreno	11	Conselheiro titular
David Juan Villarreal Montemayor	31	Conselheiro titular
José Marcos Ramírez Miguel	10	Conselheiro titular
Carlos de la Isla Corry	5	Conselheiro titular
Alicia Alejandra Lebrija Hirschfeld	3	Conselheira titular independente
Clemente Ismael Reyes Retana Valdés	4	Conselheiro titular independente
Mariana Baños Raynaud	2	Conselheira titular independente
Federico Carlos Fernández Senderos	2	Conselheiro titular independente
David Peñaloza Alanís	6	Conselheiro titular independente
José Antonio Chedraui Eguía	10	Conselheiro titular independente
Alfonso de Angoitia Noriega	10	Conselheiro titular independente
Thomas Stanley Heather Rodríguez	9	Conselheiro titular independente
Diana Muñozcano Félix	10	Conselheira titular independente
Héctor Ávila Flores	14	Secretário

Fonte: companhia.

Credicorp

Dupla vantagem: domínio hoje, transformação amanhã

Início de cobertura do Credicorp (BAP) com Compra. Nossa tese se baseia em uma plataforma bancária universal de excelência – BCP (banco múltiplo), Mibanco (microfinanças) e Pacífico/Prima (seguros/pensões) –, que multiplica os lucros ao longo do ciclo, enquanto Yape adiciona um motor de crescimento digital confiável e cada vez mais relevante. Com cerca de 15 mi de usuários ativos mensalmente e receitas ajustadas ao risco de aproximadamente 5%–6%, o Yape fortalece a geração de taxas, reduz os custos de captação por meio de maior engajamento/depósitos e expande a inclusão financeira. Esses fatores combinados reforçam a vantagem estratégica do Credicorp em comparação com seus pares peruanos e andinos.

Operacionalmente, o Credicorp atua a partir de uma posição de força e liderança no Peru. No 2T, o Credicorp registrou retorno sobre o patrimônio líquido de aproximadamente 20,7%, margem líquida de juros ajustada ao risco de cerca de 5,4%, eficiência por volta de 45%, custo de risco em torno de 1,6% e inadimplência na faixa de 5%. A administração projetou retorno sobre o patrimônio líquido de cerca de 19% para 2025, ressaltando a resiliência da margem conforme a originação de varejo se recupera e o mix melhora. A monetização do Yape está expandindo além do P2P (entre pares) para adquirência e crédito (consumidor e PMEs). Cerca de 541 mil clientes tomaram empréstimo pela primeira vez desde 2020 e há cerca de 3 mi de clientes ativos de crédito atualmente, com meta de alcançar 5 mi até 2026. Os relacionamentos de crédito estão se mostrando uma poderosa alavanca de vendas cruzadas (reforçando seu status de banco principal por meio de empréstimos consignados, cartões e poupança), com baixo custo marginal para analisar o histórico de crédito de usuários cadastrados, o que sustenta uma economia unitária atraente.

Avaliação atrativa vs. níveis históricos; Yape parece subvalorizado. Acreditamos que a avaliação e os catalisadores favorecem uma reprecificação com base em qualidade a preço razoável. Vemos o mercado subestimando tanto a sustentabilidade do retorno sobre o patrimônio líquido central na faixa dos 15%–19%, quanto a opcionalidade das oportunidades de crédito do Yape para comerciantes/PMEs. Com a normalização dos custos de financiamento e a melhora do mix de depósitos, a resiliência dos lucros pode surpreender positivamente. Além disso, a redução dos riscos relacionados a questões jurídicas pode gerar oportunidades claras para retornos incrementais de capital. Evidências de curto prazo incluem a continuidade dos indicadores-chave de desempenho favoráveis do Yape (engajamento, taxa de intermediação, penetração de crédito e perdas), custos de crédito estáveis à medida que a escala das micro/PMEs aumenta e atualizações nas distribuições a acionistas.

Projetamos lucro líquido de PEN 7,0bi (retorno sobre o patrimônio líquido de 19,5%) e PEN 7,6bi (retorno sobre o patrimônio líquido de 20,0%) para 2025 e 2026.

Nossos números estão 2% e 4% acima das estimativas de consenso, respectivamente, e nossas estimativas para 2025 correspondem ao topo da projeção anual. Tanto o crescimento da carteira de empréstimos quanto as margem líquida de juros estão na faixa superior, impulsionados principalmente por um ciclo de crédito favorável com a retomada do risco na carteira de crédito.

Potencial de valorização implícito de 29% sobre o preço-alvo de USD 340. Utilizamos um modelo de desconto de dividendos para calcular a avaliação justa, com um Ke de 11%, beta de 1,0 e crescimento na perpetuidade (g) de 3% a partir de 2030. A companhia estaria sendo negociada a 10,5x e 9,6x o P/L em 2025 e 2026, respectivamente, vs. níveis históricos de 11x. Os múltiplos P/VP estariam sendo negociados a 1,93x e 1,79x em 2025 e 2026, respectivamente.

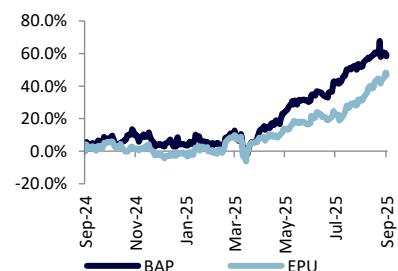
Riscos. (i) Macro/comércio e commodities – o ciclo do Peru permanece suscetível a choques advindos do cobre e da política comercial, que podem influenciar a demanda por crédito, taxas e tendências de provisionamento; (ii) política monetária e custos de captação – a trajetória do BCRP, que depende de dados, pode afetar a preificação dos depósitos, os rendimentos dos ativos e a margem líquida de juros; (iii) concorrência/interoperabilidade – interoperabilidade obrigatória de carteira (Yape/PLIN) comoditiza o P2P, elevando o nível da experiência do usuário, das ferramentas do comerciante e do processo de análise de crédito; (iv) ciclo de crédito (micro/PME) – com normalização mais rápida do que o esperado, já que o aumento da escala de originação pode aumentar perdas e provisões; e (v) câmbio/político – a volatilidade do PEN pode impactar a dinâmica da dolarização e os custos de risco.

BAP	
Recomendação	Compra
Preço atual	USD 263,7
Preço-alvo em 12m	USD 340,00
Potencial de valorização	29%

Múltiplos	24A	25E	26E
P/L	13,3x	10,5x	9,6x
P/VP	2,13x	1,93x	1,79x
Rend. de dividendos	5,0%	4,3%	5,7%

Dados de mercado	
Valor de mercado	USD 29,944bi
Mín./máx. de 52 semanas	USD 165/281
Volume médio de negociação diário (3m)	USD 86mi
Ações em circulação	79,4mi
Free float	65%
Desempenho (12m)	46,7%
Desempenho acumulado no ano	43,8%

BAP vs. EPU



Fonte: Bloomberg.

Tese de investimento

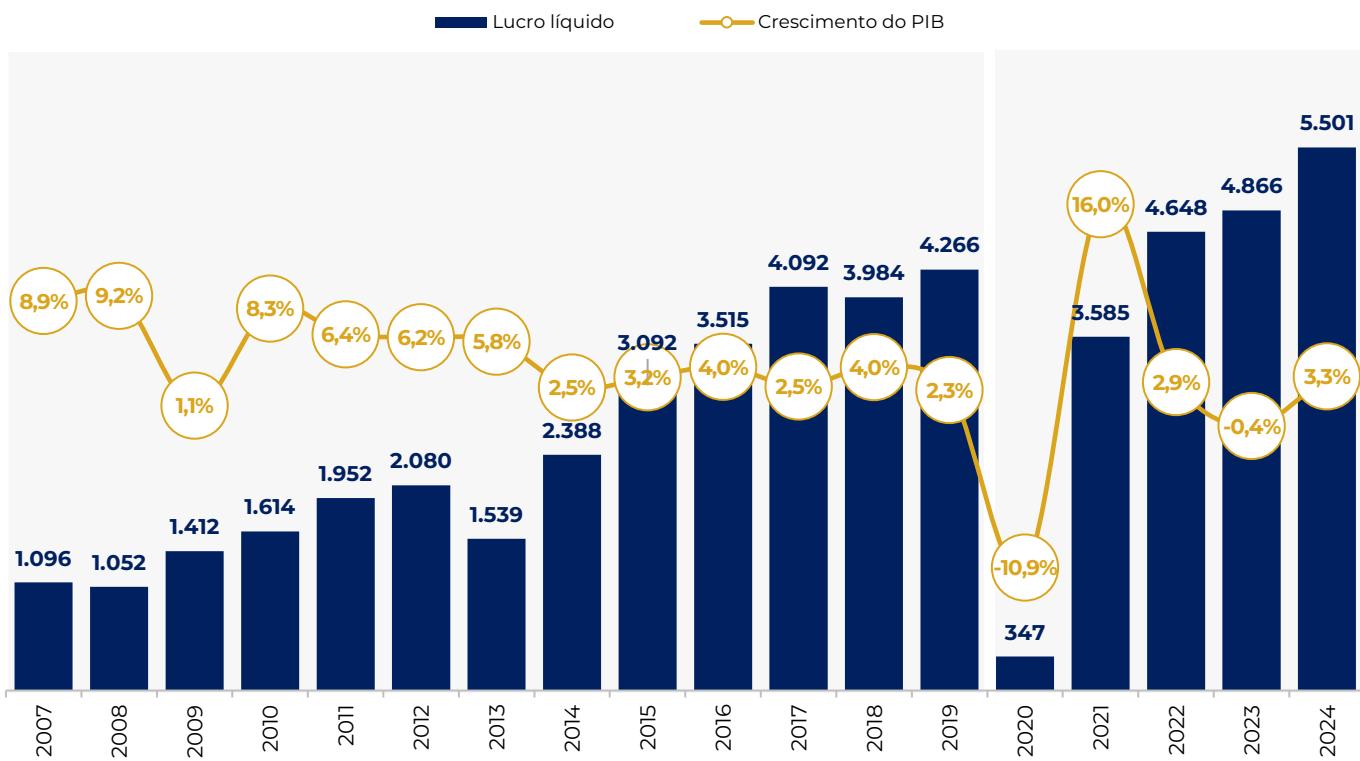
Dupla vantagem: domínio hoje, transformação amanhã

Início da cobertura do Credicorp (BAP) com recomendação de Compra. Em nossa opinião, o Credicorp combina uma franquia bancária universal de primeira linha e monetização digital confiável com uma avaliação que, em nossa opinião, já desconta seus retornos sustentados na faixa de 16%-19%. O modelo integrado do Credicorp – serviços bancários múltiplos (BCP), microfinanças (Mibanco) e seguros/planos previdência (Pacífico/Prima) – sustenta uma rentabilidade central resiliente e proporciona diversificação ao longo dos ciclos econômicos. Também destacamos a significativa oportunidade de geração de valor do Yape com inclusão financeira, pagamentos digitais e expansão do alcance do crédito, o que representa uma sólida defesa contra a disruptão das fintechs.

O grupo é a principal plataforma financeira do Peru, abrangendo serviços bancários múltiplos (BCP), microfinanças (Mibanco) e seguros/planos de previdência (Pacífico/Prima), sendo que o banco múltiplo responde pela maior parte dos lucros. Escala e distribuição estão sendo reforçadas pelo Yape, o superaplicativo de pagamentos e finanças do Credicorp, que atingiu cerca de 15 milhões de usuários ativos mensalmente e representou cerca de 5,5% da receita ajustada ao risco no 2T25, sustentando o crescimento das tarifas e a captação a baixo custo. Esses atributos reforçam a rentabilidade resiliente do Credicorp e sua diferenciação em relação aos pares peruanos e andinos.

O retorno sobre o patrimônio líquido do Credicorp está atualmente em 20,7%, sustentado por uma margem líquida de juros ajustada ao risco recorde de aproximadamente 5,4%, um índice de eficiência de cerca de 44%, um custo do risco por volta de 1,6% e inadimplência de cerca de 5%. A administração também elevou a projeção de retorno sobre o patrimônio líquido em 2025 para aproximadamente 19%, sinalizando confiança na resiliência das margens e na normalização do custo do crédito. Em nossa visão, o ritmo dos lucros no curto prazo tende a ser estável, em vez de excepcional, à medida que a originação no varejo se recuperar, o mix de captação melhorar e a monetização do Yape expandir para compensar o crédito por meio da gestão prudente de riscos do segmento de micro e pequenas e médias empresas.

Figura 49. Lucro líquido vs. crescimento do PIB



Fonte: companhia.

Avaliação atraente em comparação com níveis históricos; Yape parece subvalorizado. Consideramos a configuração atual atrativa para uma reprecificação com base em qualidade a preço razoável. Com um P/L de 9,6x em 2026 e um P/VP de 1,93x em 2025, a ação, em nossa opinião, não precisa adequadamente a sustentabilidade de um retorno sobre o patrimônio líquido central na faixa dos 16%-19%, nem um vetor de crescimento digital agora tangível

que é o Yape (receita ajustada ao risco de cerca de 5%–6%, dobrando em relação ao ano anterior), com claras opções de monetização por meio de comerciantes e no crédito para PMEs/consumidor. À medida que os custos de financiamento normalizarem e o mix de depósitos melhorar, vemos risco positivo para a resiliência e a opcionalidade dos lucros, o que não está totalmente incorporado nos múltiplos, especialmente se houver clareza jurídica que elimine obstáculos residuais às distribuições adicionais. Os catalisadores no curto prazo incluem a continuidade dos marcos de monetização do Yape, custos de crédito estáveis – à medida que a originação de micro/PMEs crescer – e atualizações no retorno de capital. O risco negativo é atenuado pela diversificação dos lucros e uma política de distribuição de dividendos ordinários (maior ou igual a 25%). Em resumo, acreditamos que a tendência favorece a expansão dos múltiplos e revisão das estimativas daqui para a frente, corroborando nossa recomendação de Compra.

Principais riscos e sensibilidades. (i) SUNAT/legal: Embora a autuação de cerca de PEN 1,6bi feita pela SUNAT tenha sido cancelada em 14 de agosto de 2025, o Credicorp mantém ações judiciais e permanece residualmente na mídia, assim como permanece a incerteza em relação ao retorno do capital; (ii) macro/comércio e commodities: O crescimento do Peru continua suscetível a choques externos (especialmente ao preço do cobre e à política comercial) e, embora o Banco Central do Peru (BCRP) tenha sinalizado apenas um impacto moderado das recentes medidas tarifárias dos EUA, a volatilidade ainda pode afetar a demanda por crédito, taxas e provisionamento; (iii) política monetária e custos de financiamento: A trajetória da política depende de dados (o BCRP manteve a taxa básica de juros em 4,50% em agosto de 2025 e a cortou para 4,25% em setembro de 2025). Mudanças podem pressionar a precificação dos depósitos, os rendimentos dos ativos e a margem líquida de juros; (iv) concorrência/interoperabilidade: A interoperabilidade de carteira obrigatória (Yape/PLIN) comoditiza o P2P básico, elevando o nível da experiência do usuário, das ferramentas de comerciantes e da análise de crédito. A intensificação da concorrência pode comprimir as taxas de intermediação e o engajamento; (v) ciclo de crédito (micro/PME): Embora a qualidade dos ativos e o custo de risco tenham se mantido benignos no 2T25, uma normalização mais rápida do que o esperado, à medida que a originação aumentar, pode aumentar as perdas e as provisões; (vi) alterações no sistema previdenciário: Saques repetidos de fundos de pensão (AFP) – lei aprovada em 18 de abril de 2024, com um novo projeto de lei sobre saques aprovado em 18 de setembro de 2025 – podem reduzir os ativos sob gestão/taxas da Prima AFP e impactar a liquidez dos mercados de capitais locais; e (vii) eventos cambiais/políticos: Eventos políticos e choques externos podem resultar em volatilidade do PEN. As projeções de referência apontam para volatilidade dentro de uma faixa mais estreita até o fim de 2025, o que pode afetar a dinâmica da dolarização e os custos de risco.

Yape: Alavancagem operacional encontra inclusão financeira

A monetização está se diversificando e a economia unitária está passando por um ponto de inflexão. O Yape evoluiu de forma decisiva para além de uma carteira digital pura e se tornou um modelo com três pilares: pagamentos P2M (de pessoa para comerciante), serviços financeiros e marketplace. No 2T24, sua economia unitária atingiu o ponto de equilíbrio e, desde então, o aplicativo tem apresentado forte escalabilidade e alavancagem operacional, o que, em nossa opinião, representa um caminho para uma contribuição duradoura e significativa para o DRE do BAP.

Figura 50. Usuários ativos vs. usuários geradores de receita do Yape

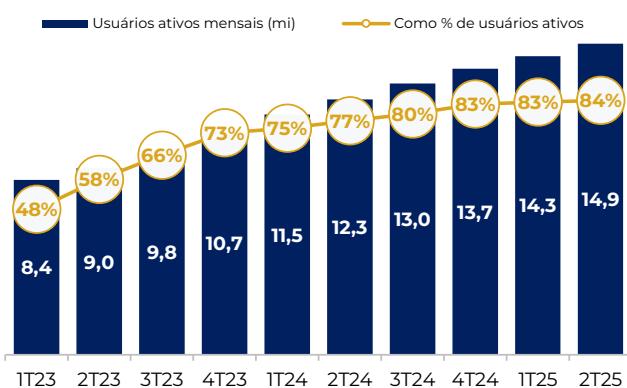
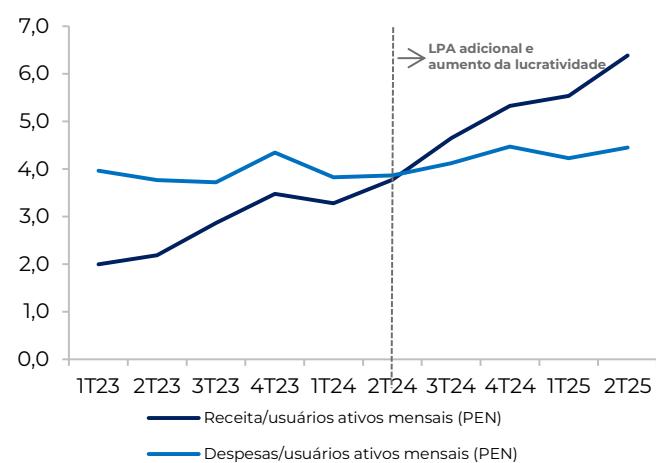


Figura 51. Economia unitária



Fonte: companhia e Safra.

O ecossistema de pagamentos continua sendo impulsionado pelo aumento do engajamento de pessoas físicas e comerciantes. Os pagamentos representam 53% das receitas do Yape e continuam em tendência de crescimento. Embora o aplicativo ofereça serviços pagos e gratuitos, o Yape tem aumentado com sucesso o engajamento, as

vendas cruzadas e a monetização dos usuários. Analisando mais perto a base de usuários, o banco não só conseguiu aumentar o número de usuários a uma taxa anual composta trimestral de 6,6% desde o 1T23, como também expandiu a porcentagem de usuários geradores de receita, que agora é 84%. Em relação aos comerciantes, o Yape conseguiu monetizar tanto por meio de transferências P2M quanto por meio de seu sistema ponto de venda (POS). Esses movimentos também ajudaram a aumentar a porcentagem do volume total de pagamentos monetizado. No entanto, identificamos alguns desafios estratégicos do lado do comerciante, já que alguns concorrentes vêm reduzindo taxas e comissões, o que deve resultar em uma taxa de intermediação estruturalmente menor para o Yape, pressionando o aplicativo a continuar desenvolvendo serviços de valor agregado.

Figura 52. Volume total de pagamentos (VTP) do Yape vs. volume total de pagamentos gerador de receita (%)

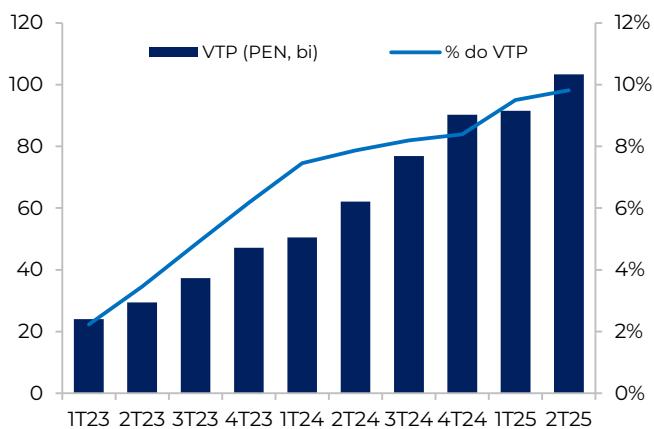
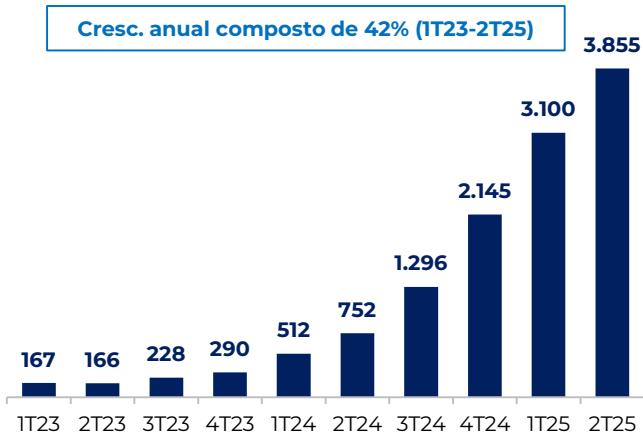


Figura 53. Número de desembolsos de empréstimos



Fonte: companhia e Safra.

A optionalidade de crédito é real e está ganhando força em escala nacional. A maior optionalidade de lucro está no crédito: desde 2020, o Credicorp relata que cerca de 541 mil peruanos receberam seu primeiro empréstimo formal por meio do BCP/Yape, demonstrando que os dados de transações podem ser utilizados para conceder crédito a clientes com histórico limitado, criando um longo fluxo de tomadores recorrentes que passam a se integrar ao ecossistema BCP/Mibanco.

Atualmente, o Yape conta com cerca de 3 milhões de clientes por meio de empréstimos e tem como meta atingir cerca de 5 milhões até o fim de 2026. Dentro dessa base, estabelecer uma relação de crédito é uma das alavancas de vendas cruzadas mais poderosas, elevando o Yape ao status de banco principal (principalidade). Como as decisões de originação, atendimento e risco estão integrados no aplicativo e utilizam as infraestruturas existentes de dados e cobrança, o custo marginal para conceder crédito incremental a um usuário já integrado permanece baixo, sustentando uma economia unitária atrativa, mesmo em operações de baixo valor. Esperamos que o aumento da penetração do crédito impulsione o engajamento e a monetização nos serviços de pagamentos e para comerciantes, enriqueça o ciclo de dados para análise de crédito e sustente um ciclo virtuoso que amplifique o valor ao longo da vida do cliente.

A regulamentação amplia o mercado, mas reduz as vantagens competitivas; Yape precisa vencer em produtos e dados. A interoperabilidade liderada pelo banco central do Peru impulsionou a adoção de carteiras digitais (Yape e Plin) reduzindo a fricção na aceitação. No entanto, também dilui os efeitos de rede de sistemas fechados. Com o avanço das iniciativas de pagamentos abertos, esperamos um certo grau de comoditização e acreditamos que a vantagem competitiva do Yape passará a ser a diferenciação na camada de serviço e a vantagem competitiva em dados dentro da franquia mais ampla do BAP.

Comparando Yape e PicPay (é uma referência razoável?)

A tese de Yape se sustenta por si só. É uma história sobre escala, aumento da receita média por usuário e crédito como uma opcionalidade de crescimento. No entanto, é sempre importante calibrar uma trajetória de crescimento com um ecossistema mais maduro. Em nossa opinião, o PicPay oferece essa referência: um superaplicativo que já se transformou de um simples aplicativo de transferência P2P para uma ferramenta de monetização com múltiplos produtos (pagamentos, adquirência, crédito e seguros) e lucratividade sustentada.

Comparar o Yape com o PicPay ajuda a separar as características específicas do Peru do que é intrínseco ao modelo de negócios, o que mostra onde o Yape se encontra em sua trajetória de crescimento e até onde os lucros podem ir dentro dos resultados consolidados do BAP.

Estrutura de mercado: após a interoperabilidade, as vantagens competitivas migram para camadas superiores. No Peru, o banco central fez com que as carteiras principais se comunicassem entre si, o que é ótimo para a adoção (qualquer comerciante que aceite uma carteira pode aceitar as outras), mas também significa que os "canais" subjacentes são praticamente os mesmos para todos. Como Yape e Plin operam em uma infraestrutura compartilhada, o verdadeiro campo de batalha é o que cada aplicativo constrói sobre ela: melhor experiência do usuário, liquidação mais rápida, ferramentas para comerciantes e crédito.

No Brasil, o sistema de transferências/pagamentos instantâneos PIX do Banco Central no mercado doméstico continua adicionando recursos, como pagamentos recorrentes automáticos e parcelamentos, migrando gradualmente os gastos dos cartões para transferências diretas entre contas. Isso confere ao PicPay mais casos de uso para monetizar diretamente a partir da infraestrutura.

Yape segue o caminho do PicPay. Os usuários do Yape fazem muitos pagamentos diários e de valor baixo. Portanto, a receita cresce à medida que cada pessoa usa o aplicativo com mais frequência e adota complementos, como pagamento a comerciantes ou pequenos empréstimos, semelhante às operações iniciais do PicPay. Conforme o negócio amadurece, os dados disponíveis possibilitam que empréstimos sem garantia sejam concedidos a clientes que não seriam os principais alvos do BCP, expandindo o alcance do Credicorp com um nível razoável de confiança na subscrição de crédito.

Isso já elevou o número de desembolsos de crédito de cerca de 850 mil/ano em 2023 para 4,7 milhões/ano em 2024, atualmente a uma taxa de aproximadamente 15 milhões/ano em 2025, evidenciando o efeito da escalabilidade e o forte estágio de crescimento do negócio. No futuro, vemos uma oportunidade muito promissora para aumentar a penetração de crédito de cerca de 20% para aproximadamente 25% da base de usuários ativos mensais até 2026 – ou seja, de aproximadamente 3 milhões de tomadores de empréstimo dos quase 15 milhões de usuários ativos mensais atuais para cerca de 5 milhões de tomadores de empréstimo, pressupondo por volta de 20 milhões de usuários ativos mensais em 2026, com os relacionamentos de crédito atuando como uma alavancinha-chave de vendas cruzadas (elevando o status para banco principal) e custo marginal mínimo para conceder crédito adicional aos usuários integrados.

Vale ressaltar que o PicPay atua no Brasil, que tem uma população adulta cerca de cinco a seis vezes maior que a do Peru, sem limite para microcrédito, o que representa uma diferença estrutural no tamanho do mercado potencial total e no potencial de lucratividade.

Mix de monetização e economia unitária. O Yape está em fase de expansão do receita média por usuário, com receita ancorada em taxas P2M, crédito emergente e marketplace, além de uma melhora no spread entre receita média por usuário e custo de serviço (CTS) após atingir o ponto de equilíbrio. O PicPay já é uma fintech diversificada e lucrativa, com receitas de taxas, seguros e crédito, o que torna seus lucros mais resilientes. Portanto, o Yape apresenta opcionalidades de crescimento tangíveis devido ao seu crescimento em estágio inicial.

O Yape monetiza a aceitação de PMEs (empresa/POS), mas compete com a proposta de taxa zero da Plin. Portanto, a taxa de intermediação pode estar sob pressão devido à concorrência e sua sustentabilidade depende da utilidade tangível para o comerciante, com serviços de valor agregado. O PicPay opera adquirência em escala, monetizando tanto a aceitação quanto o desconto de recebíveis e o crédito em fluxos de transações PIX para comerciantes.

Mesmo com algumas particularidades, achamos a estrutura de receita muito semelhante em termos gerais, com os serviços financeiros contribuindo com uma participação de 44% para ambos, enquanto a maior parcela vem de pagamentos.

Figura 54. Estrutura da receita do Yape vs. PicPay – em 2024

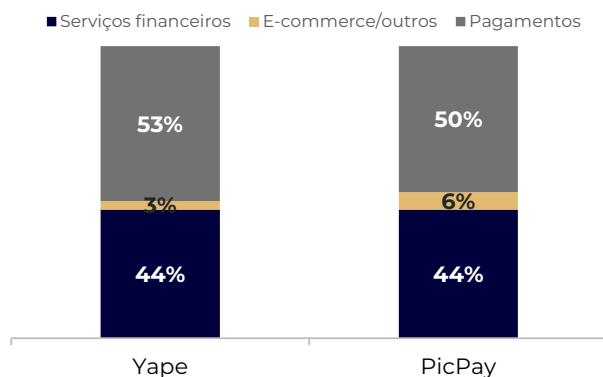
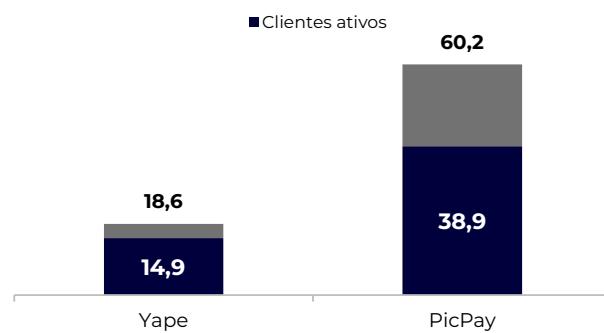


Figura 55. Estrutura do usuário do Yape vs. PicPay



Fonte: companhia e Safra.

Nossas melhores estimativas para os números e a avaliação de Yape

Utilizamos os dados disponíveis e certas premissas para estimar os resultados e a avaliação de Yape. Com base nos números divulgados pelo Yape, observamos um crescimento exponencial na receita por cliente, enquanto as despesas por cliente permaneceram em níveis controlados, o que implica uma alta alavancagem operacional, semelhante à observada entre os neobancos brasileiros. Com o crescimento exponencial da base de usuários ativos do Yape, projetamos um cenário ainda mais favorável para a economia unitária nos próximos trimestres. A fim de estimar o resultado e a avaliação de Yape, levamos em consideração sua meta de 5 milhões de clientes com crédito até o fim de 2026.

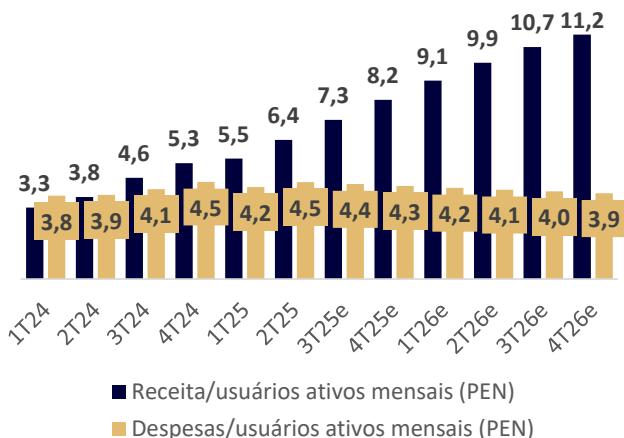
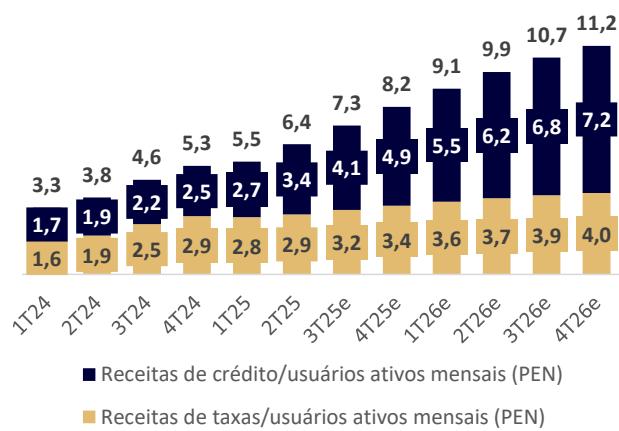
Nossas melhores estimativas chegaram a 18,2 milhões de usuários ativos até o fim de 2026, o que possibilitaria ao Yape realizar cerca de 25 milhões de desembolsos em 2026. Portanto, presumindo um ticket médio de PEN 350 por desembolso, uma margem líquida de juros anualizada de 75% e um prazo de 2,5 meses, estimamos que a margem financeira poderia atingir PEN 1,350bi até o fim de 2026. Em relação ao custo de risco, estimamos uma relação de 20% entre provisões e margem financeira, entre 13% do BCP e 29% do Mibanco. Para as taxas, usamos uma trajetória de crescimento descendente, e as despesas operacionais foram estimadas com base na alavancagem operacional na economia unitária projetada para 2026. No total, chegamos a um lucro líquido de aproximadamente PEN 730mi.

Considerando um múltiplo P/L de 20x como referência para uma avaliação potencial do Yape, chegamos a um negócio avaliado em USD 4,1bi (cerca de 17% do valor de mercado do Credicorp).

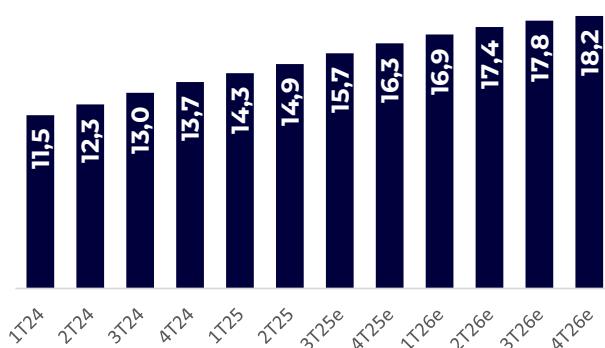
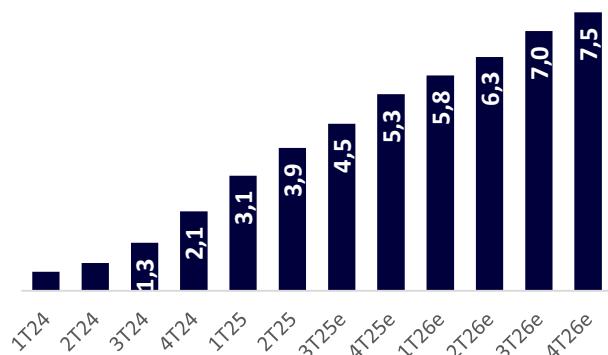
Figura 56. Economia unitária do Yape

Yape	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2T24	3T24	4T24	1T25	2T25	3T25	4T25	1T26	2T26	3T26	4T26	
Indicadores trimestrais																	
Receita/usuários ativos mensais (PEN)																	
Receita/usuários ativos mensais (PEN)	2,0	2,2	2,9	3,5	3,3	3,8	4,6	5,3	5,5	6,4	7,3	8,2	9,1	9,9	10,7	11,2	
Despesas/usuários ativos mensais (PEN)	4,0	3,8	3,7	4,3	3,8	3,9	4,1	4,5	4,2	4,5	4,4	4,3	4,2	4,1	4,0	3,9	
Resultado líquido/usuários ativos mens	-2,0	-1,6	-0,9	-0,9	-0,5	-0,1	0,5	0,9	1,3	1,9	2,9	4,0	4,9	5,8	6,6	7,3	
Usuários ativos mensais (mi)	8,4	9,0	9,8	10,7	11,5	12,3	13,0	13,7	14,3	14,9	15,7	16,3	16,9	17,4	17,8	18,2	
Receitas de taxas/usuários ativos mensais (PEN)*					1,6	1,9	2,5	2,9	2,8	2,9	3,2	3,4	3,6	3,7	3,9	4,0	
Receitas de crédito/usuários ativos mensais (PEN)*					1,7	1,9	2,2	2,5	2,7	3,4	4,1	4,8	5,5	6,2	6,8	7,2	
No. de desembolsos (milhares)						0,5	0,8	1,3	2,1	3,1	3,9	4,5	5,3	5,8	6,3	7,0	7,5

Fonte: companhia e Safra. *Melhor estimativa do Safra.

Figura 57. Receita média por cliente ativo do Yape vs. custo de serviço

Figura 58. Decomposição da receita do Yape


Fonte: companhia e Safra

Figura 59. Usuários ativos mensais do Yape

Figura 60. Desembolsos de empréstimos do Yape (milhares)


Fonte: companhia e Safra

Figura 61. Exercício proprietário do resultado e da avaliação de Yape

	2025E	2026E
DRE do Yape (PEN mi)		
Margem financeira bruta	700	1.350
Perdas de crédito esperadas	-140	-270
Margem líquida de juros após perdas	560	1.080
Receita de taxas	570	800
Lucro bruto	1.130	1.880
Despesas operacionais	800	850
EBT	330	1.030
Lucro Líquido	233	726
P/L		20x
Valor Líquido dos ativos		4.149

Fonte: Safra.

Além de Yape, onde estão as oportunidades para o Credicorp?

Realizamos uma análise detalhada da decomposição do retorno sobre o patrimônio líquido do Credicorp, que destaca que a lucratividade futura será cada vez mais impulsionada pela margem financeira, pelas taxas e por seguros. Cada uma dessas linhas deverá contribuir mais fortemente para os retornos por meio de uma combinação de fatores estruturais e cíclicos. Abaixo, descrevemos os principais impulsionadores que sustentam esses três pilares da lucratividade.

Margem financeira. A trajetória recente da margem financeira do Credicorp é sustentada por uma mudança sustentada no mix de ativos, voltada para empréstimos de varejo e microfinanças com maior rentabilidade, especialmente em financiamento ao consumidor, cartões de crédito e no Mibanco, onde os spreads permanecem estruturalmente mais amplos. Esse reposicionamento do apetite ao risco do banco combina com a sua gestão proativa de captação, já que o BCP continua expandindo os depósitos transacionais de baixo custo por meio de suas plataformas digitais e ecossistema (notadamente o Yape).

Taxas. A receita de taxas deverá se beneficiar de diversos fatores favoráveis, tanto seculares quanto cíclicos. No varejo, a aceleração da adoção de cartões e pagamentos digitais está se refletindo em maiores volumes de transações, receitas de intercâmbio e oportunidades de monetização com usuários digitais ativos. Ao mesmo tempo, o Credicorp Capital se prepara para se beneficiar da recuperação cíclica dos fluxos de assessoria, corretagem e gestão de patrimônio à medida que as condições de mercado se normalizam, enquanto as distribuições de bancassurance, por meio do BCP, oferecem uma fonte de crescimento recorrente de taxas com baixo capital. Essa diversificação entre pagamentos, gestão de patrimônio e distribuição de seguros garante que a receita de taxas continue sendo um pilar crescente e resiliente da lucratividade do grupo.

Seguros. As operações de seguros da Pacifico estão posicionadas para entregar melhores resultados técnicos e crescimento nos lucros, impulsionadas pela disciplina de subscrição e pelo reajuste de preço dos produtos nos segmentos médico e automotivo, além de uma gestão mais rigorosa de sinistros. A estabilização da sinistralidade, combinada com a digitalização contínua dos processos de sinistro e de emissão de apólices, sustenta uma perspectiva mais favorável para o índice combinado. Além disso, a integração mais profunda com os canais de distribuição do BCP deve impulsionar a penetração de produtos lucrativos de seguro prestamista e proteção, aumentando os volumes de bancassurance a baixos custos de aquisição. Como resultado, o segmento de seguros deve contribuir de forma mais significativa para o retorno sobre o patrimônio líquido do grupo, tanto por meio de margens de subscrição mais elevadas quanto da maior escala nas atividades de bancassurance geradoras de taxas.

Figura 62. Decomposição do retorno sobre o patrimônio líquido do Credicorp

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
Credicorp							
Margem financeira	35%	37%	41%	42%	42%	41%	43%
Provisões líquidas	-24%	-5%	-7%	-12%	-11%	-7%	-9%
Margem financ. apóis provisões	11%	32%	34%	30%	32%	34%	34%
Taxas	12%	14%	13%	12%	11%	12%	12%
Despesas operacionais	-30%	-31%	-31%	-30%	-30%	-31%	-31%
Seguro	1%	0%	3%	4%	4%	4%	4%
Outro	6%	6%	5%	6%	7%	9%	9%
Lucro operacional	1%	21%	25%	22%	23%	28%	28%
EBT	1%	21%	25%	22%	23%	28%	28%
Imposto de renda	1%	-7%	-8%	-6%	-6%	-8%	-8%
Lucro líquido	1,4%	14,2%	17,1%	15,9%	17,2%	19,5%	20,0%

Fonte: companhia e Safra.

Riscos

Insegurança jurídica após disputa com a SUNAT. Embora a autuação fiscal de PEN 1,6bi feita pela SUNAT tenha sido cancelada em agosto de 2025, o Credicorp segue com medidas legais, deixando incertezas residuais em relação aos retornos de capital e ao risco de possível exposição na mídia.

Exposição à volatilidade macroeconômica e comercial. A perspectiva econômica do Peru continua vulnerável a choques externos, particularmente às flutuações nos preços do cobre e aos desdobramentos da política comercial. Embora o Banco Central do Peru (BCRP) tenha minimizado o impacto das recentes tarifas dos EUA, condições macroeconómicas adversas podem prejudicar a demanda por crédito, a geração de receita com taxas e a qualidade dos ativos.

Mudanças na política monetária e pressões sobre os custos de captação. O recente corte de 4,50% para 4,25% na taxa de juros pelo BCRP destaca uma postura política baseada em dados. Novos ajustes nas taxas podem impactar a precificação de depósitos, os rendimentos dos ativos e as margens de juros líquidas, introduzindo volatilidade nos lucros.

Pressão competitiva da interoperabilidade de carteiras digitais. As exigências regulatórias para interoperabilidade entre Yape e PLIN estão transformando as transações P2P básicas em commodities, o que eleva o nível de competição em termos de experiência do usuário, serviços para comerciantes e subscrição, potencialmente comprimindo as taxas de intermediação e o engajamento do usuário.

Normalização do ciclo de crédito no segmentos micro e PME. Apesar da qualidade dos ativos e do custo de risco favoráveis no 2T25, uma normalização mais rápida do que o esperado (à medida que escala da originação de crédito aumentar) pode resultar em aumento das perdas de crédito e da necessidade de provisionamento, especialmente nas carteiras de micro, pequenas e médias empresas.

Reforma do sistema previdenciário e saques da AFP. As repetidas aprovações legislativas de saques da AFP (sendo a mais recente em setembro de 2025) ameaçam reduzir os ativos sob gestão e a receita de taxas da Prima AFP, além de prejudicar a liquidez nos mercados de capitais locais do Peru.

Riscos de volatilidade cambial e política. O PEN permanece suscetível a desdobramentos políticos e choques externos. Uma perspectiva cambial mais fraca no fim do ano pode influenciar as tendências de dolarização e elevar os custos de risco em todo o sistema bancário.

Informações financeiras

Empréstimos e depósitos. Esperamos que o total de empréstimos cresça a uma taxa anual composta de 6% em três anos e que os segmentos de crédito ao consumidor e cartão de crédito ganhem relevância nesse mix. Por outro lado, as carteiras de empréstimos do Mibanco e das PMEs crescerão a uma taxa anual composta de 5% e 6%, respectivamente.

Figura 63. Decomposição dos empréstimos (PEN bi)

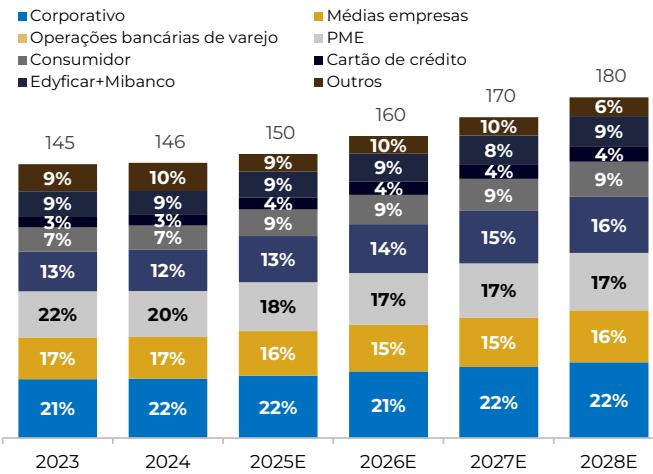
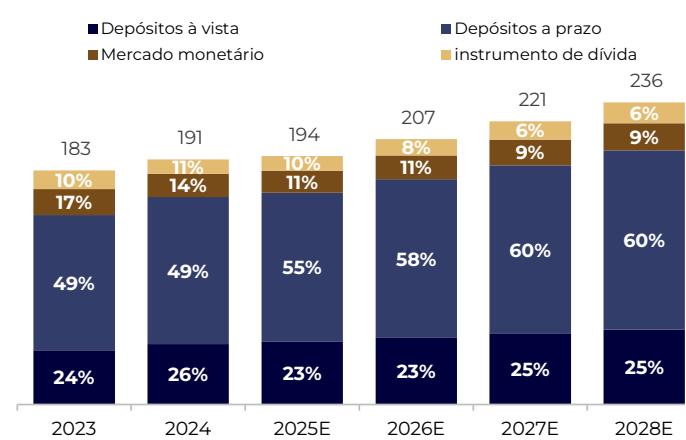


Figura 64. Decomposição dos depósitos (PEN bi)



Fonte: companhia e Safra.

Qualidade dos ativos. A inadimplência deve aumentar gradualmente à medida que os empréstimos ao consumidor ganharem relevância no mix da carteira, embora ainda deva permanecer próxima da média histórica. O custo de risco deve seguir o mesmo caminho, mas a margem líquida de juros ajustada ao risco deve aumentar gradualmente.

Figura 65. Margem líquida de juros e margem líquida de juros ajustada ao risco

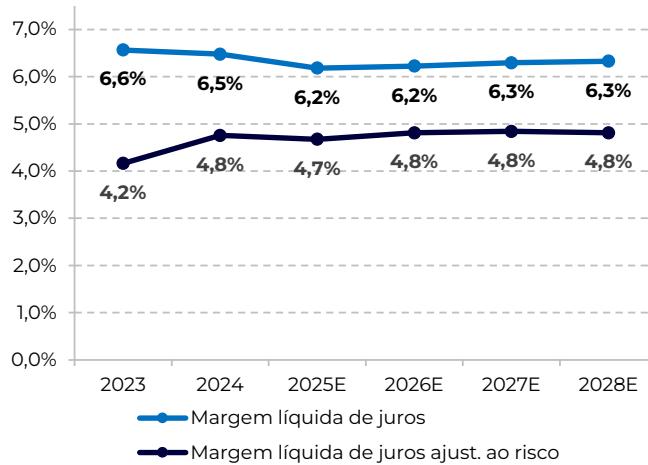
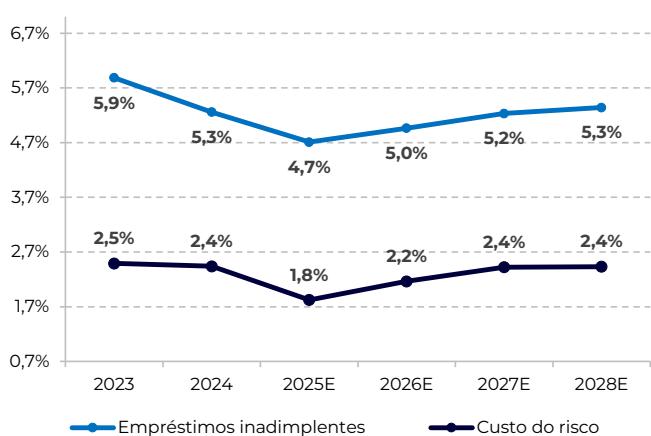
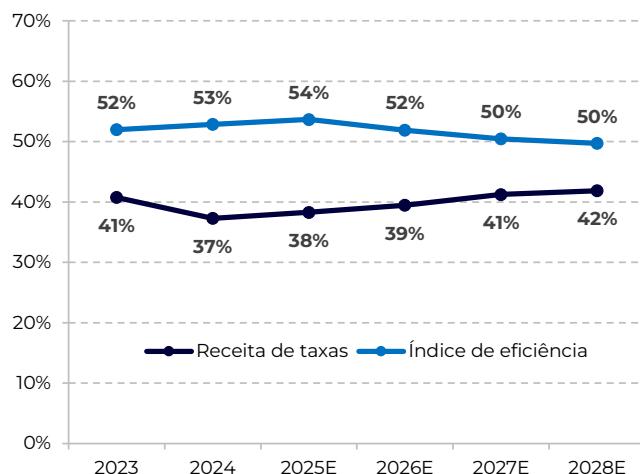
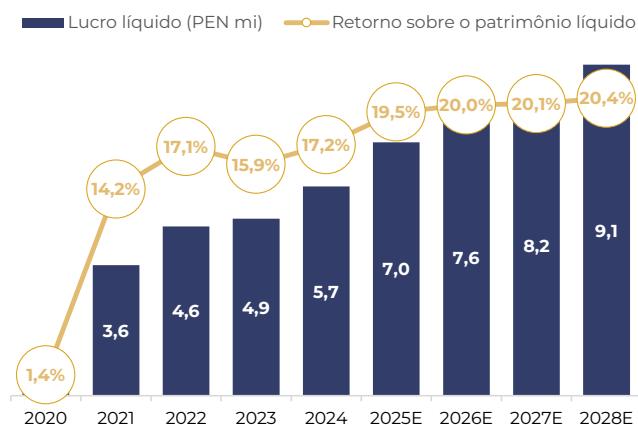


Figura 66. Inadimplência e custo do risco



Fonte: companhia e Safra.

Lucratividade. As taxas devem crescer a uma taxa anual composta de 9% em três anos, impulsionadas pelo crescimento do Yape. O índice de eficiência deve cair para 50% e o lucro líquido deve crescer 9%, resultando em um retorno sobre o patrimônio líquido de 20%.

Figura 67. Índice de eficiência de taxas**Figura 68. Lucro líquido e retorno sobre o patrimônio líquido**

Fonte: companhia e Safra.

Figura 69. Projeções do Credicorp

Projeções Credicorp 2025	Faixa inferior	Faixa média	Faixa superior	Estimativas Safra	vs. Safra
Crescimento total da carteira de empréstimo	-	6,5%	-	3,2%	-328 p.b.
Margem líquida de juros	6,2%	6,4%	6,5%	6,2%	-19 p.b.
Custo do risco	1,8%	2,0%	2,2%	1,8%	-18 p.b.
Margem líquida de juros ajust. ao risco	5,0%	5,1%	5,2%	5,1%	-4 p.b.
Índice de eficiência	45,0%	46,0%	47,0%	45,4%	-65 p.b.
Retorno sobre o patrimônio líquido	-	19,0%	-	19,5%	49 p.b.
Retorno sobre o patrimônio líq. sustentável	-	19,5%	-	21,0%	150 p.b.

Fonte: companhia e Safra;

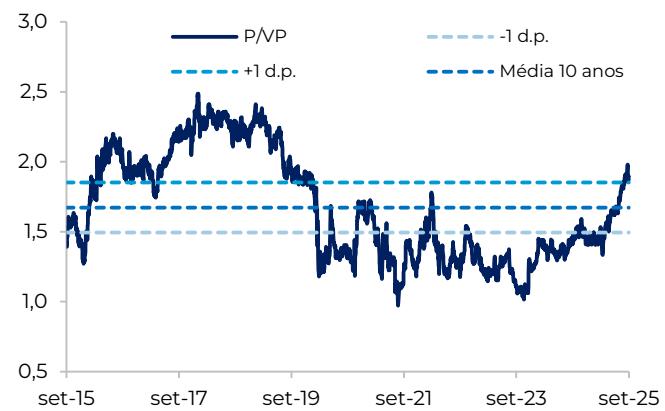
Nota: O crescimento das empréstimos do Credicorp foi impactado pelo ajuste contábil do BCP Bolívia. A estimativa do Safra de 6,3% a/a exclui esse efeito.

Figura 70. Safra vs. consenso

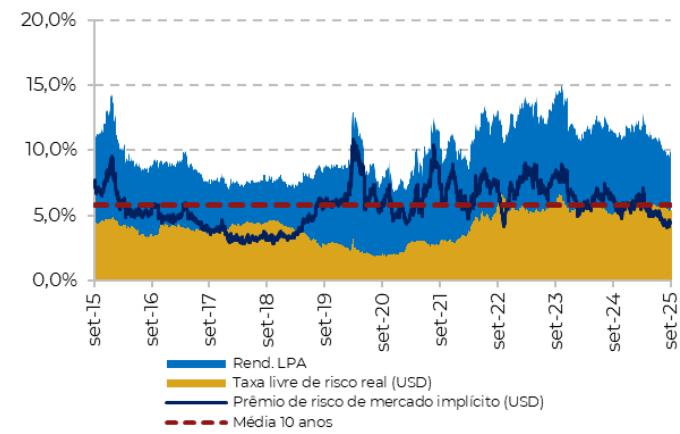
Credicorp						
	2025 Safra	2025 consenso	Safra vs. consenso	2026 Safra	2026 consenso	Safra vs. consenso
Lucro líquido (PEN mi)	6.963	6.855	1,6%	7.594	7.335	3,5%
Retorno sobre o patr. líquido	19,5%	19,3%	18 p.b.	20,1%	19,1%	99 p.b.

Fonte: Bloomberg e Safra.

Credicorp. As ações do BAP estão sendo negociadas a um P/L em 12 meses de aproximadamente 10x (em linha com as médias históricas) e a um P/VP de cerca de 2,0x (+1 d.p. acima das médias históricas), favorecidos pelo aumento gradual do retorno excedente.

Figura 71. BAP – P/L em 12 meses**Figura 72. BAP – P/VP histórico**

Fonte: Bloomberg e Safra.

Figura 73. BAP – P/VP vs. (retorno sobre o patrimônio líquido-Ke)**Figura 74. BAP – prêmio de risco de mercado (USD)**

Fonte: Bloomberg e Safra.

Figura 75. Scorecard de Análise e Avaliação do Safra (SAVS) – PEN mi

Métricas financeiras (PEN mi)	2024A	2025E	2026E	2027E	Métricas operacionais	2024A	2025E	2026E	2027E
Receita de juros	19.869	19.970	21.531	23.212	Carteira de empréstimos	145.732	150.419	160.007	169.964
Despesa financeira	-5.754	-5.160	-5.272	-5.595	PMEs	24.348	25.927	27.351	28.852
Receita líquida de juros	14.115	14.810	16.258	17.616	Imobiliário	21.838	24.391	26.013	27.818
Provisões	-3.519	-2.641	-3.357	-3.998	Consumidor	12.866	14.073	15.540	17.024
Margem financ. bruta após provisões	10.596	12.170	12.901	13.619	Cartões de crédito	5.962	6.509	7.131	7.709
Margem líq. de juros após provisões	4,6%	5,1%	5,0%	4,9%	Edyficar+Mibanco	12.239	13.663	14.571	15.245
Taxas líquidas de serviços	3.760	4.191	4.585	5.085	Corporativo	31.388	33.028	35.225	37.567
Resultado do seguro	1.199	1.388	1.547	1.731	Médias empresas	22.136	23.581	24.704	26.061
Lucro com negociações	1.702	1.923	2.068	2.182	Crescimento dos empréstimos	0,5%	3,2%	6,4%	6,2%
Outras receitas (despesas) operacionais	515	659	576	618	Crescimento dos depósitos	9,6%	2,0%	6,4%	6,2%
Resultado dos serviços médicos	0	431	583	648	Margem líq. de juros antes das provisões	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%
Lucro líquido de subsidiárias	135	102	105	111	Índice de cobertura de taxas	37,3%	38,3%	39,5%	41,2%
Receita operacional	7.825	9.920	10.748	11.665	Índice de empréstimos inadimplentes	5,26%	4,71%	4,96%	5,23%
Índice de eficiência	52,9%	53,7%	51,9%	50,5%	Índice de cobertura de provisamento	104,34%	118,81%	158,17%	197,64%
Impostos	-2.201	-2.798	-2.981	-3.235	Despesas com provisões/empréstimos médios	2,4%	1,8%	2,2%	2,4%
Participação de minoritários	-122	-159	-173	-187	Alavancagem	2024A	2025E	2026E	2027E
Lucro líquido	5.501	6.963	7.594	8.242	Índice de capital regulamentar	13,1%	12,7%	12,8%	12,9%
LPA (USD)	18,4	24,2	26,2	28,3	Índice de capital principal	13,1%	12,7%	12,8%	12,9%
Ativos	256.089	266.790	286.680	307.084	Índice de Basileia	18,7%	17,5%	17,1%	16,9%
Caixa e equivalentes de caixa	47.655	44.254	47.087	50.030	Ativos/patrimônio líquido	7,5	7,1	7,0	7,0
Investimentos em títulos	55.792	62.197	69.243	76.215	Empréstimos/depósitos	85,1%	85,8%	85,5%	85,4%
Empréstimos líquidos e arrendamentos	137.737	141.678	150.279	159.329	Depósitos/passivos	73,0%	72,1%	71,4%	71,0%
Empréstimos brutos	145.732	150.419	160.007	169.964	KPI operacionais	2024A	2025E	2026E	2027E
Provisões	-7.995	-8.741	-9.728	-10.636	Retorno sobre o ativo ajustado	2,2%	2,7%	2,7%	2,8%
Passivo	221.742	229.008	245.896	263.015	Retorno sobre o patrimônio líquido ajustado	16,5%	19,5%	20,0%	20,1%
Depósitos	161.842	165.103	175.672	186.650	Rendimento de dividendos	5,2%	4,6%	6,0%	6,5%
Exigíveis relacionados a seguros	13.422	15.317	17.844	19.965	Custo de capital próprio (Ke)				11%
Patrimônio líquido	34.346	37.782	40.784	44.069	Retorno sobre o patr. líq. de longo prazo				21%
Valor patrimonial por ação (USD)	115,1	132,2	139,6	152,0	Avaliação	2024A	2025E	2026E	2027E
Dividendos	3.654	3.175	4.192	4.557	P/L (ao preço-alvo - em 12m)				12,0x
DPA (USD)	12,3	10,9	14,5	15,6	P/VP (ao preço-alvo)				2,43x
Valor de mercado (USD)	73.104	73.104	73.104	73.104	P/L (ao preço atual)	13,3x	10,5x	9,6x	8,9x
No. de ações (mi)	79	79	79	79	P/VP (ao preço atual)	2,13x	1,93x	1,79x	1,66x
Ações do balanço de pagamentos	80	79	79	79					

Fonte: Safra.

Figura 76. Credicorp – DRE

Demonstração do resultado (PEN mi)	2024A	2025E	2026E	2027E	Cresc. 24/23	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26
Receita total de juros	19.869	19.970	21.531	23.212	5,7%	0,5%	7,8%	7,8%
Juros sobre empréstimos	15.654	15.712	17.148	18.466	4,1%	0,4%	9,1%	7,7%
Juros sobre títulos e and outros investimentos financeiros	4.215	4.258	4.382	4.746	12,3%	1,0%	2,9%	8,3%
Despesa total com juros	-5.754	-5.160	-5.272	-5.595	-1,8%	-10,3%	2,2%	6,1%
Juros totais sobre depósitos	-2.850	-2.247	-2.294	-2.439	-9,3%	-21,2%	2,1%	6,3%
Outros custos de captação	-2.904	-2.913	-2.978	-3.156	6,8%	0,3%	2,2%	6,0%
Receita líquida de juros antes das provisões	14.115	14.810	16.258	17.616	9,1%	4,9%	9,8%	8,4%
Provisões	-3.519	-2.641	-3.357	-3.998	-2,8%	-25,0%	27,1%	19,1%
Receita líquida de juros depois das provisões	10.596	12.170	12.901	13.619	13,7%	14,9%	6,0%	5,6%
Total de honorários e receitas de serviços (líquido)	3.760	4.191	4.585	5.085	-1,2%	11,5%	9,4%	10,9%
Resultado das operações de seguros	1.199	1.388	1.547	1.731	-1,0%	15,7%	11,5%	11,9%
Resultado de serviços de saúde	0	431	583	648	N/D	N/D	35,2%	11,0%
Receita financeira líquida	1.702	1.923	2.068	2.182	31,6%	13,0%	7,5%	5,5%
Lucro com negociações (lucro líq. com vendas de títulos e derivativos)	383	441	536	672	6,0%	15,0%	21,5%	25,4%
Lucro líquido de transações cambiais	1.319	1.482	1.532	1.510	41,5%	12,4%	3,4%	-1,5%
Lucro líquido de subsidiárias	135	102	105	111	15,5%	-24,6%	3,0%	5,7%
Outras receitas operacionais	515	659	576	618	16,8%	28,1%	-12,6%	7,3%
Receita total	17.907	20.864	22.366	23.994	10,7%	16,5%	7,2%	7,3%
Despesas operacionais totais	-10.082	-10.944	-11.618	-12.329	8,0%	8,6%	6,2%	6,1%
Lucro operacional líquido	7.825	9.920	10.748	11.665	14,3%	26,8%	8,3%	8,5%
Income before income taxes	7.825	9.920	10.748	11.665	14,3%	26,8%	8,3%	8,5%
Despesa com imposto de renda	-2.201	-2.798	-2.981	-3.235	16,6%	27,1%	6,5%	8,5%
Participação minoritária	-122	-159	-173	-187	29,3%	30,4%	8,5%	8,5%
Resultado líquido	5.745	6.963	7.594	8.242	18,1%	21,2%	9,1%	8,5%
Resultado líquido ajustado	5.501	6.963	7.594	8.242	13,1%	26,6%	9,1%	8,5%
Métricas operacionais (PEN mi)	2024A	2025E	2026E	2027E	Cresc. 24/23	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26
Ativos	256.089	266.790	286.680	307.084	7,2%	4,2%	7,5%	7,1%
Carteira de empréstimos bruta	145.732	150.419	160.007	169.964	0,5%	3,2%	6,4%	6,2%
PMEs	24.348	25.927	27.351	28.852	-0,3%	6,5%	5,5%	5,5%
Imobiliário	21.838	24.391	26.013	27.818	4,0%	11,7%	6,6%	6,9%
Consumidor	12.866	14.073	15.540	17.024	0,7%	9,4%	10,4%	9,5%
Cartões de crédito	5.962	6.509	7.131	7.709	-1,0%	9,2%	9,5%	8,1%
Edyficar+Mibanco	12.239	13.663	14.571	15.245	-7,8%	11,6%	6,6%	4,6%
Corporativo	31.388	33.028	35.225	37.567	0,8%	5,2%	6,6%	6,6%
Médias empresas	22.136	23.581	24.704	26.061	0,2%	6,5%	4,8%	5,5%
Ativos com rendimento médio de juros	232.046	240.485	258.005	276.861	3,9%	3,6%	7,3%	7,3%
Custo do risco líquido	2,4%	1,8%	2,2%	2,4%	-8 p.b.	-64 p.b.	38 p.b.	26 p.b.
Margem líquida de juros antes das provisões	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	29 p.b.	8 p.b.	14 p.b.	6 p.b.
Margem líquida de juros depois das provisões	4,6%	5,1%	5,0%	4,9%	40 p.b.	49 p.b.	-6 p.b.	-8 p.b.
Depósitos	161.842	165.103	175.672	186.650	9,6%	2,0%	6,4%	6,2%
Índice empréstimos/depósitos	90,0%	91,1%	91,1%	91,1%	-811 p.b.	106 p.b.	-2 p.b.	-2 p.b.
Custo médio de captação antes das provisões	2,5%	2,1%	2,0%	2,0%	-14 p.b.	-33 p.b.	-10 p.b.	-2 p.b.
Patrimônio líquido	34.346	37.782	40.784	44.069	5,8%	10,0%	7,9%	8,1%
Índice de rentabilidade/eficiência	2024A	2025E	2026E	2027E	Cresc. 24/23	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26
Retorno sobre o patrimônio líquido	17,2%	19,5%	20,0%	20,1%	136 p.b.	224 p.b.	48 p.b.	10 p.b.
Retorno sobre o patrimônio líquido ajustado	16,5%	19,5%	20,0%	20,1%	63 p.b.	297 p.b.	48 p.b.	10 p.b.
Retorno sobre o ativo	2,3%	2,7%	2,7%	2,8%	27 bp	38 bp	4 bp	3 bp
Índice de eficiência	52,9%	53,7%	51,9%	50,5%	87 p.b.	82 p.b.	-179 p.b.	-143 p.b.
Alíquota de imposto efetiva	28,1%	28,2%	27,7%	27,7%	56 p.b.	7 p.b.	-47 p.b.	0 p.b.
Índice de cobertura de tarifas	37,3%	38,3%	39,5%	41,2%	-347 p.b.	100 p.b.	117 p.b.	178 p.b.

Fonte: Safra.

Visão geral da companhia

O Credicorp é uma holding de serviços financeiros que atua nos setores de banco múltiplo, seguros e planos de previdência, microfinanças e gestão de investimentos, assessoria e adquirência que ocupa posições de liderança em seus principais segmentos de atuação. A companhia atua em toda a América Latina, principalmente em seis países: Peru, Bolívia, Colômbia, Chile, Panamá e EUA, e tem mais de 25 milhões de clientes distribuídos nos segmentos de varejo, PMEs e atacado. Com mais de 135 anos de existência, 649 agências e 2.763 caixas eletrônicos, a estratégia futura do grupo está fundamentada em inovação, sustentabilidade e inclusão, expandindo sua operação de varejo e incluindo mais de 5,7 milhões de pessoas no sistema financeiro, principalmente por meio de empréstimos.

Uma das maneiras pelas quais o Credicorp está realizando suas metas de inclusão financeira é por meio do Yape, um aplicativo de transferência de dinheiro P2P e P2B (pessoa para empresa). Assim, em 2024, tornou-se a marca mais reconhecida no Peru. Por meio do Yape, o grupo consegue atingir uma parcela da população que antes era mal-atendida e já proporcionou a mais de 500 mil pessoas acesso ao primeiro empréstimo, expandindo o alcance e o tamanho de sua base de clientes. No fim de 2024, os depósitos do Credicorp totalizavam PEN 161,842bi, enquanto seus ativos e carteira de empréstimos totalizavam PEN 256,088bi e PEN 145,732bi, respectivamente, com um índice consolidado de inadimplência de 5,3%.

Composição acionária

As ações do Credicorp estão listadas na NYSE sob o ticker BAP, e seus detentores têm direito a um voto por ação. Quase 90% das ações do Credicorp eram detidas por investidores dos EUA em dezembro de 2024.

A Cavalli, uma companhia peruana de compensação de valores mobiliários, detém aproximadamente 9,82% das ações em 3.504 contas individuais. Luis Enrique Romero Belismelis – presidente do conselho de administração – e sua família detêm 12,3% das ações, direta ou indiretamente.

Figura 77. Composição acionária – em dezembro de 2024

Acionistas	Total de ações	%	Votos	%
Free float	48.950.208	51,9%	48.950.208	51,9%
Atlantic Security Holding Corporation	14.620.846	15,5%	14.620.846	15,5%
Família Romero	11.596.742	12,3%	11.596.742	12,3%
Cavalli ¹	9.268.344	9,8%	9.268.344	9,8%
Dodge & Cox	5.337.180	5,7%	5.337.180	5,7%
BlackRock, Inc.	4.608.997	4,9%	4.608.997	4,9%
Total	94.382.317	100,0%	94.382.317	100,0%

¹ em contas individuais.

Fonte: companhia.

Linha do tempo

O Credicorp iniciou suas operações em 1889 sob o nome Banco Italiano, em referência à sua herança ítalo-peruana. Na década de 1940, o banco foi oficialmente renomeado Banco de Crédito del Peru (BCP). Em 1995, o Credicorp foi constituído como uma holding composta pelo BCP, Grupo Pacífico (uma seguradora e resseguradora) e Atlantic Security Bank. Ao longo da década de 2000, além de iniciar seu negócio de previdência com a fundação da Prima, o Credicorp passou por uma série de aquisições: o Banco Santander Central Hispano Perú, que resultou em uma fusão, a CARE-Peru, que trouxe consigo as ações da Edyficar, e o Pacífico Seguros y Pacífico Vida.

Em 2012, o grupo colocou em prática um novo plano estratégico: criou uma plataforma regional de banco de investimento na América Latina e reagrupou todos os seus negócios. Para atingir o primeiro objetivo, adquiriu bancos de investimento na Colômbia e no Chile. No ano seguinte, fundou o Credicorp Capital, sua própria empresa para gerenciar as operações domésticas de banco de investimento. Também adquiriu o Mibanco, que acabou se fundindo com a Edyficar, consolidando sua operação de microfinanças. Além disso, firmou parceria com o Banmédica para participar do negócio de seguros de saúde e serviços médicos. Em 2018, a companhia estabeleceu suas atuais quatro principais linhas de negócios.

De 2019 a 2023, o Credicorp absorveu e adquiriu diversos negócios, incluindo subsidiárias em outras regiões, como a Colômbia. Durante esses quatro anos de fusões e aquisições consistentes, foram criadas a Krealo, a Mibanco Colombia e outras empresas. Em 2023, a Tenpo, que anteriormente era a carteira digital do Credicorp no Chile, lançou o primeiro cartão de crédito 100% digital do país, o que abriu caminho para que a empresa se tornasse o primeiro neobanco

chileno e obtivesse uma licença bancária. No ano seguinte, o Yape, superaplicativo de pagamentos no Peru, atingiu o ponto de equilíbrio e fortaleceu sua posição de liderança no mercado peruano. Até o momento, em 2025, o Credicorp adquiriu a participação restante de 50% na Empresas Banmédica, expandindo seu alcance para os mercados de seguros e saúde.

Equipe de gestão

Toda a equipe de gestão do Credicorp trabalha na companhia há pelo menos 17 anos, conduzindo o banco por um novo ciclo de inovações há algum tempo. Embora alguns deles tenham ocupado outras posições executivas no grupo, outros têm vasta experiência anterior no setor financeiro.

Figura 78. Equipe de gestão

Equipe de gestão	Experiência anterior
Gianfranco Ferrari Diretor-Presidente	Trabalha na Credicorp há 30 anos e ocupa o cargo de CEO há três. É membro do conselho de cinco empresas e organizações sem fins lucrativos. É graduado em administração de empresas pela University of the Pacific e possui MBA pela Kellogg Graduate School of Management.
Alejandro Perez-Reyes Diretor Financeiro	Trabalha na Credicorp desde 1999, tendo ocupado vários cargos no grupo, como COO, antes de se tornar CFO em 2024. É graduado em economia pela Universidade de Lima e possui MBA pela Harvard.
Cesar Ríos Diretor de Risco	Ingressou na Credicorp em 1993 e possui um longo histórico na empresa, com um breve hiato como CFO e COO do Banco Capital. Desde meados de 2024, ocupa o cargo de CRO. É formado em engenharia pela Pontifícia Universidade Católica do Peru (PUCP), mestre pela Universidade ESAN e possui MBA pelo programa de MBA do MIT Sloan Fellows.
Michelle Labarthe Diretora de Estratégia	Possui 25 anos de experiência em finanças, tendo ocupado cargos na Lazard, Rothschild & Co. e Lehman Brothers. Ingressou na Credicorp em 2000 e é CSO desde 2024. É formada em engenharia industrial pela Universidade de Lima e possui MBA pela HEC Paris.
Francesca Raffo Diretora de Inovação	Trabalha na Credicorp desde 1994 e foi CIO nos últimos três anos, tendo atuado anteriormente como Vice-CEO de Banco de Varejo. É membro do conselho de três subsidiárias da Credicorp. É formada em administração de empresas e possui MBA em sistemas de informação gerencial, ambos pela American University.
Jose Esposito Diretor de Auditoria Corporativa	Ingressou na Credicorp em 1996 e ocupa o cargo atual desde 2010. É professor na Universidade do Pacífico e formado em economia pela Universidade do Pacífico e possui mestrado em economia pela Universidade de Wisconsin.
Barbara Falero Diretora de Conformidade e Ética	Antes de vir para o Peru, trabalhou no BCP no exterior e no (antigo) BAC Florida Bank. Foi membro da FIBA por três anos e trabalhou no Fed de Atlanta. Ocupa o cargo atual desde 2008. É formada em finanças pela Florida International University e possui MBA pela St. Thomas University, em Miami.

Fonte: companhia.

Figura 79. Conselho de administração

Conselho de administração	Anos no cargo	Cargo
Luis Enrique Romero Belismelis	15	Presidente
Jose Raimundo Morales Dasso	16	Vice-presidente
Patricia Lizarraga Gúthertz	7	Conselheira
Pedro Rubio Feijóo	6	Conselheiro
Antonio Abrúñia Puyol	4	Conselheiro
Alexandre Gouvêa	4	Conselheiro
Maria Teresa Aranzábal Harreguy	4	Conselheira
Leslie Pierce Diez Canseco	4	Conselheiro
Nuria Aliño Pérez	1	Conselheira

Fonte: companhia.

Banco de Chile

Pouso suave da lucratividade; crescimento mais forte depende de reformas estruturais

Início de cobertura do Banco de Chile com recomendação Neutra e PA de USD 36.

A combinação de fatores macro e microeconômicos de alta qualidade historicamente justificou um prêmio na avaliação do BCH em relação aos seus pares latino-americanos, posicionando-o como líder na região em grande parte dos últimos anos. No entanto, vemos a lucratividade do banco entrando em desaceleração gradual, já que a contribuição positiva da inflação para a margem financeira nos últimos anos deve se reverter. Além disso, a demanda moderada por crédito provavelmente pressionará a receita de juros. Com os múltiplos P/VP ainda próximos às máximas históricas e com pouco espaço para aumento de retornos excedentes, consideramos a assimetria entre o BCH e seus pares latino-americanos menos atrativa.

Crescimento excepcional tende a ficar no passado. Nas últimas décadas, o Chile se destacou por ter a política e a economia mais estáveis na América Latina. Esse ambiente favorável aos negócios garantiu um forte crescimento da atividade e o desenvolvimento do setor bancário, e o índice crédito/PIB atingiu 85%, bem acima do nível no Brasil, que tem o segundo maior índice, de 55%. No entanto, o cenário atual de baixa produtividade do trabalho, envelhecimento da população e estruturas regulatórias complexas levantam preocupações sobre as perspectivas de longo prazo do país. Reformas estruturais são vistas como essenciais para reacelerar o potencial de crescimento. Caso os investimentos permaneçam contidos, as perspectivas para o crescimento do crédito permanecerão fracas.

Expansão dos lucros enfrenta desafios. O Banco de Chile possui exposição atrelada à inflação, que historicamente contribui com 10%-15% para a margem financeira. Como a inflação deve continuar caindo nos próximos meses, a margem financeira do banco deve enfrentar um obstáculo vindo da receita da inflação. Considerando a perspectiva pouco animadora para a parcela da receita com juros (ligada ao desempenho do crédito), as receitas devem permanecer baixas, prejudicando a alavancagem operacional. Com todos esses fatores, projetamos estagnação no lucro líquido em 2026, com risco positivo dependente da aceleração do crédito, o que parece improvável.

Até os melhores enfrentam dificuldades... Graças a uma combinação de macro e microcrédito de alta qualidade, o Banco de Chile historicamente se beneficiou de um prêmio de avaliação em relação aos seus pares latino-americanos. Acreditamos que o banco ainda se destaca por seu posicionamento único, que contribui para que apresente os melhores índices de qualidade de ativos, baixos custos de captação e uma estrutura de despesas operacionais disciplinada. Em nossa opinião, no entanto, a lucratividade entrará em desaceleração gradual nos próximos anos, aliada a um ambiente macroeconômico não tão favorável quanto no passado. Em nossa opinião, a avaliação ainda não especifica totalmente esse cenário.

Projetamos lucro líquido de CLP 1,213bi (retorno sobre o patrimônio líquido de 21,2%) e CLP 1,245bi (retorno sobre o patrimônio líquido de 20,7%) em 2025 e 2026, respectivamente. Nossos números para 2026 estão 1% abaixo das estimativas de consenso, e a estimativa do retorno sobre o patrimônio líquido para 2025 está 20 p.b. acima da projeção anual da companhia, refletindo um crescimento do crédito de 70 p.b. acima da projeção mínima e um índice de eficiência 60 p.b. menor.

Potencial de valorização implícito de 20% sobre PA de CLP 36. Estamos usando um modelo de desconto de dividendos para calcular a avaliação justa, aplicando um K_e de 10,4%, um beta de 1,0 e crescimento na perpetuidade (g) de 4,0% a partir de 2030. Vemos a companhia sendo negociada a um P/L de 12,0x e 12,7x em 2025 e 2026, respectivamente, vs. seus níveis históricos de 12x. Os múltiplos P/V estão sendo negociados a 2,36x e 2,26x em 2025 e 2026, respectivamente.

Riscos. (i) Falta de reformas estruturais reduzindo o potencial de crescimento do país; (ii) saturação da dívida desacelerando a demanda por crédito; e (iii) informalidade no segmento de varejo.

BCH

Recomendação Neutra

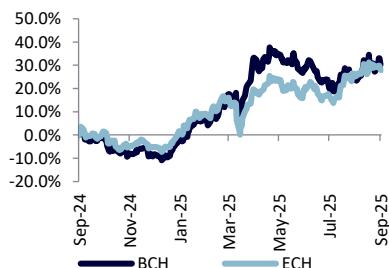
Preço atual	USD 30,00
Preço-alvo em 12m	USD 36,0
Potencial de valorização	20%

Múltiplos	24A	25E	26E
P/L	12,0x	12,0x	11,7x
P/VP	2,58x	2,36x	2,26x
Rend. de divid.	5,6%	6,9%	6,6%

Dados de mercado

Valor de mercado	USD 15,153bi
Mín./máx. de 52 semanas	USD 22/32
Volume médio de negociação diário (3m)	USD 9mi
Ações em circulação	505 mi
Free float	50,1%
Desempenho (12m)	17,0%
Desempenho acumulado no ano	32,3%

BCH vs. ECH



Fonte: Bloomberg.

Tese de investimento

Pouso suave da lucratividade; crescimento mais forte depende de reformas estruturais

Estamos iniciando a cobertura do Banco de Chile com recomendação Neutra e um preço-alvo de USD 36. A combinação de fatores macro e microeconômicos de alta qualidade historicamente justificou um prêmio de avaliação do BCH em relação aos seus pares latino-americanos, posicionando o banco como líder na região durante a maior parte dos últimos anos. No entanto, daqui para frente, projetamos que a lucratividade do banco entrará em desaceleração gradual, já que a contribuição positiva da inflação para a margem financeira nos últimos anos deve agora se reverter e se tornar um fator desfavorável à lucratividade. Além disso, a demanda contida por crédito provavelmente pressionará também a receita de juros. Com os múltiplos P/VP ainda sendo negociados próximos às máximas históricas e com pouco espaço para aumento dos retornos excedentes, consideramos a assimetria entre o BCH e seus pares latino-americanos menos atrativa.

Crescimento mais forte depende de reformas estruturais. A economia chilena passou por um período de crescimento moderado entre 2022 e 2024, com o PIB real expandindo a uma taxa anual composta de 1,8%, impulsionado principalmente pelo comércio exterior, enquanto os investimentos privados e o consumo pessoal permaneceram contidos. Economistas preveem uma recuperação ao longo de 2025, impulsionada pela melhora da demanda interna. No entanto, preocupações com as perspectivas de longo prazo persistem. A taxa de desemprego se estabilizou acima dos níveis pré-pandêmicos e questões estruturais, como a baixa produtividade da mão de obra e algumas estruturas regulatórias complexas, continuam restringindo o potencial de crescimento. Por essas razões, após uma história de crescimento bem-sucedida de duas décadas, o Chile pode ficar atrás de seus pares latino-americanos no futuro.

Figura 80. Contribuição para o crescimento do PIB real anual

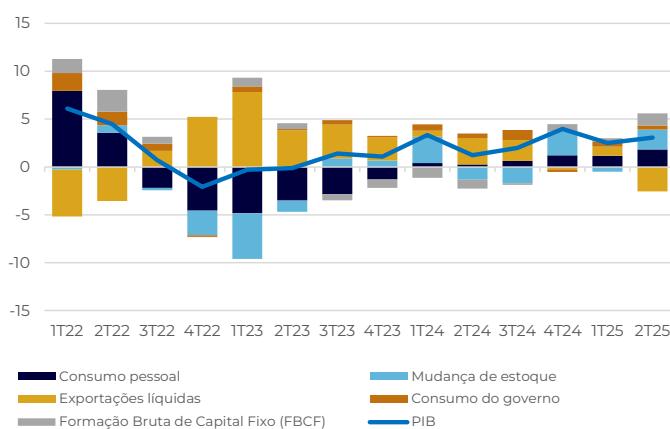


Figura 81. Taxa de desemprego



Fonte: Banco Central do Chile, Bloomberg e Safra.

Tendências econômicas refletidas no desempenho do crédito. Nos últimos anos, a demanda por crédito no Chile diminuiu, levando à queda da carteira de empréstimos do sistema em termos reais. Ao contrário do PIB, o desempenho do crédito em 2025 ainda não mostrou uma tendência evidente de recuperação. O Banco de Chile revisou para baixo sua projeção de crescimento do sistema para 4,0% (de 4,5% inicialmente), apenas cerca de 50 p.b. acima da inflação esperada para o ano.

A carteira comercial tem sido o segmento que apresenta a maior desaceleração. Vale ressaltar que o Chile se destaca por apresentar o índice de penetração de crédito em relação ao PIB mais alto da América Latina, com empréstimos comerciais atingindo 45% do PIB (vs. 23% no Peru e na Colômbia e 20% no Brasil). Uma possível saturação da dívida poderia explicar a tendência de queda no crescimento marginal.

A demanda por empréstimos ao consumidor também diminuiu nos últimos anos, o que pode ser um reflexo da taxa de desemprego mais alta e da crescente penetração do crédito informal desde que foi estabelecido um teto para as taxas de juros. Consequentemente, desde 2019, os bancos têm alocado seus recursos principalmente para empréstimos imobiliários, que se beneficiam de incentivos governamentais (por exemplo, o programa FOGAES) e apresentam níveis de risco mais baixos.

Figura 82. Crescimento real dos empréstimos do sistema (a/a)

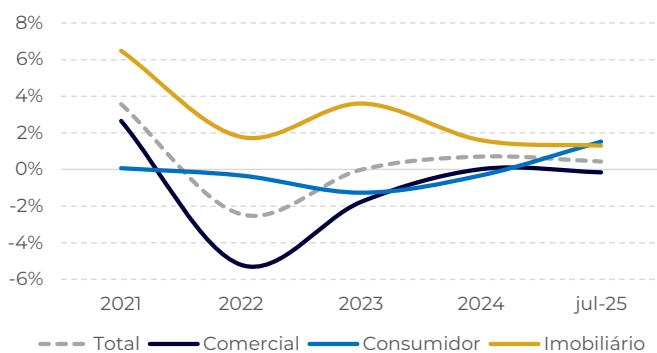
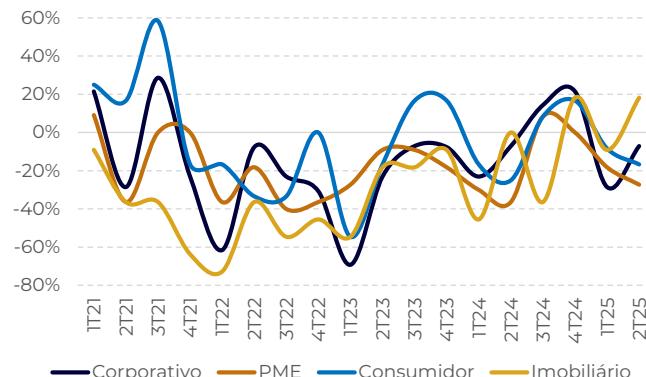


Figura 83. Levantamento do setor bancário – variação t/t na demanda de crédito



Fonte: CMF, Banco Central do Chile e Safra.

A carteira de empréstimos do BCH apresenta impulsionadores modestos. O cenário macroeconômico mencionado reduz o potencial de crescimento dos empréstimos do Banco de Chile. O segmento comercial continua com demanda limitada e poucas oportunidades de expansão. Na carteira de crédito ao consumidor, o banco já detém participação de mercado significativa no segmento de pessoas físicas de média e alta renda (pelo menos 5 salários mínimos). Devido à grande penetração do crédito informal e às taxas de juros limitadas no Chile, o Banchile tem pouco apetite por crescer no segmento de baixa renda. Desse modo, embora o Banchile não tenha como objetivo ganhar participação de mercado em empréstimos imobiliários (que rendem taxas mais baixas e já representam 35% da carteira de empréstimos), o produto deve continuar ganhando participação na carteira de empréstimos consolidada.

Figura 84. Decomposição dos empréstimos do Banco de Chile

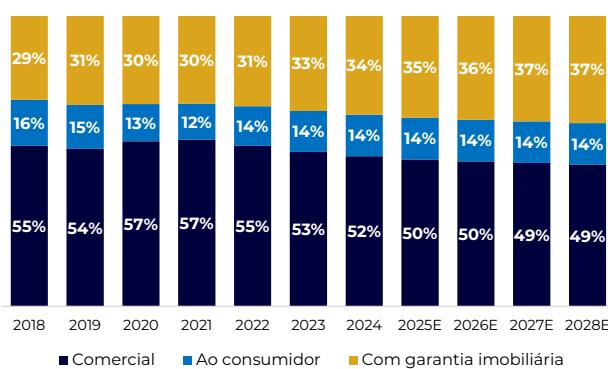
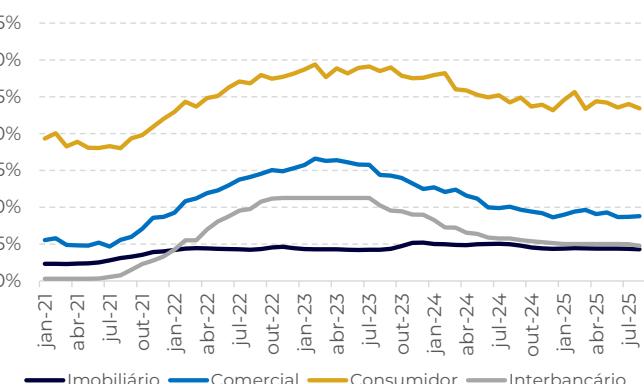


Figura 85. Taxas de juros anuais sobre empréstimos do sistema



Fonte: companhia e Safra.

A redução da inflação prejudica o desempenho da margem financeira. O Banco de Chile tem exposição a títulos indexados à inflação (títulos vinculados à UF – Unidades de Fomento), que historicamente contribuíram com 10% a 15% para o desempenho consolidado da margem financeira. Essa exposição tem sensibilidade positiva de PEN 90bi da margem financeira para cada aumento adicional de +1 p.p. na inflação mensal. Como as projeções apontam para uma inflação mais baixa nos próximos meses, a exposição a títulos vinculados à UF deve contribuir negativamente para os lucros do banco, embora o impacto ainda deva ser menor do que o observado em 2023. Isso deve se somar ao desempenho fraco da parcela de juros da margem financeira, delineando um cenário de receita fraca para a companhia e pesando sobre a lucratividade.

Figura 86. Projeção para a margem financeira exposta à UF (base de comparação em 12m)

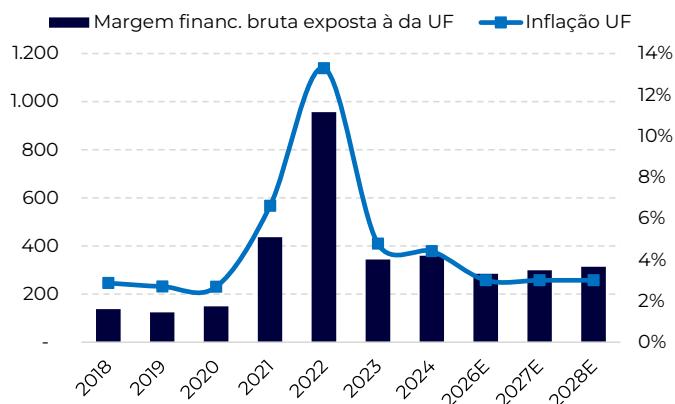
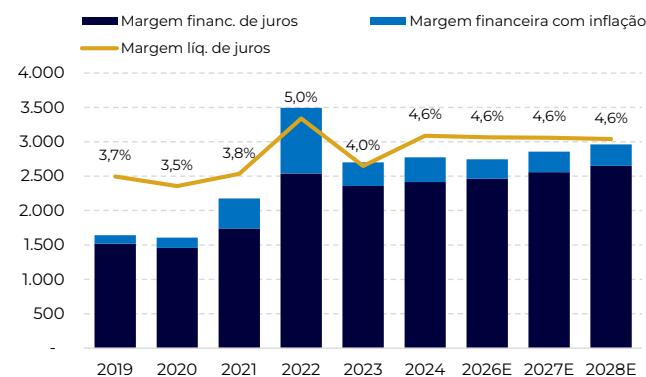


Figura 87. Decomposição da margem financeira



Fonte: companhia e Safra.

Ganhos de eficiência são mais sutis nesta fase. Nos últimos cinco anos, o Banco de Chile vem conduzindo um processo que reduziu significativamente sua presença geográfica e simplificou as operações da área administrativa (back office) e de linha de frente (front office). Desde 2019, o quadro de funcionários e a rede de agências foram reduzidos em 18% e 38%, respectivamente. A estratégia se refletiu nos números: o índice de eficiência caiu consideravelmente abaixo da meta de médio prazo inicialmente estabelecida pela administração em 42%, e é um dos melhores entre os maiores incumbentes latino-americanos. O nível atual de 37% deve se normalizar em 2026 com a desaceleração da inflação. No futuro, com a maior parte dos ajustes implementados, as despesas operacionais devem crescer cerca de 150 p.b. acima da inflação, levando a uma desaceleração no ritmo de melhora do índice de eficiência.

Figura 88. Evolução da presença geográfica

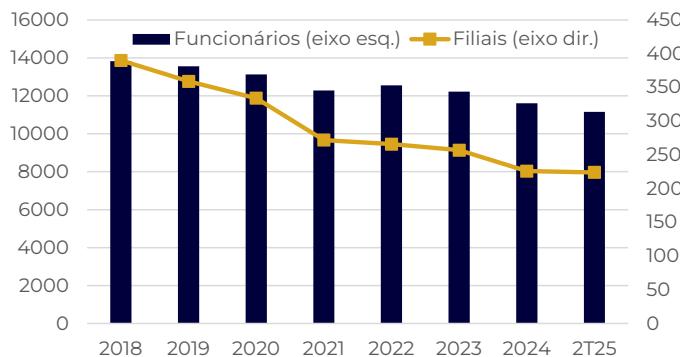
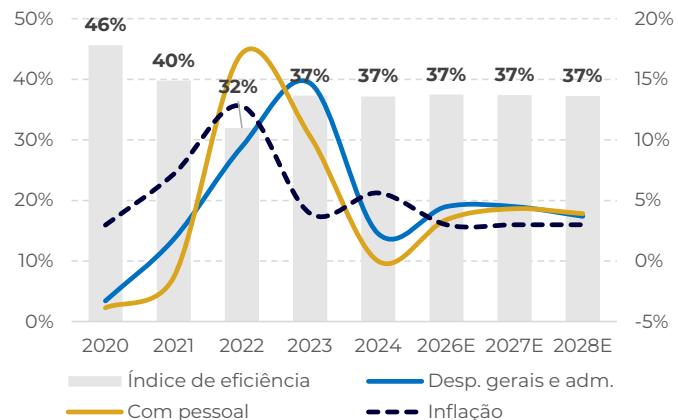
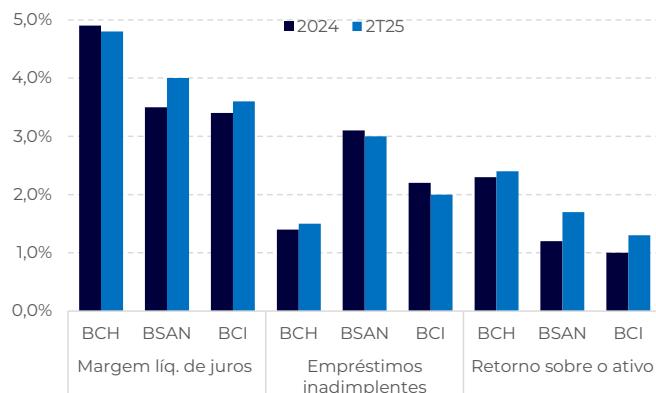


Figura 89. Crescimento das despesas operacionais (a/a)



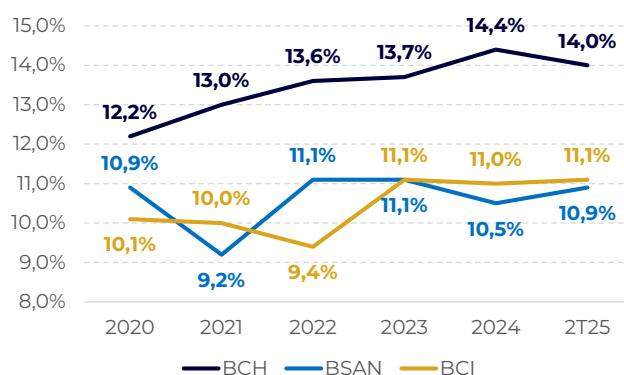
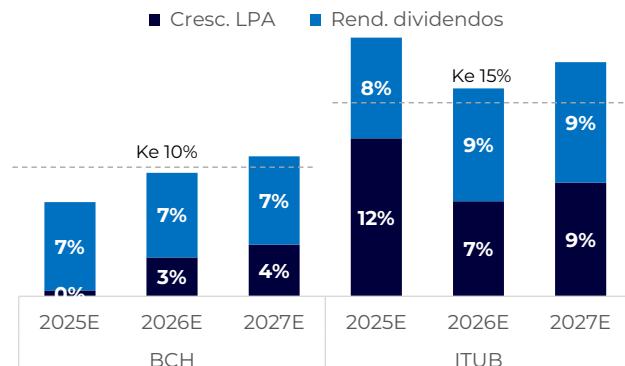
Fonte: companhia e Safra.

O padrão foi elevado, mas os pares estão alcançando. Nos últimos quatro anos, o Banco de Chile se destacou entre seus pares locais devido às suas melhores métricas de lucratividade e qualidade de ativos. A exposição do banco está voltada para segmentos de renda mais alta e se beneficia do baixo nível de captação, o que sustenta uma margem líquida de juros consistentemente mais alta e taxas de inadimplência mais baixas. Além disso, após a redução da presença geográfica, o índice de eficiência tornou-se outra vantagem comparativa desde 2021. No entanto, seu principal concorrente, o Santander Chile, agora está expandindo a lucratividade de forma mais evidente. Embora seu retorno sobre ativos permaneça consideravelmente abaixo dos níveis do BCH, a melhora nas margens líquidas de juros e no índice de eficiência tem impulsionado o retorno sobre o patrimônio líquido do Santander Chile para cima, diminuindo a diferença para o Banco de Chile.

Figura 90. Desempenho financeiro dos bancos chilenos

Figura 91. Retorno sobre o patrimônio líquido em 12m dos bancos chilenos


Fonte: companhia, Bloomberg e Safra.

Acúmulo de capital excedente, mas estagnação na perspectiva de lucros. O Banco de Chile é consideravelmente mais conservador do que seus pares em termos de capital. Caso as oportunidades de expansão da carteira de crédito permaneçam limitadas, com retorno sobre o patrimônio líquidos médios em torno de 20%, vemos espaço para um percentual robusto de pagamento de dividendos nos próximos anos. Ainda assim, com a avaliação atual, projetamos rendimento de dividendos de 7% para 2025 e 2026, abaixo do nível do Itaú, e menor potencial de crescimento do LPA, já que projetamos um crescimento anual composto de 2,5% nos lucros no período de 2024 a 2027.

Figura 92. Capital principal vs. pares

Figura 93. Crescimento do lucro líquido e percentual de distribuição de dividendos


Fonte: companhia e Safra.

Figura 94. Decomposição do retorno sobre o patrimônio líquido do Banco de Chile

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Banchile									
Margem financeira	40%	44%	57%	48%	45%	42%	41%	41%	40%
Provisões líquidas	-13%	-9%	-10%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%
Margem financ. após provisões	28%	35%	47%	40%	38%	35%	34%	34%	33%
Taxas	12%	12%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Despesas operacionais	-24%	-22%	-22%	-23%	-21%	-20%	-20%	-20%	-20%
Outro	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
Lucro operacional	16%	25%	38%	31%	28%	27%	26%	26%	26%
EBT	16%	25%	38%	31%	28%	27%	26%	26%	26%
Imposto de renda	-3%	-5%	-6%	-6%	-6%	-6%	-5%	-5%	-5%
Lucro líquido	12,9%	20,1%	31,5%	25,2%	22,5%	21,2%	20,7%	20,7%	20,7%

Fonte: companhia e Safra.

A margem financeira inclui a margem financeira de juros, de inflação e receita relacionada ao mercado.

Ambiente político

Panorama das eleições de novembro. O atual presidente do Chile, Gabriel Boric, um representante da esquerda, vem apresentando índices de aprovação em declínio. Como seu mandato se aproxima do fim e o Chile não permite reeleição imediata, Jeannette Jara foi a candidata de esquerda nomeada e atualmente lidera as pesquisas de intenção de voto.

No entanto, os candidatos de direita e centro-direita José Antonio Kast e Evelyn Matthei, respectivamente, ganharam força nas últimas semanas e podem unir forças em um possível segundo turno. Matthei defende disciplina fiscal, redução da intervenção estatal e parcerias público-privadas para melhorar a eficiência, especialmente nos segmentos de saúde e infraestrutura. Kast adota uma postura mais enfática a favor da desregulamentação e de cortes de gastos, propondo uma liberalização agressiva, incluindo cortes de impostos para empresas e investidores, eliminação de tributos sobre ganhos de capital em pequenas operações com ações e um processo simplificado de aprovação de investimentos para impulsionar setores como mineração e energia renovável.

Além de eleger o presidente, a eleição de novembro também determinará a composição do Senado e da Câmara de Deputados e Deputadas do Chile, o que compõe o cenário para a governabilidade e potenciais reformas estruturais com o objetivo de aumentar a produtividade. Embora as perspectivas para ambas as Casas sejam menos claras do que para a eleição presidencial, a maior parte dos prefeitos eleitos em 2024 foram candidatos de direita.

Figura 95. Índice de aprovação presidencial

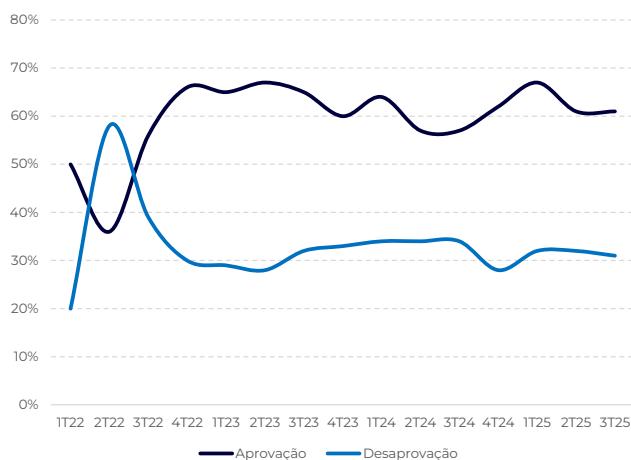
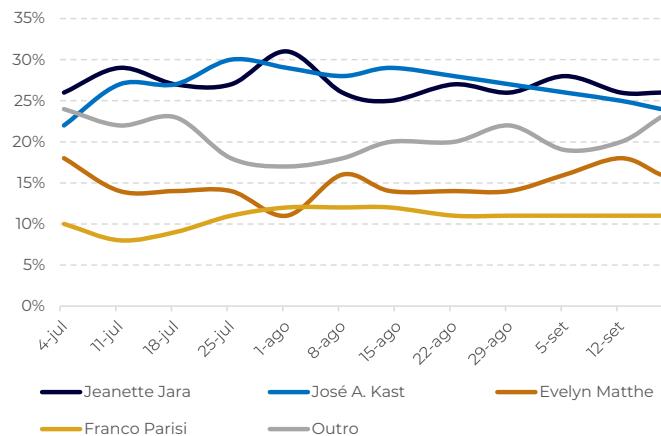


Figura 96. Intenção de voto no primeiro turno



Fonte: Bloomberg e Safra.

Riscos

Falta de reformas estruturais reduz o potencial de crescimento do país. Com o envelhecimento da população e uma estrutura regulatória complexa, as perspectivas de crescimento do Chile tornaram-se limitadas.

Saturação da dívida desacelera a demanda por crédito. Se o sistema estiver de fato se aproximando dos níveis de saturação, é provável que a demanda por crédito enfrente dificuldades para crescer acima da inflação, exigindo certa inovação de produtos ou maior concorrência bancária, o que colocaria o crescimento ou as margens em risco.

Informalidade no segmento de varejo. Em meados da década de 2010, o mercado de crédito para o segmento de baixa renda no Chile era muito concentrado em varejistas. Desde um escândalo contábil, a supervisão regulatória das práticas de empréstimo e cobrança tornou-se mais rigorosa, o que contribuiu para que alguns consumidores recorressem ainda mais à informalidade, especialmente aqueles que deixaram de ser elegíveis ao crédito devido a critérios mais rigorosos para a concessão de empréstimos. Tal fator prejudica o potencial de crescimento do crédito do Banco de Chile no segmento de varejo.

Informações financeiras

Empréstimos e depósitos. Estimamos um crescimento anual composto de 6% para os empréstimos em três anos, impulsionado principalmente pelos empréstimos imobiliários (8%), que devem continuar crescendo até atingir 37% dos empréstimos da carteira até 2028. Esperamos um crescimento anual composto de 5% e 6% para as carteiras comerciais e de empréstimo ao consumidor, respectivamente. Projetamos que os depósitos crescerão a um ritmo ligeiramente inferior ao dos empréstimos. Com uma contribuição negativa da inflação em 2026 e uma maior relevância dos empréstimos imobiliários, projetamos uma ligeira queda nas margens líquidas de juros em 2026 e 2027, com tendências praticamente estáveis a partir de então.

Figura 97. Decomposição dos empréstimos (CLP tri)

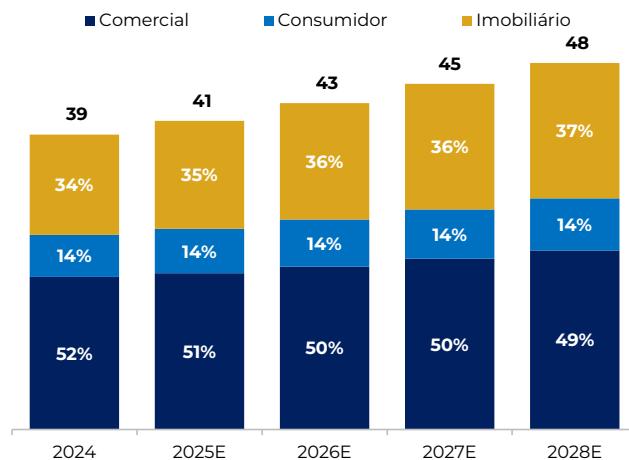
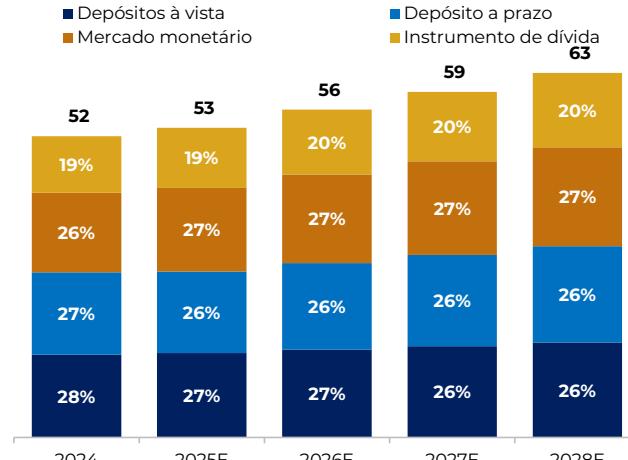


Figura 98. Decomposição dos depósitos (CLP tri)



Fonte: companhia e Safra.

Qualidade dos ativos. A tendência da qualidade dos ativos deve manter uma trajetória bastante saudável, especialmente com a menor exposição ao risco. Assim, esperamos melhora contínua na inadimplência e a permanência do custo do risco em níveis significativamente baixos. Como resultado, vemos as margem líquida de juros ajustadas ao risco se comportando de forma semelhante às margens líquidas de juros.

Figura 99. Margem líquida de juros e margem líquida de juros ajustada ao risco

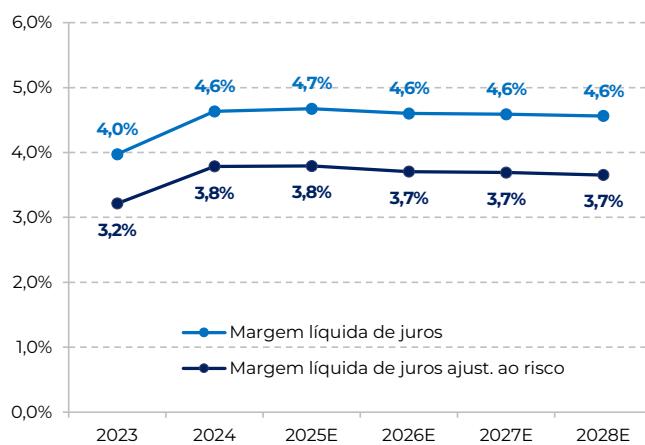
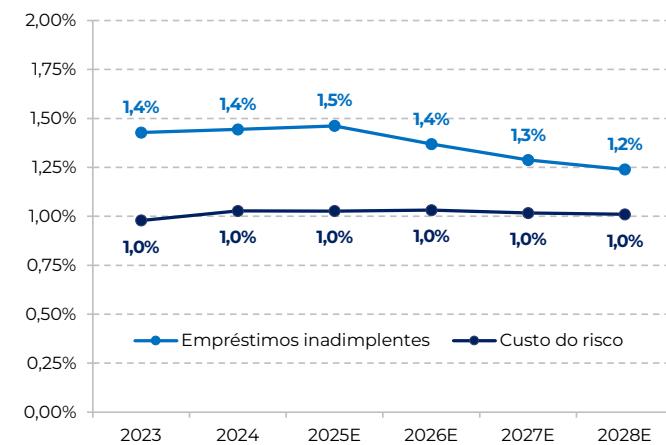
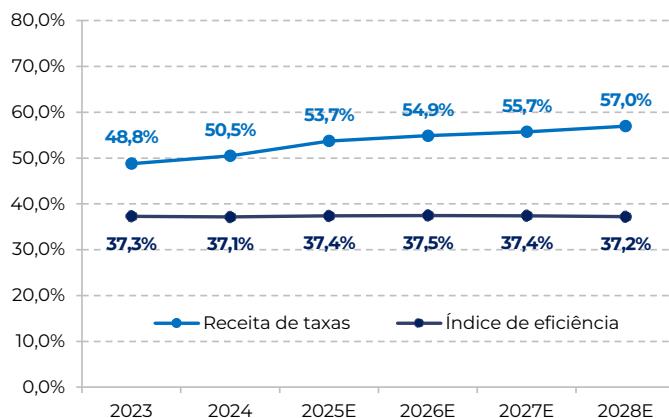
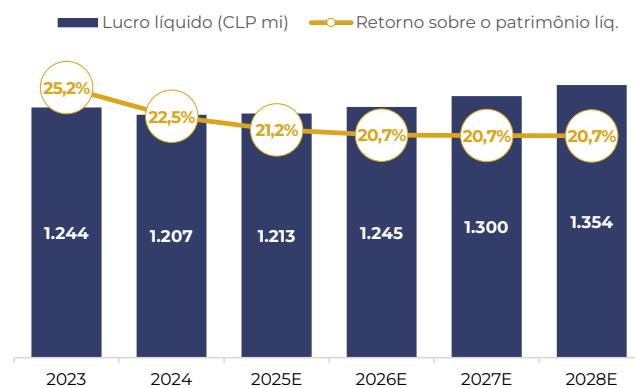


Figura 100. Inadimplência e custo de risco



Fonte: companhia e Safra.

Lucratividade. O crescimento das tarifas – a uma taxa anual composta de aproximadamente 6% – deve continuar sendo impulsionado principalmente pela expansão da base de clientes, levando a uma expansão do índice de receitas de tarifas, que deve superar a margem financeira. Como as despesas operacionais projetadas devem crescer ligeiramente acima da inflação, estimamos que o índice de eficiência se mantenha praticamente estável nos próximos anos. Consequentemente, projetamos um desempenho fraco do lucro líquido e uma ligeira queda nos níveis de retorno sobre o patrimônio líquido.

Figura 101. Receita de taxas e índice de eficiência

Figura 102. Lucro líquido e retorno sobre o patrimônio líquido


Fonte: companhia e Safra.

Figura 103. Projeções do Banco de Chile

Projeções Banco de Chile 2025	Estimativas Safra	vs. projeções
Crescimento de empréstimos	4,0%	4,7% 72 p.b.
Margem líquida de juros	4,7%	4,7% -3 p.b.
Custo do risco	1,0%	1,0% 3 p.b.
Índice de eficiência	38,0%	37,4% -60 p.b.
Retorno sobre o patr. líquido	21,0%	21,2% 23 p.b.

Fonte: companhia.

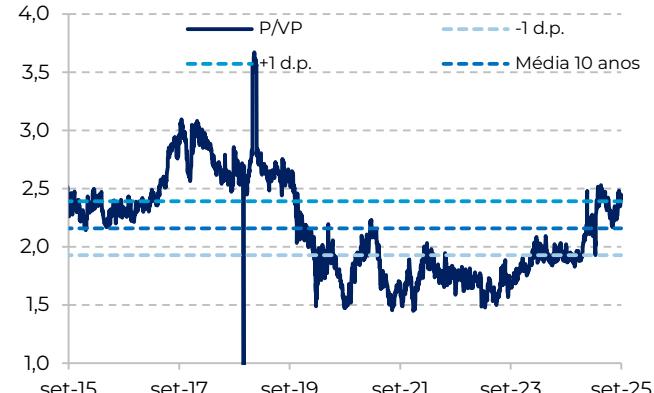
Figura 104. Safra vs. consenso

Banco de Chile						
	2025 Safra	2025 consenso	Safra vs. consenso	2026 Safra	2026 consenso	Safra vs. consenso
Lucro líquido (CLP mi)	1.213	1.215	-0,1%	1.245	1.261	-1,3%
Retorno sobre o patr. líquido	21,2%	21,3%	-4 p.b.	20,7%	21,0%	-25 p.b.

Fonte: Bloomberg e Safra.

Banchile. As ações do BCH estão sendo negociadas a um P/L de cerca de 12x em 12 meses, em linha com sua média histórica. O P/VP histórico está em 2,5x, mais próximo de 1 d.p. acima da média.

Figura 105. BCH – P/L em 12m

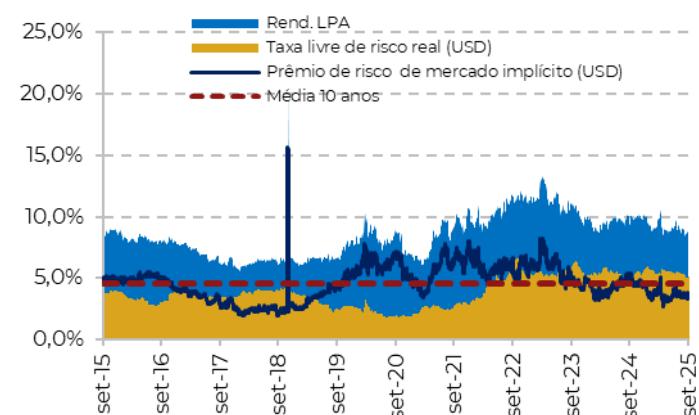
Figura 106. BCH – P/VP histórico


Fonte: Bloomberg e Safra.

Figura 107. BCH – P/VP vs. (retorno sobre o patrimônio líquido-Ke)



Figura 108. BCH – prêmio de risco de mercado (USD)



Fonte: Bloomberg e Safra.

Figura 109. Scorecard de Análise e Avaliação do Safra (SAVS) – CLP bi

Métricas financeiras (CLP mi)	2024A	2025E	2026E	2027E	Métricas operacionais	2024A	2025E	2026E	2027E
Receitas financeiras	2.920	2.775	2.873	2.925	Portfólio de empréstimos	38.875	40.687	43.025	45.573
Despesas financeiras	(1.138)	(973)	(948)	(931)	Comercial	20.105	20.588	21.486	22.499
Margem financeira	1.782	1.802	1.925	1.993	Consumidor	5.551	5.853	6.177	6.518
Despesas com provisões	(392)	(407)	(430)	(448)	Residencial	13.219	14.246	15.361	16.557
Margem financeira depois das prov.	1.390	1.395	1.495	1.545	Crescimento dos empréstimos:	3,4%	4,7%	5,9%	6,0%
<i>Margem líquida de juros (depois das prov.)</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,7%</i>	<i>3,7%</i>	Crescimento dos depósitos	-0,9%	0,5%	5,0%	4,7%
Total de taxas	572	622	659	697	Margem líquida de juros ante:	3,9%	3,9%	4,0%	4,0%
Lucro operacional	3.050	3.099	3.205	3.344	Índice de cobertura de tarifas	50,5%	53,7%	54,9%	55,7%
<i>Índice de eficiência</i>	<i>36,3%</i>	<i>36,5%</i>	<i>36,6%</i>	<i>36,5%</i>	Índice de inadimplência	1,4%	1,5%	1,4%	1,3%
Lucro antes dos impostos	1.526	1.533	1.574	1.645	Índice de cobertura de provisões	140,1%	134,8%	131,4%	131,4%
Imposto e contr. social	(318)	(320)	(329)	(344)	Despesas com provisões / empr.	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Lucro líquido	1.207	1.213	1.245	1.300	Alavancagem	2024	2025E	2026E	2027E
Lucro líquido ajustado	1.207	1.213	1.245	1.300	Índice de capital principal	14,4%	15,3%	15,2%	15,1%
<i>Margem líquida</i>	<i>41,3%</i>	<i>43,7%</i>	<i>43,3%</i>	<i>44,5%</i>	Índice de capital principal de	14,4%	15,3%	15,2%	15,1%
No. ADRs (mi)	505	505	505	505	Índice da Basileia	18,1%	19,0%	18,7%	18,4%
<i>Lucro por ADR ajust. (USD)</i>	<i>2,54</i>	<i>2,52</i>	<i>2,62</i>	<i>2,73</i>	Ativos/patrimônio líquido	9,3	8,6	8,7	8,7
Ativos	52.095	53.137	55.949	58.704	Empréstimos/depósitos	136,7%	142,4%	143,4%	145,0%
Caixa	2.699	2.695	2.776	2.859	Depósitos/passivo	61,2%	60,8%	60,6%	60,4%
Aplicações no mercado aberto + val	8.216	7.262	7.603	7.697	KPIs operacionais	2024	2025E	2026E	2027E
Empréstimos, líquido	38.089	39.885	42.250	44.802	Retorno sobre ativos ajustado	2,2%	2,3%	2,3%	2,2%
Total de empréstimos, bruto	38.875	40.687	43.025	45.573	Ret. sobre patrim. líq. (ROE) aji	22,5%	21,2%	20,7%	20,7%
Provisões	(786)	(802)	(774)	(771)	Rendimento de dividendos	5,7%	6,9%	6,6%	7,1%
Passivo	46.472	46.991	49.513	51.984	Custo de capital (Ke)				10,4%
Depósitos à vista	14.263	14.549	15.131	15.736	Ret. sobre patrim. líq. (ROE) de longo prazo				20,0%
Depósitos a prazo/poupança	14.169	14.027	14.869	15.686	Avaliação	2024	2025E	2026E	2027E
Patrimônio líquido	5.623	6.147	6.436	6.720	P/L (ao preço-alvo – em 12m)				13,2x
<i>VP por ADR (USD)</i>	<i>11,2</i>	<i>12,8</i>	<i>13,6</i>	<i>14,0</i>	P/VP (ao preço-alvo)				2,64x
Dividendos	816	995	956	1.017	P/L (ao preço atual)	12,0x	12,0x	11,7x	11,2x
<i>DPA por ADR (USD)</i>	<i>1,65</i>	<i>2,08</i>	<i>2,01</i>	<i>2,14</i>	P/VP (ao preço atual)	2,58x	2,36x	2,26x	2,16x
Valor de mercado	14.527	14.527	14.527	14.527					
Ações, início do período (ADRs)	505	505	505	505					

Fonte: Safra.

Figura 110. Banco de Chile – DRE

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO (CLP bi)	2024	2025E	2026E	2027E	Cresc. 24/23	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26	Cresc. 28/27
Receitas financeiras totais	2.920	2.775	2.873	2.925	-8,2%	-5,0%	3,5%	1,8%	3,8%
Juros sobre empréstimos	2.583	2.566	2.645	2.683	-1,6%	-0,7%	3,1%	1,4%	3,6%
Despesas financeiras totais	(1.138)	(973)	(948)	(931)	-30,4%	-14,6%	-2,6%	-1,7%	5,2%
Juros totais sobre depósitos	(811)	(639)	(615)	(604)	-38,0%	-21,2%	-3,8%	-1,8%	5,5%
Juros pagos sobre outros passivos financeiros	(328)	(334)	(333)	(328)	0,4%	2,0%	-0,3%	-1,6%	4,7%
Margem financeira antes das provisões	1.782	1.802	1.925	1.993	15,2%	1,2%	6,8%	3,5%	3,2%
Provisões, líquidas de baixas	(392)	(407)	(430)	(448)	8,4%	3,8%	5,7%	4,3%	5,3%
Margem financeira depois das provisões	1.390	1.395	1.495	1.545	17,2%	0,4%	7,2%	3,3%	2,6%
Lucro líquido de indexação à UF	359	353	285	299	4,5%	-1,9%	-19,3%	5,0%	4,9%
Receita relacionada ao mercado	275	242	252	266	-41,2%	-12,0%	4,2%	5,4%	5,2%
Receita financeira, líquida	2.416	2.397	2.462	2.558	2,4%	-0,8%	2,7%	3,9%	3,6%
Total de taxas e receitas de serviços, líquido	572	622	659	697	4,9%	8,8%	5,8%	5,8%	5,9%
Outras receitas operacionais	45	60	63	66	-42,1%	31,9%	5,0%	5,6%	5,2%
Receitas operacionais totais	3.050	3.099	3.205	3.344	1,8%	1,6%	3,4%	4,3%	4,1%
Despesas operacionais totais	(1.133)	(1.159)	(1.201)	(1.250)	1,3%	2,3%	3,6%	4,1%	3,6%
Resultado da equivalência patrimonial	17	20	21	22	18,2%	14,9%	5,8%	5,9%	5,9%
Lucro operacional líquido	1.526	1.533	1.574	1.645	0,5%	0,5%	2,7%	4,5%	4,2%
Lucro antes dos impostos	1.526	1.533	1.574	1.645	0,5%	0,5%	2,7%	4,5%	4,2%
Despesas com impostos	(318)	(320)	(329)	(344)	16,3%	0,5%	2,7%	4,8%	4,5%
Lucro líquido	1.207	1.213	1.245	1.300	-2,9%	0,5%	2,7%	4,4%	4,1%
Lucro líquido ajust.	1.207	1.213	1.245	1.300	-2,9%	0,5%	2,7%	4,4%	4,1%
Lucro líquido ajust. (USD mi)	1.285	1.274	1.323	1.378	-13,4%	-0,9%	3,8%	4,2%	2,1%
MÉTRICAS OPERACIONAIS (CLP mi)	2024	2025E	2026E	2027E	Cresc. 24/23	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26	Cresc. 28/27
Ativos	52.095	53.137	55.949	58.704	-6,6%	2,0%	5,3%	4,9%	4,9%
Empréstimos, líquido	38.089	39.885	42.250	44.802	3,4%	4,7%	5,9%	6,0%	6,1%
Empréstimos, bruto	38.875	40.687	43.025	45.573	3,4%	4,7%	5,7%	5,9%	6,0%
Empréstimos comerciais	20.105	20.588	21.486	22.499	0,6%	2,4%	4,4%	4,7%	4,9%
Empréstimos ao consumidor	5.551	5.853	6.177	6.518	4,6%	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%
Empréstimos imobiliários	13.219	14.246	15.361	16.557	7,4%	7,8%	7,8%	7,8%	7,7%
Ativos médios geradores de juros	46.203	46.098	48.031	49.956	-2,9%	-0,2%	4,2%	4,0%	4,0%
Custo do risco	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	5 p.b.	0 p.b.	1 p.b.	-1 p.b.	-1 p.b.
Margem líquida de juros antes das provisões, excl. UF	3,9%	3,9%	4,0%	4,0%	61 p.b.	5 p.b.	10 p.b.	-2 p.b.	-3 p.b.
Margem líquida de juros antes das provisões	4,6%	4,7%	4,6%	4,6%	66 p.b.	4 p.b.	-7 p.b.	-1 p.b.	-3 p.b.
Margem líquida de juros depois das provisões	3,8%	3,8%	3,7%	3,7%	57 p.b.	1 p.b.	-9 p.b.	-1 p.b.	-4 p.b.
Depósitos totais	28.432	28.576	29.999	31.422	-0,9%	0,5%	5,0%	4,7%	4,7%
Índice empréstimos/depósitos	136,7%	142,4%	143,4%	145,0%	566 p.b.	565 p.b.	103 p.b.	162 p.b.	176 p.b.
Custo de captação médio	2,5%	2,1%	2,0%	1,9%	-97 p.b.	-35 p.b.	-14 p.b.	-11 p.b.	2 p.b.
Patrimônio líquido	5.623	6.147	6.436	6.720	7,4%	9,3%	4,7%	4,4%	4,4%
LUCRATIVIDADE / ÍNDICES DE EFICIÊNCIA	2024	2025E	2026E	2027E	Cresc. 24/23	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26	Cresc. 28/27
Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)	22,5%	21,2%	20,7%	20,7%	-269 p.b.	-125 p.b.	-50 p.b.	-3 p.b.	-4 p.b.
Ret. sobre patrim. líq. (ROE) ajustado	22,5%	21,2%	20,7%	20,7%	-269 p.b.	-125 p.b.	-50 p.b.	-3 p.b.	-4 p.b.
Retorno sobre o ativo (ROA)	2,2%	2,3%	2,3%	2,2%	-2 p.b.	6 p.b.	-4 p.b.	-2 p.b.	-2 p.b.
Retorno sobre ativos ajustado	2,2%	2,3%	2,3%	2,2%	-2 p.b.	6 p.b.	-4 p.b.	-2 p.b.	-2 p.b.
Índice de eficiência (metodologia BCH)	37,1%	37,4%	37,5%	37,4%	-17 p.b.	26 p.b.	7 p.b.	-7 p.b.	-18 p.b.
Alíquota de imposto efetiva	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	282 p.b.	1 p.b.	0 p.b.	7 p.b.	5 p.b.
Índice de cobertura de tarifas	50,5%	53,7%	54,9%	55,7%	170 p.b.	323 p.b.	116 p.b.	86 p.b.	124 p.b.

Fonte: Safra.

Visão geral da companhia

O Banco de Chile foi fundado em 1893 e é uma das maiores e mais lucrativas instituições financeiras do Chile. Opera como um banco comercial completo, oferecendo uma ampla gama de produtos de crédito e não relacionados a crédito a pessoas físicas, PMEs, grandes corporações e clientes institucionais. As operações do banco estão estruturadas em quatro segmentos principais: banco de varejo, banco de atacado, tesouraria e aplicações de curto prazo e subsidiárias. Por meio desses segmentos, o banco oferece serviços como cartões de crédito, financiamento imobiliário, empréstimos comerciais e ao consumidor, gestão de fundos mútuos, corretagem de seguros e banco de investimento.

No fim de 2024, o Banco de Chile tinha CLP 52tri em ativos, CLP 39tri em empréstimos e CLP 29tri em depósitos, com uma rede nacional composta por 226 agências e 1.839 caixas eletrônicos. O banco atende mais de 1,4 milhão de clientes principais, com forte presença digital por meio de seu ecossistema de produtos FAN e aplicativos para dispositivos móveis. O banco é líder de mercado em depósitos à vista, gestão de fundos mútuos e lucro líquido, mantendo alta qualidade de ativos com um índice de inadimplência de 1,44%, bem abaixo da média do setor.

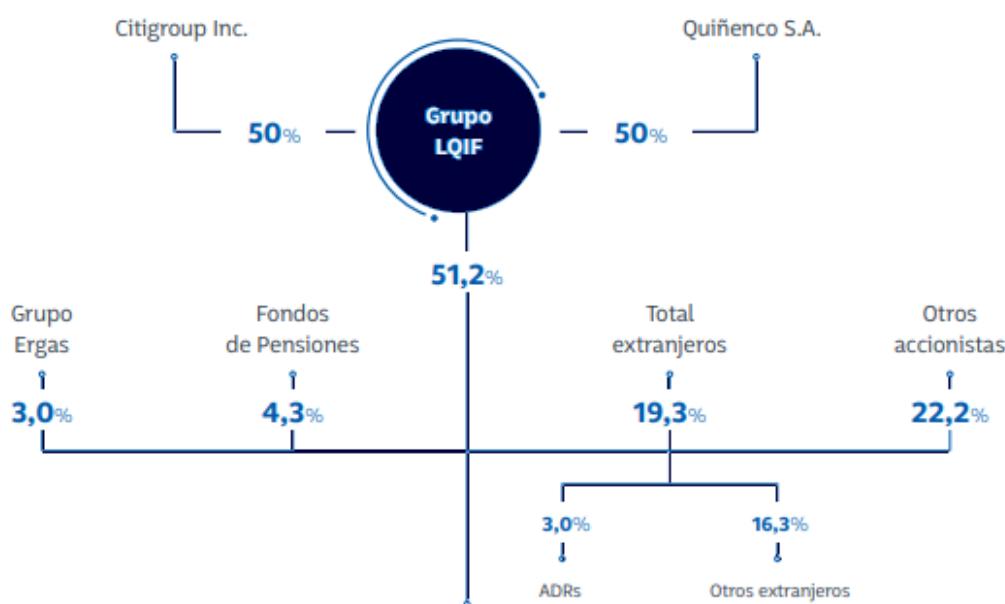
Composição acionária

Após a fusão com o Citi, o Citigroup adquiriu uma participação acionária significativa na entidade resultante da fusão por meio da LQ Inversiones Financieras SA (LQIF). Atualmente, a LQIF permanece como acionista controladora, com 51,15% das ações, e Quiñenco e Citigroup detêm 50% cada, embora o controle seja mantido pela Quiñenco.

A Quiñenco S.A. é detida (82,9%) pelas empresas Andsberg Inversiones SpA, Ruana Cop per A.G. Chile Branch, Inversiones Consolidadas Ltda., Inversiones Salta SpA, Inversiones Alaska Ltda., Inmobiliaria e Inversiones Río Claro S.A. e Inversiones Río Claro Ltda. A Fundação Luksburg detém indiretamente 100% das ações da Andsberg Inversiones SpA e 100% das ações da Ruana Cop per A.G. Chile Branch.

Figura 111. Composição acionária – em abril de 2025

Acionistas	Total de ações	%
LQIF e LQ-SM	51.670.277.343	51,2%
LQ Inversiones Financieras	46.811.315.388	46,3%
Inversiones LQ-SM	4.858.921.602	4,8%
Free float	49.235.725.335	48,7%
Quiñenco S.A.	111.118.789	0,1%
Total	101.017.081.114	100,0%



Banco de Chile

Fonte: companhia.

Linha do tempo

O Banco de Chile foi fundado em 1893 por meio da fusão de três bancos – Banco Nacional de Chile, Banco Agrícola e Banco de Valparaíso –, formando o que se tornaria o maior banco privado do Chile. Em seus primeiros anos, o banco desempenhou um papel central na estabilização do sistema financeiro chileno, função posteriormente assumida pelo Banco Central do Chile após sua criação em 1926. Durante a década de 1970, enquanto a maior parte dos bancos chilenos era nacionalizada, o Banco de Chile permaneceu de propriedade privada. O governo vendeu suas ações remanescentes em 1975.

No início dos anos 2000, o Banco de Chile expandiu suas operações por meio de fusões estratégicas. Em 2002, fundiu-se com o Banco de A. Edwards, ampliando sua base de clientes e sendo listado na Bolsa de Valores de Nova York sob o ticker BCH. Em 2008, fundiu-se com o Citibank Chile, formando uma aliança estratégica com o Citigroup Inc., o que ampliou significativamente suas capacidades de financiamento ao consumidor e sua presença internacional, apoiado por acordos globais de conectividade, cooperação e licenciamento de marcas.

Em 2024, o banco também incorporou uma nova subsidiária, a B-Pago, criada para competir no ecossistema de pagamentos de quatro partes em evolução do Chile. A B-Pago oferecerá serviços de adquirência e processamento para cartões de crédito e débito, com início das operações previsto para o fim de 2025. Esses acontecimentos refletem o compromisso contínuo do Banco de Chile com inovação, serviços centrados no cliente e crescimento sustentável.

Equipe de gestão

Com exceção de Julio Navarro, que trabalha no grupo há sete anos, todos os membros da equipe de gestão do Banco de Chile já trabalhavam no Banco de A. Edwards antes da fusão, chegando eventualmente a cargos de liderança.

Figura 112. Equipe de gestão

Equipe de gestão	Experiência anterior
Eduardo Ebensperger Orrego Diretor-Presidente	Ingressou no Grupo em 2002 como CEO da Banchile Factoring e é CEO do Banco de Chile desde meados de 2016. Anteriormente, trabalhou no Banco de A. Edwards de 1989 a 2001. É graduado em administração de empresas pela Universidade do Chile.
Rolando Arias Sanchez Diretor Financeiro	É CFO do Banco de Chile desde meados de 2014, tendo atuado anteriormente como gerente da Área de Pesquisa e Planejamento. Ingressou no Banco de A. Edwards em 1987, antes da fusão, e ocupou cargos relacionados à controladoria e planejamento. É graduado em administração de empresas pela Pontifícia Universidade Católica do Chile.
Julio Cubillo Navarro Diretor de Risco	Está no Grupo desde 2018 e tornou-se CRO do Banco de Chile em agosto de 2024. Anteriormente, trabalhou no BBVA Chile, BBVA Holding e Bankinter. É formado em economia pela Universidade Carlos III de Madri e concluiu um programa de desenvolvimento executivo na IESE Business School.
Alfredo Villegas Montes Conselheiro Geral e Secretário do Conselho	Ocupa o cargo atual desde o final de 2019, tendo atuado anteriormente como Conselheiro Geral Adjunto e Conselheiro Jurídico Chefe da Divisão Comercial. Ingressou no Banco de Chile devido à fusão com o Banco de A. Edwards em 2002, onde trabalhava desde 1994. É advogado e graduado em direito pela Universidade do Chile.

Fonte: companhia.

Figura 113. Conselho de administração

Conselho de administração	Participações em comitês	Cargo
Pablo Granijo Lavín	6	Presidente
Julio Figueroa	2	Vice-presidente
Francisco Pérez Mackenna	4	Vice-presidente
Raúl A. Anaya Elizalde	4	Conselheiro
Hernán Büchi Buc	2	Conselheiro
Andrés Ergas Heymann	1	Conselheiro
Jaime Estévez Valencia	4	Conselheiro
Ana Holuigue Barros	5	Conselheiro
Patricio Jottar Nasrallah	1	Conselheiro
Jean Paul Luksic Fontbona	1	Conselheiro
Sinéad O'Connor	1	Conselheiro
Paul Javier Fürst Gwinner	2	Primeiro conselheiro substituto
Sandra Guazzotti	2	Segunda conselheira substituta

Fonte: companhia.

Grupo Cibest

Melhor flexibilidade de capital, assimetria positiva limitada após alta de 65% no ano

Iniciamos a cobertura do Grupo Cibest com recomendação Neutra, mas visão otimista quanto ao reposicionamento estrutural do grupo e à normalização dos lucros no médio prazo. Sua reorganização em uma holding listada aumentou significativamente sua flexibilidade de capital em comparação com o modelo anterior, baseado exclusivamente no banco, possibilitando recompras no nível da controladora, dividendos extraordinários e investimentos seletivos sem atritos com a regulamentação bancária. A administração já sinalizou essa intenção e capacidade ao anunciar a recompra de USD 300mi e o pagamento extraordinário de dividendos de COP 624/ação em abril de 2025. Observamos que a avaliação e os fundamentos permanecem principalmente atrelados ao poder de lucro do Bancolombia. A criação da holding é estrategicamente positiva, mas não um catalisador independente de uma reprecificação na ausência de tração subjacente nos lucros.

Melhora da configuração operacional e macroeconômica a partir do ponto mais baixo.

Após a alta de cerca de 65% no ano, as ações estão precisando melhoras perspectivas para o ciclo de crédito conforme a desinflação avança, o BanRep transita para cortes moderados de juros e a demanda por empréstimos se estabiliza a partir de níveis moderados. Os bancos estão aumentando cautelosamente o apetite por risco, o apetite de consumidores/empresas está melhorando e a formação de inadimplência se estabilizou.

Normalização dos lucros deve ser gradual, não linear. A margem financeira continua sendo o principal determinante da oscilação nos lucros: com a queda das taxas de juros, os rendimentos dos ativos sofrem rápida reprecificação para baixo, enquanto depósitos a prazo (no pico de 2023) perdem força, comprimindo a margem líquida de juros nas primeiras etapas do ciclo de flexibilização; a receita com títulos também diminui. Esse descompasso deve se reduzir ao longo de vários trimestres, adiando a recuperação do 2S25 para 2026. Projetamos um retorno sobre o patrimônio líquido sustentável de 15%-20% no médio prazo, impulsionado pela recuperação nos empréstimos ao consumidor/PMEs e pelas taxas incrementais de Nequi e Wompi (ainda muito pequenas para compensar a margem líquida de juros no curto prazo). A disciplina de custos (digitalização, otimização das agências) ajuda, mas a alavancagem operacional deve permanecer modesta até que o dinamismo da receita reacelere.

Projetamos lucro líquido de COP 6,9bi (retorno sobre o patrimônio líquido 16,3%) e COP 7,3bi (retorno sobre o patrimônio líquido 16,2%) em 2025 e 2026, respectivamente. Nossas projeções de lucro líquido para 2025 e 2026 estão em linha com as estimativas de consenso. As projeções para o crescimento do crédito, o custo do risco e o índice de eficiência estão em linha com o ponto médio da projeção da companhia (guidance), parcialmente ofuscadas pela margem líquida de juros na extremidade inferior da faixa.

Potencial de valorização implícito de 19% sobre preço-alvo de USD 62. Usamos um modelo de dividendos descontados para calcular a avaliação justa, aplicando um Ke de 13,1% com um beta de 1,1 e g de 3% a partir de 2030. Vemos a companhia sendo negociada a um P/L de 7,0x e 6,6x em 2025 e 2026, respectivamente, e os múltiplos P/VP estão sendo negociados a 1,12x e 1,04x em 2025 e 2026, respectivamente.

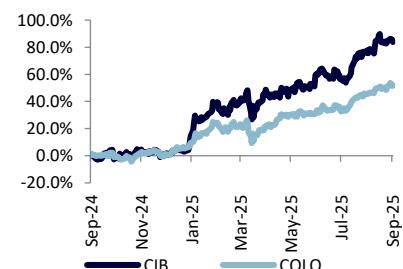
Riscos para nossa tese. (i) Cenário político e eleições em 2026 devido ao risco elevado de notícias sobre reformas (previdência/trabalhista), postura fiscal e potenciais intervenções direcionadas ao setor financeiro; (ii) trajetória da margem líquida de juros e dos juros, pois cortes mais profundos/rápidos podem exacerbar a defasagem entre ativos e passivos; (iii) crescimento/demandade de crédito, já que a demanda interna mais fraca ou a cautela das empresas podem atrasar a recuperação do volume; (iv) qualidade dos ativos, já que o crédito ao consumidor continua sendo o mais vulnerável, e uma melhora mais lenta do que o esperado na inadimplência aumentaria o custo do risco.

CIB	
Recomendação	Neutra
Preço atual	USD 51,9
Preço-alvo em 12m	USD 62,0
Potencial de valorização	19%

Múltiplos	24A	25E	26E
P/L	7,8x	7,0x	6,6x
P/VP	1,12x	1,12x	1,04x
Rend. de divid.	7,0%	11,9%	7,8%

Dados de mercado	
Valor de mercado	USD 13,709bi
Máx./mín. 52 semanas	USD 31/54
Volume médio de negociação diário (3M)	USD 14mi
Ações em circulação	113 mi
Free float	44%
Desempenho 12m	57,3%
Desempenho acumulado no ano	64,8%

CIB vs. COLO



Fonte: Bloomberg.

Tese de investimento

Melhor flexibilidade de capital, assimetria positiva limitada após a alta de 65% no ano

A recente reorganização do Grupo Cibest em uma holding listada representa um marco estrutural para o grupo, que anteriormente operava exclusivamente por meio do Bancolombia, que tem flexibilidade de capital limitada, já que as distribuições e os retornos aos acionistas eram regidos por regulamentações bancárias. A estrutura da holding possibilita à administração alocar capital de forma mais dinâmica e também executar recompras de ações, pagar dividendos extraordinários ou fazer investimentos estratégicos no nível da controladora sem o mesmo grau de restrição regulatória. O programa de recompra de ações anunciado de USD 300mi e o dividendo extraordinário de COP 624 por ação distribuído em abril de 2025 destacam a nova flexibilidade de capital. Essas medidas aproximam o Grupo Cibest de seus pares regionais que já operam sob estruturas de holding. No entanto, embora essa mudança estrutural aprimore a governança e a potencial eficiência de capital, a tese de investimento permanece fundamentalmente vinculada à capacidade do Bancolombia de gerar lucro – e sua lucratividade é atualmente limitada pela dinâmica das taxas de juros e pelo cenário macroeconômico desafiador. Dessa forma, vemos sua reorganização em uma holding como estrategicamente positiva, mas não suficiente, isoladamente, para impulsionar uma reprecificação relevante no curto prazo.

As ações subiram 65% no ano, precisando uma perspectiva melhor para o CIB e algum otimismo em relação ao cenário macro. Após um período prolongado de política monetária restritiva e lentidão nos empréstimos, surgem sinais de que o ciclo de crédito está se estabilizando gradualmente. A demanda de consumidores e empresas por crédito começou a se normalizar, os índices de inadimplência não estão mais se deteriorando no mesmo ritmo e os bancos estão retomando cautelosamente as iniciativas de crescimento. Do lado macroeconômico, a desinflação está progredindo de forma constante, e o banco central começou a implementar cortes moderados nos juros, criando espaço para que os custos do crédito entrem em tendência de queda e os balanços das famílias se recuperem. O crescimento do PIB se mostrou mais resiliente do que se temia em meio a um cenário de demanda interna mais fraca e uma posição fiscal difícil. Notavelmente, o peso colombiano se beneficiou de contas externas mais equilibradas e os spreads soberanos, embora ainda elevados, diminuíram em relação aos níveis máximos.

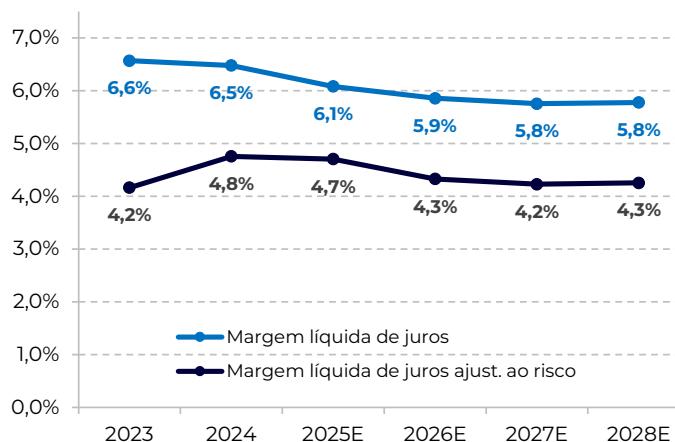
Com o aumento do risco político em meio a uma eleição presidencial incerta, observamos assimetria positiva limitada. O ambiente político colombiano pode representar um obstáculo significativo para o Grupo Cibest até 2026. A agenda de reformas do governo, particularmente na previdência e no mercado de trabalho, tem enfrentado obstáculos institucionais com a determinação do Tribunal Constitucional de uma nova votação da reforma da previdência antes de sua aprovação no Congresso. Esses atritos processuais ilustram a imprevisibilidade da formulação de políticas, aumentando a incerteza sobre a implementação de medidas e seus impactos de longo prazo na economia. A iniciativa de "paz total" do governo e as recorrentes mudanças de gabinete adicionaram mais ruído ao ambiente político, complicando a estabilidade da governança.

Olhando para o futuro, a eleição presidencial de 2026 surge como uma grande fonte de incerteza. Há expectativa de que as campanhas amplifiquem a retórica populista, com riscos associados ao afrouxamento fiscal, ao aumento da intervenção estatal ou a medidas direcionadas a instituições financeiras. Isso cria um cenário em que investidores podem permanecer cautelosos, os prêmios de risco elevados e o peso colombiano volátil. Economicamente, embora o consenso estime crescimento do PIB de cerca de 2,5% em 2025, apoiado por cortes de juros e desinflação, os riscos políticos distorcem as previsões para o lado negativo. Para bancos, esse ambiente implica demanda desigual por crédito, potencial volatilidade na captação e preocupações persistentes com a imprevisibilidade regulatória. Acreditamos que o ciclo político continuará sendo um fator-chave na avaliação até que haja maior clareza após as eleições.

Figura 114. Prêmio de risco-país**Figura 115. USD/COP**

Fonte: Bloomberg e Safra.

A margem líquida de juros está sob a pressão do ciclo de flexibilização de juros e da assimetria do balanço. Um determinante importante da sensibilidade dos lucros do Grupo Cibest é a margem líquida de juros do Bancolombia, que está estruturalmente exposta a mudanças na taxa básica de juros. Aproximadamente 70% da carteira de empréstimos é reprecificada de forma relativamente rápida após ajustes na taxa básica de juros, o que significa que, conforme o BanRep reduziu os juros da casa de dois dígitos para os atuais 9,25%, os rendimentos dos ativos caíram prontamente e devem continuar caindo. Em contraste, os passivos, particularmente os depósitos a prazo, cujas taxas atingiram o pico em 2023, demoram mais para cair, refletindo a aderência de clientes e os vencimentos contratuais. Isso cria um descompasso temporal, em que os rendimentos dos ativos são comprimidos mais rapidamente do que os custos de captação, pressionando para baixo a margem líquida de juros durante ciclos de flexibilização. Além disso, a receita da carteira de títulos diminui gradualmente à medida que os instrumentos de maior rendimento vencem e são substituídos por outros de cupons mais baixos. Embora a expectativa seja de que os custos de captação se normalizem ao longo do tempo, restaurando a estabilidade da margem líquida de juros, esse ajuste normalmente leva vários trimestres, o que implica que as dificuldades persistirão até 2025. Dessa forma, a recuperação dos lucros provavelmente será mais tardia do que imediata, com a lucratividade limitada até que os betas dos depósitos se ajustem e a dinâmica de captação se estabilize.

Figura 116. Margem líquida de juros e margem líquida de juros ajustada ao risco**Figura 117. CIB – lucro líquido (COP tri) vs. retorno sobre o patrimônio líquido (%)**

Fonte: companhia e Safra.

Normalização dos lucros será gradual, não linear. Projetamos um retorno sobre o patrimônio líquido sustentável na faixa de 15% no médio prazo, mas a trajetória para esse nível provavelmente será gradual e irregular. O crescimento dos empréstimos deve se recuperar à medida que o ambiente dos juros se tornar mais favorável, com destaque para os empréstimos ao consumidor e às PMEs, segmentos em que a demanda é mais sensível às taxas de juros. No entanto, ainda há cautela em relação ao apetite por crédito corporativo, refletindo tanto a incerteza macroeconômica quanto os juros reais elevados. As receitas de tarifas proporcionam diversificação incremental, com plataformas como

Nequi e Wompi ampliando as fontes de receita para além do setor bancário tradicional, embora essas contribuições ainda não sejam grandes o suficiente para compensar a pressão sobre a margem líquida de juros principal.

Em termos de qualidade dos ativos, as carteiras de empréstimos ao consumidor continuam sendo as mais vulneráveis, com aumento modesto na formação de inadimplência. Esperamos que isso se estabilize à medida que a contração do crédito desacelerar e a capacidade de pagamento dos tomadores melhorar, sustentando um custo de risco em torno de 1,7% até o fim do ano. Em relação às despesas, a administração continua focando na digitalização e na otimização das agências para conter o crescimento dos custos, mas acreditamos que a alavancagem operacional permanecerá limitada até que o dinamismo da receita se fortaleça. No geral, a trajetória dos lucros deve ter normalização lenta em vez de uma recuperação rápida.

Figura 118. Usuários ativos do Nequi (mi) vs. transações (mi)

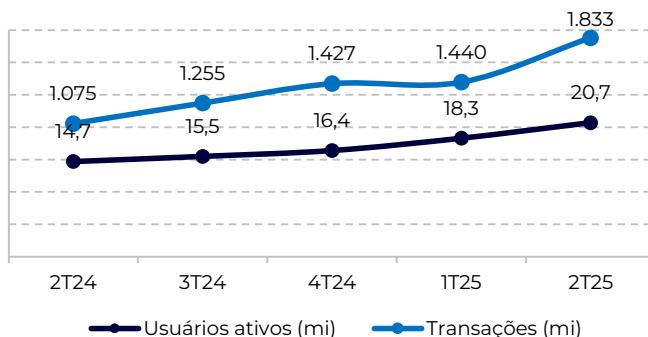
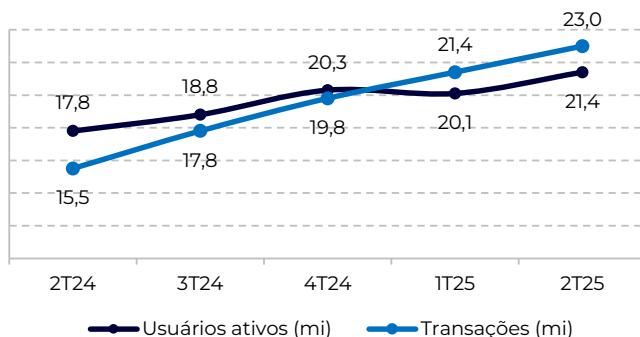


Figura 119. Usuários ativos do Wompi (mi) vs. transações (mi)



Fonte: companhia e Safra.

Plataformas não bancárias oferecem opциonalidade de longo prazo, mas contribuição limitada de curto prazo.

Nequi, que tem entre 21 milhões e 24 milhões de usuários, e Wompi, que tem participação de aproximadamente 20% no mercado de adquirência, são cada vez mais estratégicos para o ecossistema do Grupo Cibest. Essas plataformas aumentam o engajamento do cliente, geram receita de taxas e integram o grupo mais profundamente aos fluxos financeiros digitais. Nequi, em particular, alcançou escala nacional e está funcionando como uma carteira digital e ecossistema independentes, o que o posiciona como um player-chave no crescente mercado de fintechs da Colômbia. Wompi conquistou Penetração significativa entre PMEs e comerciantes nativos digitais, aumentando a diversificação de taxas e a relevância das transações de comércio eletrônico. De uma perspectiva estratégica, esses negócios oferecem ao grupo opциonalidade para geração de valor futuro, seja por meio de parcerias, desinvestimentos parciais ou potenciais cisões (spin-offs). No entanto, sua contribuição financeira permanece modesta em relação à base de lucros consolidada do Bancolombia. Em nossa visão, o mercado ainda não atribuiu crédito total a esses ativos, mas também vemos a monetização como um catalisador de médio prazo. Por enquanto, Nequi e Wompi devem ser vistos como intensificadores estratégicos da adesão dos clientes e do posicionamento da marca, em vez de impulsionadores imediatos de lucros.

Figura 120. P/L vs. pares colombianos

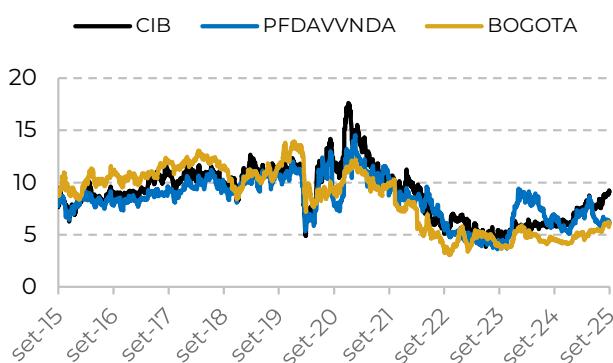
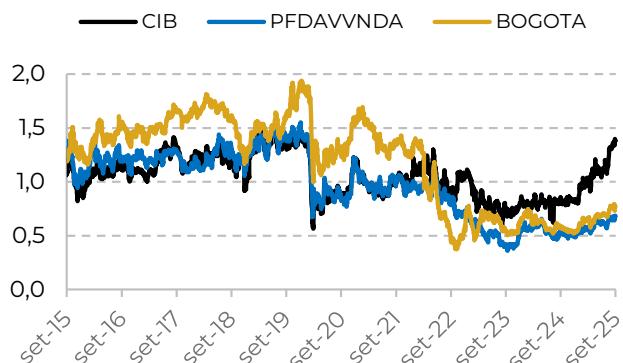


Figura 121. P/VP vs. pares colombianos



Fonte: Bloomberg e Safra.

Avaliação equilibrada, riscos simétricos. O Grupo Cibest atualmente é negociado em linha com seus pares bancários regionais em múltiplos futuros de P/VP e P/L. As ações oferecerão potencial de valorização se a margem líquida de juros se recuperar mais rápido do que o previsto, se o custo do risco tender a ser menor do que o modelado ou se a administração executar com sucesso a recompra anunciada. Valorização adicional pode advir de medidas tangíveis para monetizar Nequi ou Wompi, o que poderia liberar valor ainda não refletido nas ações. No lado negativo, os riscos incluem a compressão prolongada da margem líquida de juros até 2025, demanda de crédito mais fraca do que o esperado, maior ruído político nas eleições de 2026 e potenciais choques regulatórios que afetem as exigências de capital ou as estruturas de taxas. Dado esse balanço de riscos, acreditamos que a avaliação reflita de forma justa tanto as oportunidades quanto as adversidades, deixando escopo limitado para uma expansão dos múltiplos no curto prazo.

Riscos

Incerteza política antes da eleição presidencial de 2026. As próximas eleições e as discussões sobre reformas em andamento (como a previdenciária e a trabalhista) representam um risco para o setor financeiro. Possíveis mudanças fiscais ou intervenções regulatórias podem impactar o ambiente operacional do Grupo Cibest e o sentimento dos investidores.

Recuperação lenta da demanda por crédito. A demanda doméstica permanece fraca, e os clientes corporativos podem continuar adotando uma postura cautelosa em meio à incerteza macroeconômica e política. Isso pode atrasar a recuperação dos volumes de originação de empréstimos, impactando o crescimento da receita e limitando os ganhos de eficiência operacional. Uma desaceleração prolongada também reduziria as receitas de tarifas e as oportunidades de vendas cruzadas.

Preocupações persistentes com a qualidade dos ativos no segmento de crédito ao consumidor. O crédito ao consumidor continua apresentando vulnerabilidade, especialmente nos segmentos sem garantia. Se as taxas de inadimplência melhorarem mais lentamente do que o esperado, o Grupo Cibest poderá enfrentar necessidades elevadas de provisionamento, o que pressionaria a lucratividade. Além disso, qualquer deterioração na renda familiar ou nas tendências de emprego poderia prejudicar ainda mais o desempenho do crédito.

Risco negativo para normalização do custo do risco. Embora a administração espere melhora gradual na qualidade dos ativos, qualquer acontecimento macroeconômico adverso ou atraso na execução de estratégias de cobrança podem estagnar essa trajetória. Um custo do risco maior do que o previsto pesaria sobre os lucros e exigiria ajustes na alocação de capital ou nos planos de crescimento.

Informações financeiras

Empréstimos e depósitos. A carteira total de empréstimos deve crescer 9% em três anos. Os empréstimos comerciais e ao consumidor devem crescer em ritmo mais acelerado, já que taxas de juros mais baixas permitem um maior apetite ao risco. Projetamos que as carteiras de empréstimos imobiliários e o microcrédito cresçam a uma taxa anual composta de 8% e 7%, respectivamente. Por outro lado, o ciclo de cortes nas taxas de juros provavelmente comprimirá a margem líquida de juros e reduzirá a lucratividade.

Figura 122. Decomposição dos empréstimos (COP tri)

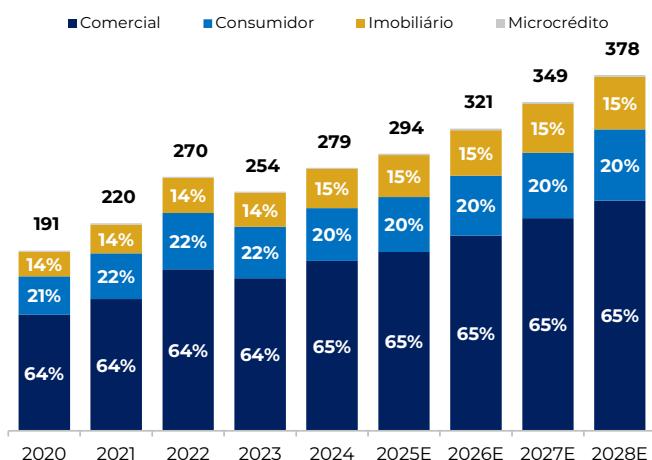
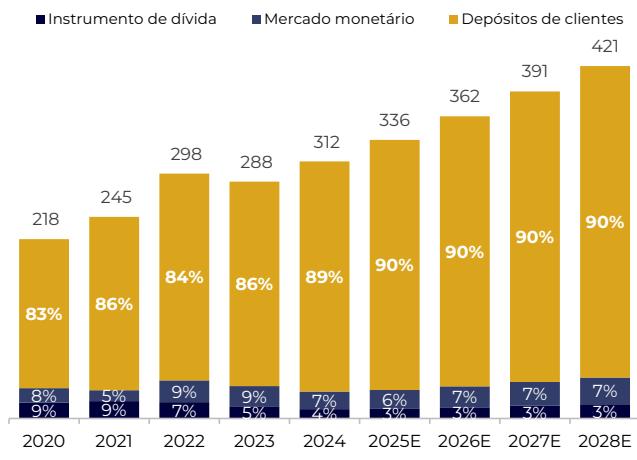


Figura 123. Decomposição dos depósitos (COP tri)



Fonte: companhia e Safra.

Qualidade dos ativos. Esperamos que a inadimplência diminua gradualmente, à medida que os empréstimos ao consumidor inadimplentes continuarem sua trajetória de queda no país. O custo do risco apresenta ligeira alta para níveis mais normalizados, conforme as concessões de linhas de maior risco ganham força.

Figura 124. Margem líquida de juros e margem líquida de juros ajustada ao risco

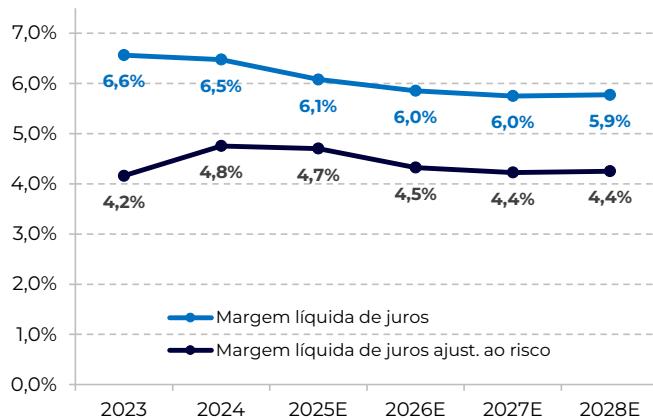
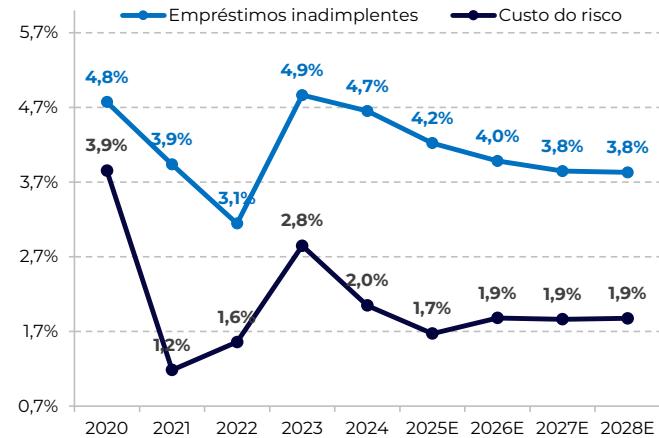
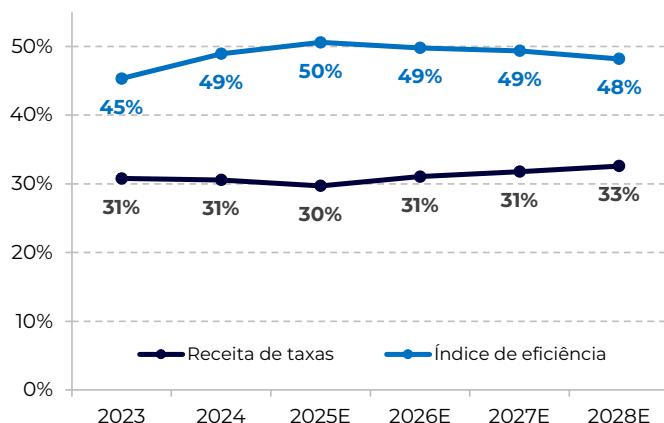


Figura 125. Inadimplência e custo do risco



Fonte: companhia e Safra.

Lucratividade. As taxas devem apresentar crescimento anual composto de 8,8% em três anos e o índice de eficiência deve cair para 48% em 2028. Em termos de lucratividade, o lucro líquido deve crescer a uma taxa anual composta de aproximadamente 7% em três anos, resultando em um retorno sobre o patrimônio líquido de 15,6%.

Figura 126. Receita de taxas e índice de eficiência

Figura 127. Lucro líquido (COP tri) e retorno sobre o patrimônio líquido (%)


Fonte: companhia e Safra.

Figura 128. Projeções do Grupo Cibest

Projeções Grupo Cibest 2025	Faixa inferior	Faixa média	Faixa superior	Estimativas Safra	vs. Safra
Crescimento de empréstimos	-	5,4%	-	5,3%	-8 p.b.
Margem líquida de juros	-	6,3%	-	6,1%	-18 p.b.
Custo do risco	1,6%	1,7%	1,8%	1,7%	2 p.b.
Índice de eficiência	-	51%	-	50,4%	-58 p.b.
Retorno sobre o patr. líquido	-	16%	-	16,3%	26 p.b.

Fonte: companhia e Safra.

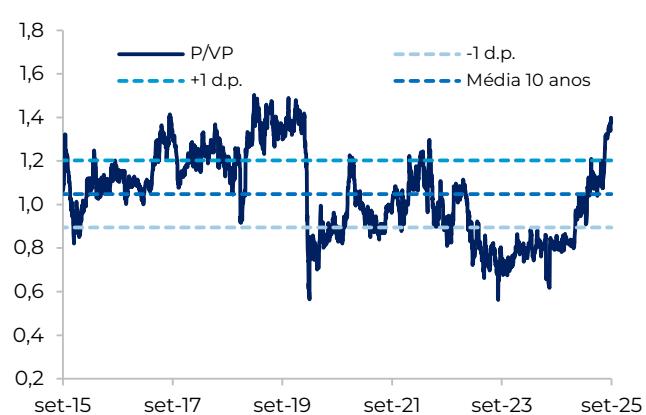
Figura 129. Safra vs. consenso

Grupo Cibest						
	2025	2025	Safra vs.	2026	2026	Safra vs.
	Safra	consenso	consenso	Safra	consenso	consenso
Lucro líquido (COP)	6.928.832	6.893.886	0,5%	7.325.324	7.074.626	3,5%
Retorno sobre o patr. líquido	16,3%	15,0%	125 p.b.	16,2%	15,6%	64 p.b.

Fonte: Bloomberg e Safra.

As ações do Grupo Cibest estão sendo negociadas a um P/L de cerca de 9x em 12 meses e a um P/VP de aproximadamente 1,4x, em linha com as máximas médias de dez anos e próximo das máximas históricas, respectivamente, beneficiados pelo aumento gradual do retorno excedente.

Figura 130. CIB – P/L em 12m

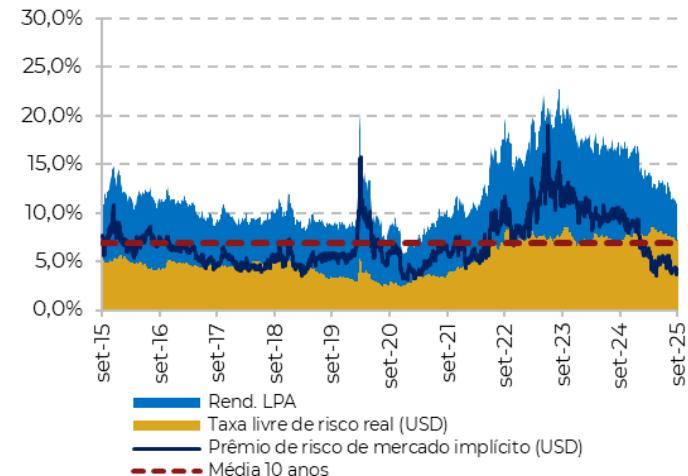
Figura 131. CIB – P/VP histórico


Fonte: Bloomberg e Safra.

Figura 132. CIB – P/VP vs. (retorno sobre o patrimônio líquido-Ke)



Figura 133. CIB – prêmio de risco de mercado (USD)



Fonte: Bloomberg e Safra.

Figura 134. SAVS – Scorecard de Análise e Avaliação do Safra (COP bi)

Métricas financeiras (COP mi)	2024A	2025E	2026E	2027E	Métricas operacionais	2024A	2025E	2026E	2027E
Receita de juros	35.544	34.550	35.608	37.059	Carteira de empréstimos	279.454	294.315	320.924	349.089
Despesa financeira	-15.024	-13.532	-13.136	-13.052	Comercial	180.514	190.001	207.330	225.782
Receita líquida de juros	20.520	21.018	22.472	24.007	Consumidor	55.875	58.255	63.731	69.585
Provisões	-5.452	-4.886	-5.662	-6.238	Imobiliário	41.742	44.475	48.158	51.895
Margem financ. bruta após provisões	15.068	16.132	16.809	17.769	Microcrédito	1.352	1.613	1.737	1.862
Margem líq. de juros após provisões	4,8%	4,7%	4,5%	4,4%	Crescimento dos empréstimos	10,0%	5,3%	9,0%	8,8%
Taxas líquidas de serviços	4.165	4.432	4.808	5.175	Crescimento dos depósitos	-99,9%	8,8%	7,9%	7,7%
Lucro com negociações	541	948	1.031	1.114	Margem líq. de juros antes das provisões	6,5%	6,1%	6,0%	6,0%
Receita dividendas (e método de equival. patrimonial)	105	512	538	585	Índice de cobertura de taxas	30,6%	29,7%	30,8%	31,3%
Outras receitas (despesas) operacionais	1.870	1.875	1.978	2.079	Índice de empréstimos inadimplentes	4,65%	4,22%	3,98%	3,85%
Receita operacional	21.748	23.900	25.166	26.721	Índice de cobertura de provisionamento	124,44%	116,72%	113,68%	112,79%
Índice de eficiência	48,9%	50,4%	49,3%	48,7%	Despesas com provisões/empréstimos médios	2,0%	1,7%	1,8%	1,9%
Impostos	-2.392	-2.780	-2.964	-3.165	Alavancagem	2024A	2025E	2026E	2027E
Participação de minoritários	1.042	1.147	1.275	1.412	índice de capital regulamentar	11,9%	11,4%	12,1%	12,6%
Lucro líquido	6.268	6.876	7.325	7.833	índice de capital principal	11,9%	11,4%	12,1%	12,6%
LPA por ADR (USD)	6,39	6,93	7,31	7,79	índice de Basileia	13,8%	13,7%	14,3%	14,7%
Ativos	372.215	398.801	428.660	461.769	Ativos/patrimônio líquido	8,5	9,2	9,2	9,2
Caixa e equivalentes de caixa	27.121	31.500	33.802	36.186	Empréstimos/depósitos	99,9%	96,7%	97,7%	98,7%
Investimentos em títulos	46.231	52.133	52.376	54.673	Depósitos/passivos	85,1%	85,7%	86,0%	85,9%
Empréstimos líquidos	263.274	279.807	306.386	333.936	KPI operacionais	2024A	2025E	2026E	2027E
Empréstimos brutos	279.454	294.315	320.924	349.089	Retorno sobre o ativo ajustado	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Provisões	-16.180	-14.509	-14.538	-15.153	Retorno sobre o patrimônio líquido ajustado	15,8%	16,4%	16,2%	16,2%
Passivo	328.673	355.307	382.074	411.792	Rendimento de dividendos	7,0%	11,9%	7,8%	9,0%
Depósitos	279.776	304.399	328.400	353.548	Custo de capital próprio (Ke)				13,1%
Outros passivos financeiros	32.594	31.273	33.453	37.834	Retorno sobre o patr. líq. de longo prazo				16,0%
Patrimônio líquido	43.542	43.494	46.587	49.976	Avaliação	2024A	2025E	2026E	2027E
Valor patrimonial por ação por ADR (USD)	41,10	43,48	46,84	48,86	P/L (ao preço-alvo - em 12m)				8,0x
Dividendos	3.401	5.802	3.774	4.391	P/VP (ao preço-alvo)				1,32x
DPA por ADR (USD)	3,5	5,8	3,8	4,4	P/L (ao preço atual)	7,8x	7,0x	6,6x	6,2x
Valor de mercado	48.682	48.682	48.682	48.682	P/VP (ao preço atual)	1,12x	1,12x	1,04x	0,97x
No. de ações ('000)	240	240	240	240					
Ações do balanço de pagamentos	240	240	240	240					

Fonte: Safra.

Figura 135. Grupo Cibest – DRE

Demonstração do resultado (COP mi)	2024A	2025E	2026E	2027E	Cresc. 24/23	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26
Receita de juros total	35.544	34.550	35.608	37.059	-4,1%	-2,8%	3,1%	4,1%
Juros sobre empréstimos	32.614	31.727	32.901	34.522	-7,5%	-2,7%	3,7%	4,9%
Juros sobre títulos e fundos overnight	2.931	2.823	2.707	2.537	62,3%	-3,7%	-4,1%	-6,3%
Despesa total com juros	(15.024)	(13.532)	(13.136)	(13.052)	-9,9%	-9,9%	-2,9%	-0,6%
Juros totais sobre depósitos	(12.216)	(11.481)	(11.229)	(11.157)	-8,3%	-6,0%	-2,2%	-0,6%
Outros custos de captação	(2.808)	(2.051)	(1.907)	(1.895)	-16,0%	-27,0%	-7,0%	-0,7%
Receita líquida de juros antes das provisões	20.520	21.018	22.472	24.007	0,7%	2,4%	6,9%	6,8%
Provisões líquidas de baixas	(5.452)	(4.886)	(5.662)	(6.238)	-26,9%	-10,4%	15,9%	10,2%
Receita líquida de juros após provisões	15.068	16.132	16.809	17.769	16,7%	7,1%	4,2%	5,7%
Receita relacionada ao mercado	541	948	1.031	1.114	-60,9%	75,2%	8,7%	8,0%
Receita dividendos (e método de equival. patrimor)	105	512	538	585	-50,2%	389,6%	5,1%	8,6%
Receita líquida total de tarifas e serviços	4.165	4.432	4.808	5.175	4,6%	6,4%	8,5%	7,6%
Outras receitas operacionais	1.870	1.875	1.978	2.079	3,3%	0,3%	5,5%	5,1%
Receita operacional total	21.748	23.900	25.166	26.721	7,1%	9,9%	5,3%	6,2%
Despesas operacionais totais	(13.622)	(14.913)	(15.610)	(16.515)	5,2%	9,5%	4,7%	5,8%
Lucro operacional líquido	8.127	8.987	9.556	10.206	10,4%	10,6%	6,3%	6,8%
Receita (despesa) não operacional	631	791	861	929	-19,4%	25,3%	8,8%	8,0%
Outras receitas/despesas	631	791	861	929	-19,4%	25,3%	8,8%	8,0%
Receita antes do imposto de renda	8.758	9.778	10.417	11.135	7,5%	11,6%	6,5%	6,9%
Despesa com imposto de renda	(2.392)	(2.780)	(2.964)	(3.165)	23,8%	16,2%	6,6%	6,8%
Participação minoritária	1.042	1.147	1.275	1.412	8,5%	10,1%	11,1%	10,8%
Resultado líquido	6.268	6.876	7.325	7.833	2,5%	9,7%	6,5%	6,9%
Lucro líquido ajustado	6.268	6.929	7.325	7.833	2,5%	10,5%	5,7%	6,9%
Lucro líquido ajustado (USD '000)	1.536	1.667	1.759	1.873	8,3%	8,6%	5,5%	6,5%
Métricas operacionais (COP mi)	2024A	2025E	2026E	2027E	Cresc. 24/23	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26
Ativos	372.215	398.801	428.660	461.769	8,5%	7,1%	7,5%	7,7%
Empréstimos líquidos	263.274	279.807	306.386	333.936	10,7%	6,3%	9,5%	9,0%
Empréstimos brutos	279.454	294.315	320.924	349.089	10,0%	5,3%	9,0%	8,8%
Comercial	180.514	190.001	207.330	225.782	11,5%	5,3%	9,1%	8,9%
Consumidor	55.875	58.255	63.731	69.585	2,3%	4,3%	9,4%	9,2%
Imobiliário	41.742	44.475	48.158	51.895	15,1%	6,5%	8,3%	7,8%
Microcrédito	1.352	1.613	1.737	1.862	18,1%	19,3%	7,7%	7,2%
Média de ativos que rendem juros	316.859	343.458	373.042	403.005	2,1%	8,4%	8,6%	8,0%
Custo do risco	2,0%	1,7%	1,8%	1,9%	-89 p.b.	-34 p.b.	14 p.b.	2 p.b.
Margem líq. de juros antes das provisões	6,5%	6,1%	6,0%	6,0%	-9 p.b.	-36 p.b.	-9 p.b.	-7 p.b.
Margem líq. de juros após provisões	4,8%	4,7%	4,5%	4,4%	59 p.b.	-6 p.b.	-19 p.b.	-10 p.b.
Total de depósitos	279.776	304.399	328.400	353.548	12,6%	8,8%	7,9%	7,7%
Índice empréstimos/depósitos	99,9%	96,7%	97,7%	98,7%	-22 p.b.	-320 p.b.	104 p.b.	102 p.b.
Custo médio de captação	4,7%	3,9%	3,5%	3,2%	-63 p.b.	-80 p.b.	-42 p.b.	-28 p.b.
Patrimônio líquido	43.542	43.494	46.587	49.976	14,3%	-0,1%	7,1%	7,3%
Índices de rentabilidade/eficiência	2024A	2025E	2026E	2027E	Cresc. 24/23	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26
Retorno sobre o patrimônio líquido	15,8%	16,3%	16,2%	16,2%	-44 p.b.	45 p.b.	-1 p.b.	-2 p.b.
Retorno sobre o patrimônio líquido ajustado	15,8%	16,4%	16,2%	16,2%	-44 p.b.	58 p.b.	-14 p.b.	-2 p.b.
Retorno sobre o ativo	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	-1 p.b.	3 p.b.	-1 p.b.	-1 p.b.
Retorno sobre o ativo ajustado	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1 p.b.	5 p.b.	-4 p.b.	-1 p.b.
Índice de eficiência	48,9%	50,4%	49,3%	48,7%	361 p.b.	148 p.b.	-116 p.b.	-53 p.b.
Alíquota de imposto efetiva	27,3%	28,4%	28,4%	28,4%	0 p.b.	111 p.b.	2 p.b.	-2 p.b.
Índice de cobertura de taxas	30,6%	29,7%	30,8%	31,3%	0 p.b.	-86 p.b.	109 p.b.	53 p.b.

Fonte: Safra.

Visão geral da companhia

O Grupo Cibest é o principal grupo financeiro da Colômbia e detém a maior participação de mercado em empréstimos e depósitos, superando grandes concorrentes como Davivienda e Banco de Bogotá. Sua ampla gama de produtos e serviços – como serviços bancários, leasing, aluguel, corretagem, serviços fiduciários, banco de investimento e soluções para o mercado de capitais – atende mais de 33 milhões de clientes nos segmentos de varejo, PMEs, comércio e corporativo. Fundado em 1875, ao longo de seus 150 anos de existência, o Grupo Cibest estabeleceu seis parcerias e ultrapassou suas fronteiras iniciais. Possui operações significativas no Panamá, na Guatemala, em El Salvador e outros países, 34 mil funcionários, 5.192 caixas eletrônicos e 570 agências.

Para manter o alto nível de fidelidade e preferência dos clientes que conquistou até o momento (72% de todas as transações monetárias na Colômbia são processadas pelo Bancolombia), o Grupo Cibest está investindo em novas soluções digitais alinhadas às suas metas de inclusão financeira. Especialmente por meio do Nequi, uma plataforma 100% digital que permite aos usuários acessar serviços financeiros e não financeiros a partir de seus celulares, o grupo conseguiu aumentar significativamente o acesso ao crédito. Somente o Nequi registrou crescimento de 517% nas originações de crédito em 2024 – e ainda não obteve sua própria licença de instituição financeira, o que pode abrir novas oportunidades de negócios.

Composição acionária

As ações do Grupo Cibest (CIB) são divididas em duas classes: ações ordinárias, que dão direito a um voto por ação, e ações preferenciais, que têm direitos de voto limitados. Além do Grupo de Inversiones Suramericana (holding financeira do Grupo Cibest), duas gestoras colombianas de fundos de pensão privados detêm cerca de 10% do total de ações do CIB. O grupo também possui um programa de ADR (um ADR equivale a quatro ações preferenciais).

Figura 136. Composição acionária – em maio de 2025

Acionistas	Ações ordinárias	%	Ações preferenciais	%	Total de ações	%	Votos	%
Free float	216.229.132	42,4%	295.550.095	65,4%	511.779.227	52,3%	216.229.132	42,4%
Grupo de Inversiones Suramericana	235.012.336	46,1%	-	0,0%	235.012.336	24,4%	235.012.336	46,1%
Programa ADR	-	0,0%	117.373.308	26,0%	117.373.308	12,2%	-	0,0%
Fondo Bursátil ISHARES MSCI COLCAP	17.380.926	3,4%	30.834.749	6,8%	49.424.268	5,1%	17.380.926	3,4%
Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado	41.082.189	8,1%	8.364.265	1,9%	48.184.359	5,0%	41.082.189	8,1%
Total	509.704.584	100,0%	452.122.416	100,0%	961.827.000	100,0%	509.704.584	100,0%

Fonte: companhia.

Linha do tempo

Os primeiros anos do Grupo Cibest foram marcados por uma série de fusões. O Bancolombia é o resultado da fusão, em 1998, entre o Banco de Colombia (fundado em 1875) e o Banco Industrial Colombiano (BIC) após o processo de listagem do BIC na NYSE em 1995, sob o ticker CIB. Em 2005, o Grupo Bancolombia foi formado por meio de outra fusão, desta vez entre Bancolombia, Conavi – com foco em financiamento imobiliário e contas de poupança – e Corfinsura, um banco de investimento que também atuava no segmento de empréstimos corporativos.

Posteriormente, o Grupo Bancolombia passou o final dos anos 2000 e o início dos anos 2010 trabalhando em seu crescimento inorgânico. Em 2007, adquiriu totalmente o Banagrícola de El Salvador. Em 2012, o grupo adquiriu uma participação de 40% no Banco Agromercantil (que seria eventualmente adquirido integralmente em 2015) e, no ano seguinte, também adquiriu o HSBC Panamá, que se tornou o Banistmo. Por volta de 2014, a digitalização, a sustentabilidade e a inclusão financeira tornaram-se muito relevantes tanto no mundo quanto para o grupo, e, em 2015, foi criado o Nequi, uma linha de negócios 100% digital voltada para a inclusão financeira, que opera sob a licença do Bancolombia. No início da década atual, o Bancolombia se juntou à ONU para analisar investimentos do setor privado em desenvolvimento sustentável.

Em 2022, o Bancolombia iniciou suas operações como corretora e consultora de investimentos registrada nos EUA, com seus produtos e serviços disponibilizados por meio do Bancolombia Capital. No ano seguinte, o Grupo Bancolombia e a Patria Investments firmaram uma parceria para criar uma joint venture focada em ativos alternativos na Colômbia. Em 2024, o grupo lançou a Wenia, uma empresa de criptomoedas. Em 2025, o Grupo Cibest foi criado para ser a holding do Bancolombia, o que lhe permitiu lançar seu programa de recompra de ações e encontrar outra forma de distribuir valor aos acionistas. Também encerrou todas as operações do Bancolombia a la Mano com o objetivo de unificar seus serviços e concentrar seus esforços no Nequi.

Equipe de gestão

Vários membros da equipe de gestão do Grupo Cibest ocuparam diferentes cargos de alta gerência dentro da holding e têm uma visão mais holística do negócio. Há também dois acadêmicos e membros que ocuparam cargos de alta gerência fora do grupo. O Grupo Cibest tem uma idade de aposentadoria compulsória de 65 anos para sua equipe de gestão, o que levou à renúncia de seu antigo CFO.

Figura 137. Equipe de gestão

Equipe de gestão	Experiência anterior
Juan Carlos Mora Uribe Diretor-Presidente	É CEO do Grupo Cibest desde meados de 2016. Anteriormente, foi vice-presidente de Inovação Corporativa e Transformação Digital, tendo também ocupado os cargos de CRO, CTO e COO no grupo. É formado em administração de empresas pela Universidade Eafit e possui MBA pelo Babson College.
Mauricio Botero Wolff Diretor Financeiro	Tornou-se CFO do Grupo Cibest em 2024. Anteriormente, ocupou diversos cargos no Bancolombia, incluindo vice-presidente e gerente. É formado em engenharia administrativa pela EIA University, pós-graduado em economia pela University of the Andes e possui MBA pela Emory University. É membro do conselho de administração de algumas subsidiárias.
Mauricio Rosillo Rojas Vice-Presidente de Negócios	É vice-presidente de Negócios desde 2023 e ocupou cargos nos setores público e privado, incluindo Diretor Jurídico do Bancolombia. É formado em direito pela Pontifícia Universidade Javeriana, em legislação Financeira pela Universidade dos Andes e possui mestrado em direito comercial e econômico pela Universidade da Geórgia.
Claudia Echavarría Uribe Vice-presidente Jurídico e Secretária-Geral	Ocupa seu cargo atual no Grupo Cibest desde o final de 2019 e já ocupou diversos cargos no grupo. Trabalhou na Almacenes Exito. É formada em direito pela Pontifícia Universidade Bolivariana e mestre em direito pela Faculdade de Direito da Universidade de Columbia. É membro da Ordem dos Advogados de Nova York e membro do conselho de administração de algumas subsidiárias.
Julían Mora Gómez Vice-Presidente Corporativo	É vice-presidente corporativo do Grupo Cibest desde o final de 2023. Por mais de 20 anos, ocupou diferentes cargos no grupo, incluindo Diretor de Compliance. Foi professor na Pontifícia Universidade Javeriana. É formado em direito e seguros pela Pontifícia Universidade Bolivariana e possui MBA pela EADA Business School.
Rodrigo Prieto Uribe Vice-Presidente de Riscos Corporativos	É vice-presidente de Riscos Corporativos desde 2011. Ocupou outros cargos no Bancolombia e também foi professor em diversas universidades. É formado em engenharia civil pela Universidade EIA, mestre em economia pela Universidade dos Andes e mestre em finanças pelo Instituto Tecnológico e de Ensino Superior de Monterrey.
Cipriano López González Vice-Presidente de Inovação e Sustentabilidade	É vice-presidente de Inovação e Sustentabilidade desde 2019. Trabalhou no Grupo SAB-Miller, Grupo DANONE e L'Oréal e foi CEO da Haceb Industries. É formado em engenharia mecânica pela Pontifícia Universidade Bolivariana, possui MBA pela Escola de Negócios de Bordeaux e mestrado pelo Politécnico de Milão.

Fonte: companhia.

Figura 138. Conselho de administração – em junho de 2025

Conselho de administração	Anos no cargo	Cargo
Luis Fernando Restrepo Echavarría	9	Presidente
Ricardo Jaramillo Mejía	11	Vice-presidente
Juan Esteban Toro Valencia	5	Conselheiro
Andrés Felipe Mejía Cardona	9	Conselheiro independente
Nicolás Zapata Zuluaga	0	Conselheiro independente
Silvina Vatnick	4	Conselheira independente
Sylvia Escobar Goméz	5	Conselheira independente

Fonte: companhia.

Galicia

Na mesma toada? Equilíbrio risco-retorno pouco atrativo

Iniciamos a cobertura de Galicia com recomendação de Venda e preço-alvo de USD 33. Embora reconheçamos a posição única do Galicia como o maior banco privado da Argentina, seu mix de empréstimos diversificado e números historicamente melhores de qualidade de ativos, o principal determinante das ações deve continuar sendo o cenário macroeconômico da Argentina. A sustentabilidade dos resultados é difícil de prever, mas há indícios de um retorno sobre o patrimônio líquido entre 15% e 19%, em um cenário sem avanços.

Acontecimentos políticos recentes trazem de volta a incerteza habitual. Desde 2023, o governo argentino, liderado por Javier Milei, tem administrado a crise econômica que se agravou em 2021–2022 gerando superávits fiscais, reduzindo a dívida pública e controlando a inflação. No entanto, o índice de aprovação do presidente caiu significativamente nas últimas semanas, levando seu partido a perder por ampla margem as eleições legislativas locais de Buenos Aires. Embora a votação de setembro não tenha impacto na política nacional, ela ressalta a perda de poder político que o presidente enfrentou e pode pesar nas perspectivas para as eleições para o Congresso, que ocorrerão em outubro de 2025.

Nosso cenário-base: a economia melhorará, embora em ritmo mais lento. O sentimento em relação à Argentina é atualmente muito binário, já que o mercado espera aumento ou diminuição do risco-país a depender das eleições de outubro. Embora concordemos que este deva ser o principal catalisador para as ações de empresas argentinas, temos um cenário mais pessimista, porém equilibrado, como base das premissas do nosso modelo para o Galicia, que considera que haverá certa perda de governabilidade e que a economia sustentará uma melhora gradual e lenta.

Ventos contrários de curto prazo devem afetar o dinamismo dos lucros. Antecipando a volatilidade causada pelas eleições e buscando conter uma possível tendência de dolarização, o Banco Central da Argentina aumentou os depósitos compulsórios para restringir a liquidez dos bancos, o que levou a uma compressão nos spreads de empréstimos devido à defasagem na reprecificação dos empréstimos com juros pré-fixados. A elevação nos custos dos empréstimos para contrabalançar o aumento no custo de captação enfraqueceu a demanda por empréstimos e aumentou a inadimplência, especialmente no crédito ao consumidor. Com o aumento dos salários reais ficando aquém do crescimento do crédito, a inadimplência das famílias subiu para 5,6% em julho – o maior nível desde 2009 –, prejudicando as perspectivas de curto prazo. Esses números devem continuar pressionando o lucro do Galicia nos próximos trimestres, e o custo do risco provavelmente aumentará e se manterá em um nível mais alto.

Projetamos lucro líquido de ARS 706bi (retorno sobre o patrimônio líquido de 10,0%) e ARS 1,229tri (retorno sobre o patrimônio líquido de 15,7%) em 2025 e 2026, respectivamente. Nossos números estão 5% e 13% abaixo do consenso, pois presumimos maior pressão de curto prazo devido à deterioração da qualidade dos ativos e à compressão dos spreads. Projetamos crescimento anual composto nos empréstimos de 24% em três anos em termos reais, chegando a 56% dos ativos e 83% dos depósitos até 2028, uma trajetória de crescimento mais modesta do que acreditamos estar implícita nas estimativas de consenso.

Potencial de valorização implícito de 12% sobre preço-alvo de USD D33. Utilizamos um modelo de dividendos descontados para calcular a avaliação justa, aplicando um Ke de 21,1%, beta de 1,20 e g de 5,0% a partir de 2030. Vemos a companhia sendo negociada a 8,9x e 5,1x o P/L em 2025 e 2026, respectivamente, em comparação com seus níveis históricos de 7x. Os múltiplos P/VP estão sendo negociados a 0,88x e 0,74x em 2025 e 2026, respectivamente.

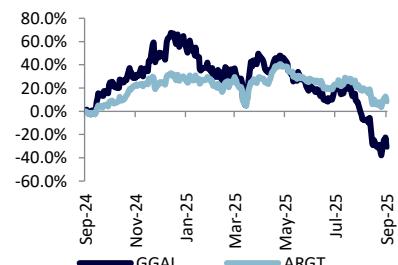
Riscos para nossa tese. (i) O ambiente político favorável abre espaço para medidas transformacionais, melhorando a economia mais rápido do que esperamos; (ii) aumento da Penetração do crédito para além de 25% do PIB; (iii) rápida recuperação da inadimplência de curto prazo.

GGAL	
Avaliação	Venda
Preço atual	ARS 29,6
Preço-alvo em 12M	ARS 33,0

Múltiplos	24A	25E	26E
P/L	3,9x	8,9x	5,1x
P/VP	0,89x	0,88x	0,74x
Rend. de dividendos	11,6%	2,5%	3,4%

Dados de mercado	
Valor de mercado	USD 4,721bi
Máx./mín. 52 semanas	USD 26/73
Volume médio de negociação diário (3M)	USD 86mi
Ações em circulação	133 mi
Free float	71%
Desempenho(12m)	-31%
Desempenhoacumulado no ano	-52%

GGAL vs. ARGT



Fonte: Bloomberg.

Tese de investimento

Na mesma toada? Equilíbrio risco-retorno pouco atrativo

Iniciamos a cobertura de Galicia com recomendação de Venda e um preço-alvo de USD 33. Embora reconheçamos a posição única do Galicia como o maior banco privado da Argentina, seu mix de empréstimos diversificado e números historicamente melhores de qualidade de ativos, o principal catalisador para as ações deve continuar sendo o cenário macroeconômico da Argentina. Nas últimas duas décadas, o país tem enfrentado graves crises econômicas, interrompidas por breves períodos de euforia que nunca conseguiram gerar uma mudança estrutural. Reconhecemos que existe um risco positivo significativo se a economia finalmente melhorar, mas, em nossa opinião, a conjuntura necessária para que isso aconteça se tornou mais frágil e o equilíbrio risco-retorno não parece atrativo agora.

Acontecimentos políticos recentes trazem de volta a incerteza habitual. Desde a eleição presidencial de 2023, o governo argentino, liderado por Javier Milei, vem administrando a crise econômica que se agravou em 2021–2022 gerando superávits fiscais, reduzindo a dívida pública, suavizando a volatilidade cambial e controlando a inflação. No entanto, o índice de aprovação do presidente caiu significativamente nas últimas semanas, levando seu partido a perder por ampla margem as eleições legislativas locais de Buenos Aires. Embora a votação de setembro não tenha impacto na política nacional, ela ressalta a perda de poder político que o presidente enfrentou e pode pesar nas perspectivas para as eleições para o Congresso, que ocorrerão em outubro de 2025.

Se o partido de Milei (La Libertad Avanza) e os apoiadores do presidente não conseguirem obter um número significativo de assentos nas eleições para o Congresso, a segunda metade do mandato presidencial provavelmente será desafiadora e o presidente terá mais dificuldade em aprovar as medidas econômicas propostas. Se seus apoiadores obtiverem menos de um terço dos votos, ele não conseguirá conter as propostas da oposição e, portanto, terá governabilidade muito limitada. Naturalmente, o aumento da incerteza resultou em volatilidade no curto prazo. Se a confiança na estabilidade da moeda diminuir e a demanda por dólar retornar, a moeda local retomará uma trajetória de depreciação, o que trará de volta a pressão sobre a inflação e as reservas cambiais. Esse cenário também prejudicaria a trajetória de melhora esperada para o país – o principal catalisador nos últimos 24 meses – e mais uma vez levantaria dúvidas sobre as perspectivas de longo prazo da Argentina.

Em 22 de setembro, o Secretário do Tesouro dos EUA, Scott Bessent, reafirmou o compromisso de Washington em apoiar a Argentina em meio à crescente instabilidade financeira. Ele delineou possíveis medidas – incluindo linhas de swap, compras diretas de moeda e empréstimos de curto prazo por meio do Fundo de Estabilização Cambial (ESF) – para apoiar a agenda de reformas do Presidente Milei e ajudar a estabilizar a economia. Embora um pacote de apoio dos EUA possa aliviar temporariamente as tensões do mercado, sua escala e condições permanecem incertas, e mudanças políticas mais profundas podem ser necessárias após as eleições para restaurar a confiança dos investidores.

Figura 139. Taxa de câmbio ARS/USD

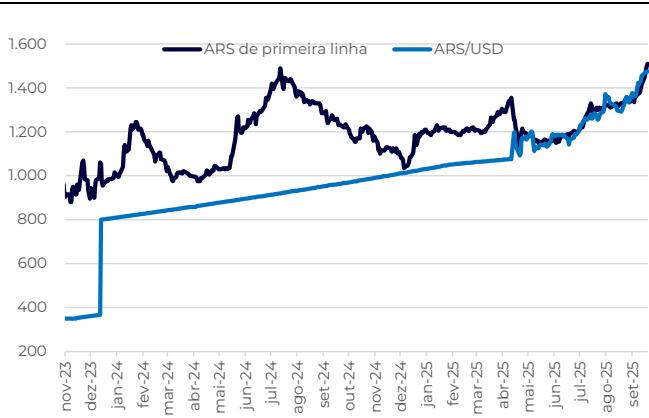
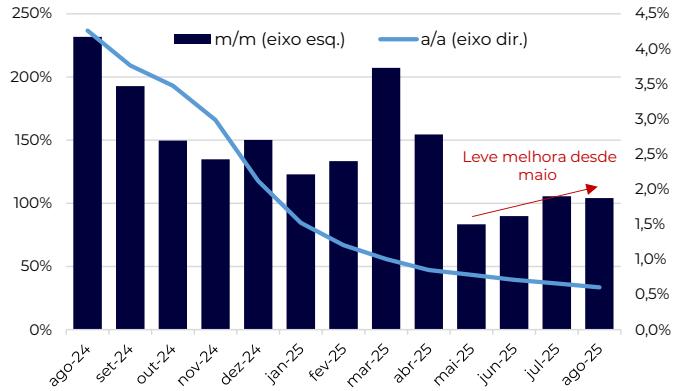


Figura 140. Taxa de inflação da Argentina (12 meses)



Fonte: Bloomberg, BCRA e Safra.

Nosso cenário-base: a economia melhorará, embora em ritmo mais lento. O sentimento em relação à Argentina é atualmente muito binário, já que o mercado espera que o país prospere ou entre em colapso a depender das eleições de outubro. Ainda que concordemos que esse deva continuar sendo o principal catalisador do desempenho das ações de empresas argentinas, dado seu impacto significativo no risco-país, temos um cenário mais equilibrado como base das premissas de nosso modelo para o Galicia. Em nossa opinião, há espaço para alguma continuidade da

governabilidade, possibilitando a implementação de medidas econômicas e ainda uma possível redução gradual da inflação.

Dado o cenário volátil, realizamos uma análise de sensibilidade para avaliar as diferentes perspectivas sob várias premissas de custo de capital próprio. Nossa preço-alvo oscilou entre USD 30 e USD 38 para cada variação de 300 p.b. em nosso Ke no cenário-base (22,0%). Isso faria com que nosso potencial de valorização aumentasse para 28% ou caísse para 1%. Reconhecemos que o intervalo poderia ser ainda maior, considerando que também deve haver riscos operacionais positivos ou negativos.

Figura 141. Sensibilidade do preço-alvo à mudança em Ke

	Ke	PA	Poten. de val.
-300 p.b.	19,0%	38,0	28%
-200 p.b.	20,0%	36,0	22%
-100 p.b.	21,0%	35,0	18%
Cenário base	22,0%	33,0	12%
+100 p.b.	23,0%	32,0	8%
+200 p.b.	24,0%	31,0	5%
+300 p.b.	25,0%	30,0	1%

Fonte: Safra.

Grande potencial, mas talvez não imediato. Diante dos desafios macroeconômicos da Argentina, a Penetração do crédito no país ficou aquém do nível de seus pares latino-americanos nos últimos 30 anos. A relação empréstimos/PIB raramente ultrapassou 20% – e não atingia essa marca desde 2000. Supondo que a economia decole – com a inflação sob controle e confiança na estabilidade da taxa de câmbio –, o crédito deverá retomar seu papel como um dos principais impulsionadores da recuperação econômica, e os bancos naturalmente entrarão em um forte momento positivo.

Em virtude da oportunidade fácil a ser capturada em termos da relação empréstimos/PIB, a Penetração poderia ultrapassar 15%, que era o nível médio na década de 2010. No entanto, tendo enfrentado uma série de crises econômicas complexas e duradouras, acreditamos que a Argentina não deve reduzir a diferença de Penetração em relação aos seus pares latino-americanos no curto ou médio prazo, a menos que reformas estruturais sejam implementadas. Por exemplo, seria vital abordar os níveis de informalidade do país para trazer os depósitos de volta ao sistema bancário ou implementar uma reforma fiscal.

Figura 142. Relação empréstimos/PIB na Argentina

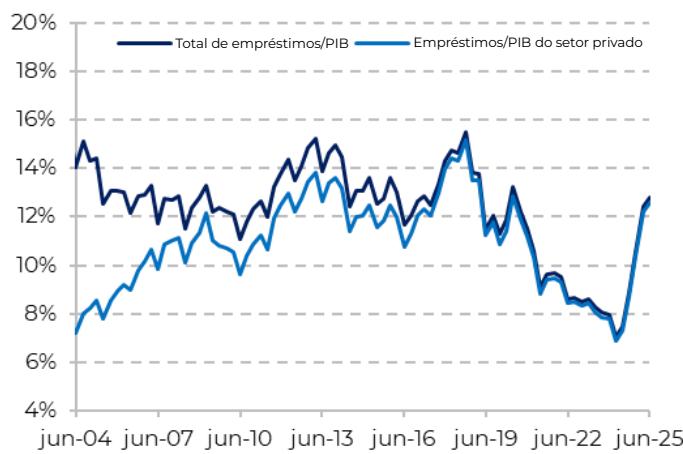
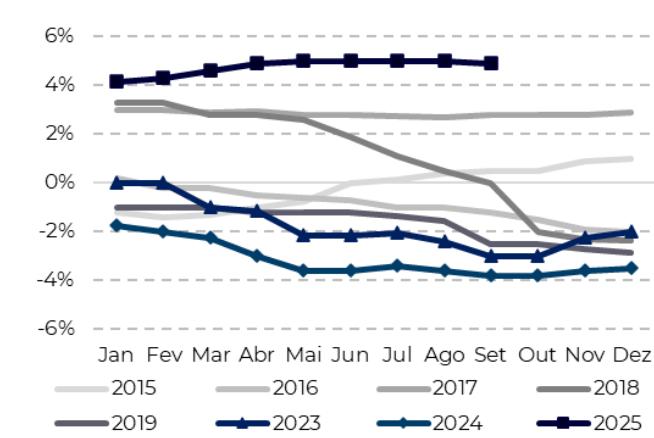


Figura 143. Revisões históricas nas estimativas de crescimento do PIB*



Fonte: Bloomberg, BCRA, IDEC e Safra.

*Nota: A análise exclui 2020–2022, em virtude dos impactos da pandemia.

Penetração tem pouca margem para surpresas. Supondo que, em três anos, a relação empréstimos/PIB (atualmente em 13%) atinja 20% e pressupondo um crescimento anual composto real do PIB de 4,0%, estimamos um crescimento anual composto real potencial de 20% para a carteira de empréstimos do sistema. Essa estimativa é menor do que a implícita nas estimativas de consenso atuais, que estão mais próximas de 25% a 30%.

Existe também o risco de o PIB voltar a decepcionar em caso de recessão econômica – semelhante ao que pode estar ocorrendo agora. Assim, acreditamos que a avaliação atual do Galicia, mesmo após a recente reprecificação, ainda carrega um risco assimétrico inclinado para um cenário mais benigno em vez de outro revés.

Em um cenário pessimista em que a relação empréstimos/PIB volte para 10% e o crescimento anual composto real do PIB chegue a 2%, há risco negativo para o crescimento dos empréstimos, com uma taxa de declínio real estimada em 7%.

Figura 144. Crescimento anual composto real dos empréstimos do sistema em três anos – análise de sensibilidade: empréstimos/PIB vs. crescimento anual composto real do PIB em três anos

		Empréstimos/GDP (fim de 2028)				
		10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
Cresc. anual comp. real do PIB	2,0%	-7%	1%	7%	13%	18%
	3,0%	-6%	2%	8%	14%	19%
	4,0%	-5%	3%	9%	15%	20%
	5,0%	-4%	4%	10%	16%	21%
	6,0%	-3%	5%	11%	17%	22%

Fonte: Safra.

Desempenho de curto prazo já enfrenta obstáculos. Até meados de julho, o ambiente econômico era relativamente estável, com inflação e PIB em linha com as projeções. Antecipando-se à volatilidade esperada devido às eleições e buscando evitar uma tendência de dolarização maciça, o Banco Central da Argentina (BCRA) aumentou a taxa de juros dos instrumentos denominados em ARS e aumentou os depósitos compulsórios em agosto, reduzindo a liquidez dos bancos e forçando-os a aumentar drasticamente a taxa de remuneração dos depósitos. Conforme os empréstimos com juros pré-fixados foram reajustados mais lentamente do que os aumentos no custo de captação, os spreads bancários foram fortemente comprimidos nos últimos meses.

Além do impacto nos spreads, o aumento do custo da dívida afetou a demanda por empréstimos e também a inadimplência, especialmente em empréstimos a pessoas físicas. Como os salários reais não acompanharam o ritmo de crescimento do crédito, a inadimplência das famílias aumentou 300 p.b. no acumulado do ano até julho para 5,6%, o nível mais alto desde 2009, prejudicando a trajetória de curto prazo do produto.

No caso do Galicia, os números referentes à qualidade dos ativos já se deterioraram no 2T25, com o custo do risco aumentando 8,1% e 19,0% no Banco Galicia e no Naranja X, respectivamente. Acreditamos que o cenário mencionado acima deverá exercer pressão adicional sobre o custo do risco do banco no 2S25.

Figura 145. Rendimentos anuais de depósitos e empréstimos a juros pré-fixados

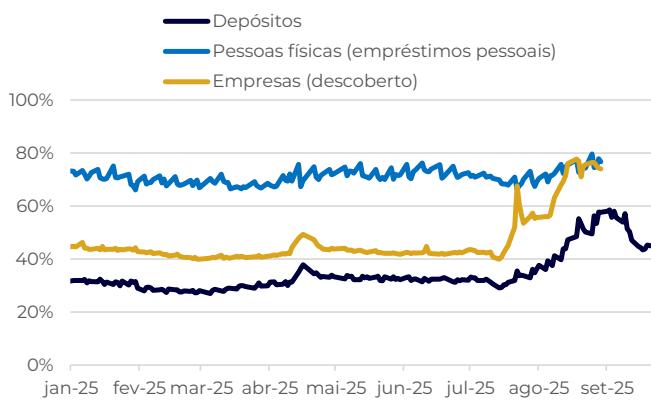
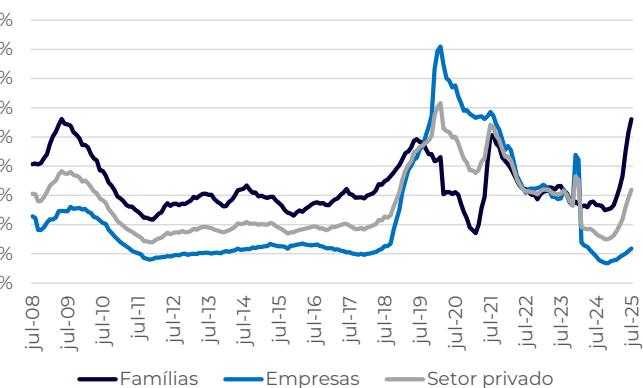


Figura 146. Inadimplência do sistema



Fonte: BCRA e Safra.

Mudança no mix de lucratividade. A lucratividade dos bancos argentinos no período de alta incerteza dos últimos anos apoiou-se, em grande parte, nos juros sobre títulos e nos ganhos cambiais. Se o crédito se recuperar, deverá haver um efeito negativo no componente de negociação (trading) do Galicia, e a receita de juros não advinda do crédito deverá continuar caindo a taxas de dois dígitos.

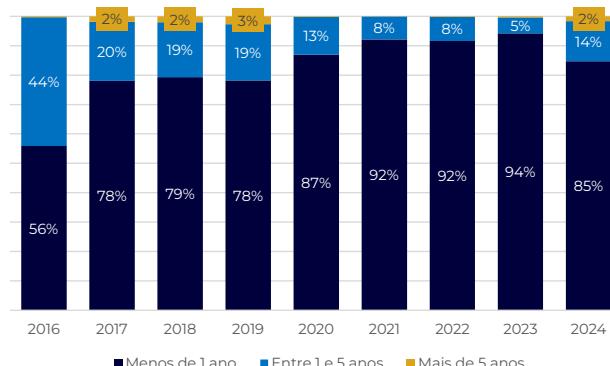
Entretanto, a penetração do crédito manteve-se moderada e concentrada em empréstimos de curtíssimo prazo e, principalmente, em empréstimos com taxa pré-fixada. Assim, o processo de extensão do prazo médio da carteira de

empréstimos do Galicia não deverá ser rápido, e o ritmo de concessão de empréstimos deve ser gradualmente ajustado à medida que as “safras” de empréstimos concedidos responderem à melhora econômica e as taxas reais se estabilizarem em níveis sustentáveis.

Figura 147. Índice empréstimo/depósitos e empréstimos do Galicia como % dos ativos



Figura 148. Decomposição dos empréstimos do Galicia por vencimento



Fonte: companhia e Safra.

Não totalmente protegido de ameaças competitivas. Em meio à tendência de inclusão financeira na América Latina, alguns entrantes já miraram o mercado argentino, como Ualá, Mercado Pago (fundado no país) e Revolut, principalmente por meio de ofertas digitais, que incluem cartões de crédito ou pré-pagos, investimentos, contas multimoeda e de criptomoedas. A Argentina apresenta um perfil demográfico atraente e oportunidades de escala; portanto, se as condições econômicas melhorarem, o risco de ruptura também poderá aumentar, e players estrangeiros como o Nubank poderão analisar oportunidades de entrada.

Naranja X, a fintech do Galicia, é voltada para consumidores jovens que priorizam o uso de dispositivos móveis. Ela detém 4,5% do mercado de empréstimos pessoais e poderia responder a esse ambiente competitivo. No entanto, acreditamos que, como o segmento de consumo representa 40% da carteira de crédito consolidada, o banco não está protegido da concorrência. Isso representa um obstáculo para os potenciais spreads de crédito, que estão sob pressão e provavelmente se estabilizarão em níveis abaixo dos vigentes antes da crise.

Retorno sobre o patrimônio líquido sustentável de longo prazo de 16%, pressupondo que não haja grandes avanços ou retrocessos. Embora não incorporemos totalmente o cenário acima em nossas estimativas, visto que a maioria das reformas econômicas está em vigor e as perspectivas para a Argentina estão se tornando menos incertas, acreditamos que a principal questão seja o nível de lucratividade que é sustentável para os bancos. Antes de 2019, o retorno sobre o patrimônio líquido do Galicia apresentava historicamente um viés de alta devido à ausência de correção monetária. Consideramos diversos fatores dinâmicos e mistos para compor nossa projeção de retorno sobre o patrimônio líquido de longo prazo.

Do lado positivo, a contribuição do crédito para o retorno sobre o patrimônio líquido deve aumentar gradualmente – embora com rendimentos mais baixos, como mencionamos acima – e a correção negativa da hiperinflação deve desaparecer. Isso deve compensar a redução na receita de negociação e a contribuição dos resultados de câmbio e ouro, que têm sido importantes impulsionadores da lucratividade ao longo dos anos.

Com a crescente importância do Naranja X para o portfólio, o perfil de exposição ao risco aumentou, e acreditamos que as provisões devem se estabilizar em níveis mais altos.

Taxas e despesas operacionais têm algum espaço para melhora, principalmente devido à alavancagem operacional, mas não são tão importantes quanto os fatores mencionados acima.

No geral, estimamos que o retorno sobre o patrimônio líquido tenha espaço para aumentar para 15% no médio prazo, para 16% posteriormente, e possivelmente alcançar números maiores no longo prazo.

Figura 149. Decomposição do retorno sobre o patrimônio líquido do Galicia

Galicia	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
	como % do patrimônio líquido médio									
Receitas financeiras	193%	95%	102%	121%	247%	166%	119%	140%	127%	125%
Juros sobre empréstimos	173%	85%	75%	85%	103%	74%	94%	121%	115%	117%
Juros sobre títulos	7%	5%	6%	29%	124%	72%	24%	15%	9%	5%
Outras receitas financeiras	13%	5%	20%	7%	20%	1%	4%	3%	3%	3%
Despesas financeiras	-146%	-51%	-63%	-95%	-157%	-62%	-49%	-70%	-62%	-61%
Margem financeira	47%	44%	38%	26%	90%	104%	70%	70%	65%	64%
Provisões líquidas	-25%	-18%	-7%	-8%	-10%	-17%	-31%	-32%	-33%	-36%
Margem financeira depois das provisões	22%	26%	31%	17%	80%	86%	40%	38%	32%	28%
Resultado monetário líquido	-22%	-18%	-27%	-46%	-79%	-48%	-17%	-10%	-5%	-3%
Receita de títulos e câmbio	124%	43%	35%	62%	48%	25%	15%	16%	16%	17%
Taxas	43%	21%	20%	20%	24%	22%	23%	25%	27%	29%
Despesas operacionais	-78%	-41%	-37%	-37%	-38%	-41%	-35%	-35%	-35%	-37%
Seguro	6%	3%	3%	2%	0%	3%	1%	1%	1%	1%
Outros	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Lucro operacional	95%	35%	25%	19%	35%	46%	26%	35%	36%	36%
Lucro antes dos impostos	85%	27%	17%	12%	28%	45%	15%	23%	23%	23%
Imposto de renda	-23%	-12%	-6%	-3%	-11%	-12%	-5%	-7%	-8%	-7%
Lucro líquido	61,4%	15,3%	11,6%	8,7%	17,4%	32,7%	10,0%	15,7%	15,7%	15,5%

Fonte: companhia e Safra.

Riscos

Ambiente político favorável. Se o cenário se mostrar mais benigno e abrir espaço para a implementação de medidas transformadoras, a economia poderá se recuperar em ritmo mais acelerado e a Argentina poderá recuperar a confiança do mercado, favorecendo o custo do capital próprio.

Crescimento da penetração do crédito em ritmo mais acelerado. Presumimos que a relação empréstimo/PIB se estabilizará no máximo em 20%, já que reformas transformacionais mais profundas seriam necessárias para atingir níveis mais elevados. No entanto, se esse nível for de fato atingido, o potencial de crescimento do crédito se expandirá, elevando as projeções de longo prazo.

Rápida recuperação da inadimplência de curto prazo. Nossas estimativas para 2025 e 2026 consideram um cenário difícil para inadimplência e custo do risco, pois acreditamos que a taxa de inadimplência deve continuar aumentando por pelo menos dois trimestres, especialmente devido ao atual reajuste dos juros. Se a carteira melhorar mais rápido do que o esperado, há potencial para aumento em nossas projeções.

Informações financeiras

Empréstimos e depósitos. Projetamos crescimento anual composto de 23% em três anos para os empréstimos, tendo como principais impulsionadores as linhas voltadas ao consumidor – cartões de crédito e empréstimos pessoais –, que devem crescer a uma taxa anual composta de 26% cada. Embora estimemos expansão gradual do índice empréstimos/depósitos, os depósitos também devem crescer a um ritmo acelerado (crescimento anual composto de +19%) à medida que a liquidez retornar ao sistema. Conforme as taxas reais dos empréstimos diminuírem para níveis mais sustentáveis e a receita com títulos desacelerar, projetamos um declínio contínuo da margem líquida de juros, embora ela ainda deva permanecer em níveis elevados.

Figura 150. Decomposição dos empréstimos (ARS bi)

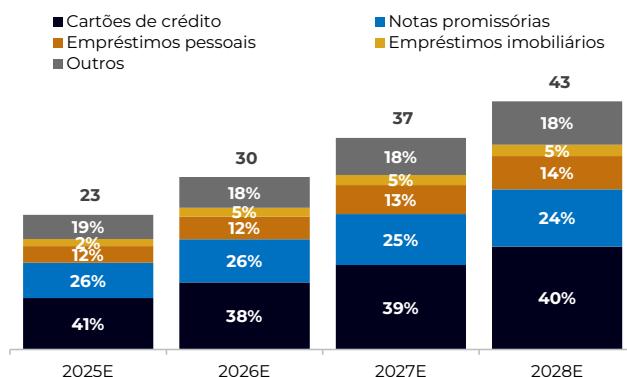
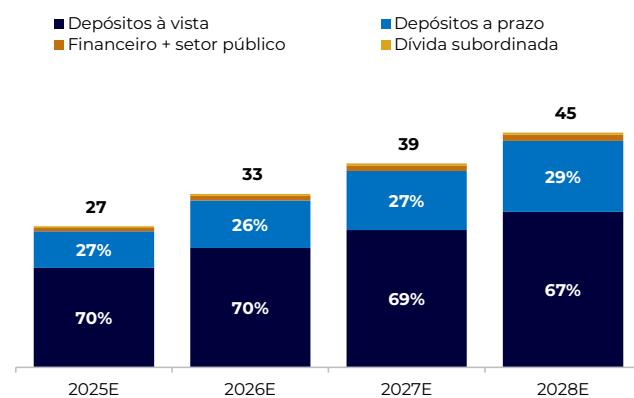


Figura 151. Decomposição dos depósitos



Fonte: companhia e Safra.

Qualidade dos ativos. Com a crescente exposição ao segmento de consumo e a recente deterioração da qualidade dos ativos, estimamos que os níveis de inadimplência permanecerão pressionados nos próximos anos. Por outro lado, projetamos que o custo do risco diminuirá, acomodando-se em níveis inferiores aos de 2023.

Figura 152. Margem líquida de juros e margem líquida de juros ajustada ao risco

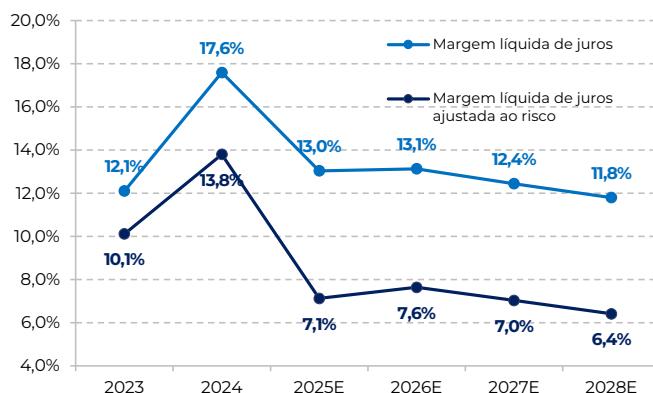
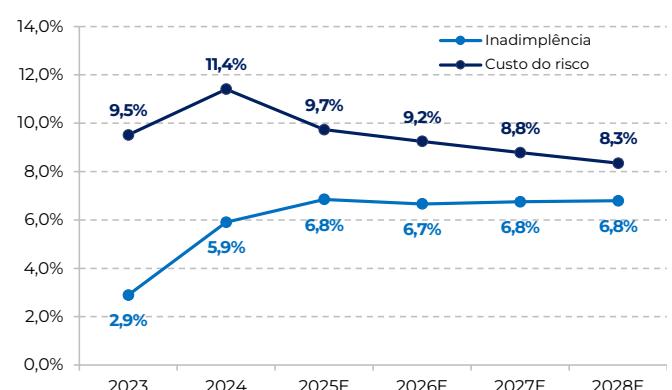
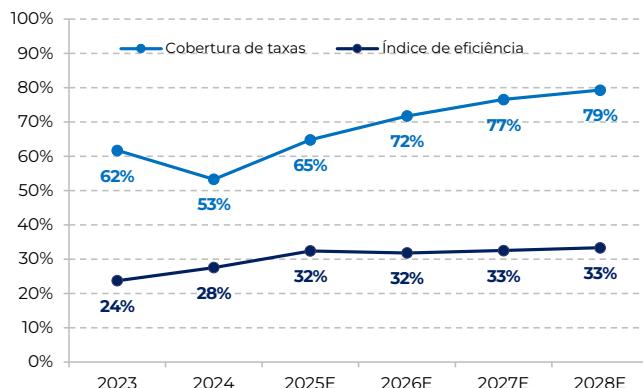


Figura 153. Inadimplência e custo do risco



Fonte: companhia e Safra.

Lucratividade. Esperamos que o índice de cobertura de taxas aumente, enquanto o índice de eficiência deve permanecer relativamente estável. O lucro líquido e o retorno sobre o patrimônio líquido devem cair em 2025 em virtude dos ventos contrários relacionados à redução da receita de negociação e ao aumento das provisões, tornando 2025 um período de transição. A partir de 2026, esperamos uma expansão gradual do lucro líquido, com o retorno sobre o patrimônio líquido variando em torno entre 15% e 16%.

Figura 154. Receita de taxas e índice de eficiência

Figura 155. Lucro líquido e retorno sobre o patrimônio líquido

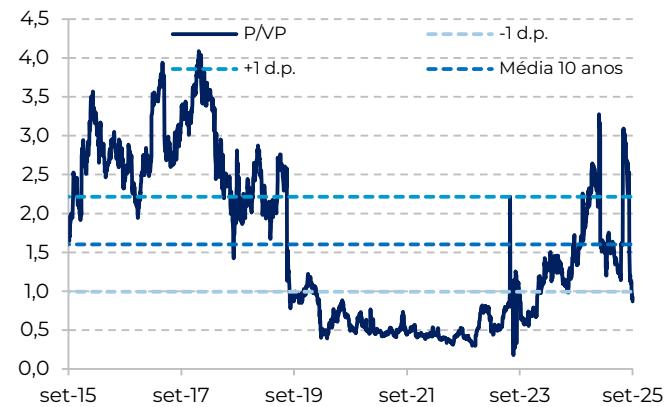

Fonte: companhia e Safra.

Figura 156. Safra vs. consenso

Galicia						
	2025 Safra	2025 consenso	Safra vs. consenso	2026 Safra	2026 consenso	Safra vs. consenso
Lucro líquido (ARS mi)	705.568	741.072	-4,8%	1.226.898	1.413.152	-13,2%
Retorno sobre o patr. líquido	10,0%	9,6%	44 p.b.	15,7%	15,8%	-9 p.b.

Fonte: Bloomberg e Safra.

Figura 157. GGAL – P/L em 12m E

Figura 158. GGAL – P/VP histórico E


Fonte: Bloomberg e Safra.

Figura 159. SAVS – Scorecard de Análise e Avaliação do Safra (ARS mi)

Métricas financeiras (ARS mi)	2024A	2025E	2026E	2027E	Métricas operacionais	2024	2025E	2026E	2027E
Receitas de juros	9.410.232	8.385.154	10.935.939	11.176.581	Carteira de empréstimos	17.292.000	23.386.104	29.945.199	#####
Despesa financeira	(3.533.455)	(3.419.109)	(5.488.316)	(5.466.957)	Setor público	326.551	653.102	914.342	1.078.924
Receita líquida de juros	5.876.777	4.966.045	5.447.623	5.709.624	Setor financeiro	1.140	3.991	3.393	3.732
Despesas com provisões	(976.921)	(2.181.714)	(2.495.276)	(2.931.345)	Descoberto	720.978	915.642	1.190.334	1.428.401
Margem financ. bruta após provisões	4.899.856	2.784.332	2.952.348	2.778.279	Documentário	4.520.810	6.103.094	7.506.806	8.858.031
Margem líq. dos juros após provisões	13,8%	7,1%	7,6%	7,0%	Imobiliário	365.599	1.206.475	1.544.289	1.745.046
Taxas líquidas	1.250.377	1.599.690	1.984.686	2.373.683	Penhor	457.674	594.976	803.217	1.084.343
Resultado do seguro	151.916	65.537	74.658	82.124	Crédito pessoal	2.029.738	2.902.525	3.947.434	5.052.715
Lucro operacional	2.607.342	1.823.905	2.762.561	3.165.030	Cartões de crédito	7.095.612	8.940.471	11.622.612	14.644.491
Índice de eficiência	27,5%	32,4%	31,8%	32,5%	Crescimento dos empréstimos	115,1%	35,2%	28,0%	22,7%
Lucro antes dos impostos	2.534.558	1.061.216	1.792.194	2.050.113	Crescimento dos depósitos	49,9%	24,6%	23,1%	17,8%
Imposto de renda e contribuição social	(680.365)	(355.697)	(565.175)	(662.883)	Margem líq. de juros antes das provisões	17,6%	13,0%	13,1%	12,4%
Lucro líquido	1.854.079	705.568	1.226.898	1.387.091	Índice de cobertura de taxas	53,3%	64,8%	71,8%	76,6%
Lucro líquido ajustado	1.854.079	705.568	1.226.898	1.387.091	Índice de empréstimos inadimplentes	2,4%	6,8%	6,0%	6,1%
Margem de lucro	19,7%	8,4%	11,2%	12,4%	Índice de cobertura	181,6%	115,4%	114,8%	113,9%
No. de ADR (mi)	159	161	161	161	Despesas com provisões/empréstimos m	9,1%	10,7%	9,4%	8,9%
LPA por ADR ajust. (ARS)	12.407	4.398	7.638	8.636	Alavancagem	2024	2025E	2026E	2027E
LPA por ADR ajust. (USD)	13,56	3,64	4,97	4,85	Índice de capital regulamentar	31,2%	27,9%	26,4%	22,9%
Ativos	37.665.719	44.208.997	53.603.585	61.466.100	Índice de capital principal	31,2%	27,9%	26,4%	22,9%
Caixa e devido por bancos	7.536.216	10.144.995	11.831.763	13.212.203	Índice de Basileia	18,5%	21,2%	20,2%	17,5%
Investimentos em títulos	6.957.449	5.756.095	6.576.271	6.447.502	Ativos/patrimônio líquido	5,4	6,2	6,3	6,8
Emprestimos líquidos	16.611.609	21.584.151	27.919.895	34.228.191	Empréstimos/depósito	81%	88%	91%	95%
Total de empréstimos brutos	17.292.000	23.386.104	29.945.199	36.730.442	Depósitos/passivos	69,9%	72,1%	73,0%	73,9%
Provisões para perdas com empréstimos	(680.391)	(1.801.953)	(2.025.304)	(2.502.251)	KPI operacionais	2024	2025E	2026E	2027E
Passivo	30.672.540	37.072.280	45.051.641	52.445.134	Retorno sobre o ativo ajustado	6,7%	1,8%	2,6%	2,5%
Total de depósitos	21.447.547	26.723.126	32.897.376	38.738.638	Retorno sobre o patrimônio líquido ajust.	32,7%	10,0%	15,7%	15,7%
Setor público	326.551	653.102	914.342	1.078.924	Rend. de dividendos (em USD)	10,9%	2,3%	3,1%	5,5%
Setor privado	21.119.856	26.066.033	31.979.641	37.655.982	Custo de capital próprio (Ke)				22%
Setor financeiro	1.140	3.991	3.393	3.732	Retorno sobre o patr. líq. de longo prazo				16%
Dívida subordinada	306.289	320.465	346.881	375.475	Avaliação	2024	2025E	2026E	2027E
Patrimônio líquido	6.993.178	7.136.717	8.551.944	9.020.967	P/L (ao preço-alvo - em 12m)				6,8x
Valor patrimonial por ação por ADR (ARS)	44.023,4	44.430,8	53.241,6	56.161,5	P/VP (ao preço-alvo)				0,96x
Valor patrimonial por ação por ADR (USD)	42,7	31,7	31,0	30,4	P/L (ao preço atual)	3,2x	8,9x	5,1x	4,6x
Dividendos	682.449	156.506	211.670	368.069	P/VP (ao preço atual)	0,89x	0,88x	0,74x	0,70x
DPA (USD)	5,14	0,81	0,89	1,30					
Valor de mercado	5.314	6.314	6.314	6.314					
Ações do balanço de pagamentos	147	159	161	161					

Fonte: Safra.

Figura 160. Galicia – DRE

Demonstração do resultado (ARS mi)	2024A	2025E	2026E	2027E	Cresc. 24/23	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26
Receitas de juros	9,410,232	8,385,154	10,935,939	11,176,581	-21%	-11%	30%	2%
Juros sobre empréstimos	4,203,806	6,656,057	9,448,137	10,153,900	-15%	58%	42%	7%
Juros sobre títulos	4,092,165	1,660,366	1,184,034	776,845	-32%	-59%	-29%	-34%
Juros sobre outros recebíveis de intermediação financeira	1,106,146	45,523	270,383	216,627	15%	-96%	494%	-20%
Juros sobre arrendamentos financeiros	7,410	20,006	27,787	24,071	-54%	170%	39%	-13%
Despesas financeiras	-3,533,455	-3,419,109	-5,488,316	-5,466,957	-53%	-3%	61%	0%
Despesas com depósitos	-1,765,086	-2,076,127	-3,501,234	-3,409,519	-65%	18%	69%	-3%
Juros sobre outros passivos de intermediação financeira	-1,740,784	-1,303,715	-1,915,954	-1,997,895	-29%	-25%	47%	4%
Despesas de dívida subordinada	-27,585	-39,266	-71,127	-59,543	1%	42%	81%	-16%
Receita líq. de juros antes do result. da posição monetária líq.	5,876,777	4,966,045	5,447,623	5,709,624	35%	-15%	10%	5%
Resultado da posição monetária líquida	-2,742,013	-1,211,122	-748,961	-421,725	-28%	-56%	-38%	-44%
Receita líquida de juros	3,134,765	3,754,923	4,698,663	5,287,899	485%	20%	25%	13%
Provisões para perdas com empréstimos	-976,921	-2,181,714	-2,495,276	-2,931,345	108%	123%	14%	17%
Receita líquida de juros após provisões	2,157,844	1,573,209	2,203,387	2,356,554	3138%	-27%	40%	7%
Taxas de serviço líquidas	1,250,377	1,599,690	1,984,686	2,373,683	9%	28%	24%	20%
Receita relacionada ao mercado	1,392,979	1,053,644	1,265,822	1,453,184	-40%	-24%	20%	15%
Resultado de seguros	151,916	65,537	74,658	82,124	779%	-57%	14%	10%
Receita operacional total	4,953,115	4,292,080	5,528,554	6,265,545	40%	-13%	29%	13%
Despesas operacionais	-2,345,773	-2,468,176	-2,765,993	-3,100,515	27%	5%	12%	12%
Despesas com pessoal	-1,225,287	-1,078,770	-1,123,142	-1,196,836	37%	-12%	4%	7%
Despesas administrativas e outras	-893,302	-1,127,142	-1,368,861	-1,609,344	20%	26%	21%	18%
Depreciação e amortização	-227,184	-262,263	-273,990	-294,335	7%	15%	4%	7%
Lucro operacional	2,607,342	1,823,905	2,762,561	3,165,030	54%	-30%	51%	15%
Resultado da equivalência patrimonial	824,929	-3,420	-699	-326	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Outras receitas (despesas)	-897,714	-759,268	-969,668	-1,114,592	163%	-15%	28%	15%
Lucro antes dos impostos	2,534,558	1,061,216	1,792,194	2,050,113	87%	-58%	69%	14%
Imposto de renda	-680,365	-355,697	-565,175	-662,883	32%	-48%	59%	17%
Participação de minoritários	-113	49	-121	-138	247%	-143%	-348%	15%
Lucro líquido	1,854,079	705,568	1,226,898	1,387,091	120%	-62%	74%	13%
Lucro líquido ajustado	1,854,079	705,568	1,226,898	1,387,091	120%	-62%	74%	13%
Métricas operacionais (ARS mi)	2024A	2025E	2026E	2027E	Cresc. 24/23	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26
Ativos	37,665,719	44,208,997	53,603,585	61,466,100	46%	17%	21%	15%
Empréstimos líquidos	16,611,609	21,584,151	27,919,895	34,228,191	114.2%	29.9%	29.4%	22.6%
Empréstimos brutos	17,292,000	23,386,104	29,945,199	36,730,442	115.1%	35.2%	28.0%	22.7%
Setor público	326,551	653,102	914,342	1,078,924	96.9%	100.0%	40.0%	18.0%
Setor financeiro	1,140	3,991	3,393	3,732	-83.6%	250.0%	-15.0%	10.0%
Descoberto	720,978	915,642	1,190,334	1,428,401	140.0%	27.0%	30.0%	20.0%
Documentário	4,520,810	6,103,094	7,506,806	8,858,031	156.3%	35.0%	23.0%	18.0%
Imobiliário	365,599	1,206,475	1,544,289	1,745,046	284.7%	230.0%	28.0%	13.0%
Penhor	457,674	594,976	803,217	1,084,343	305.0%	30.0%	35.0%	35.0%
Crédito pessoal	2,029,738	2,902,525	3,947,434	5,052,715	216.7%	43.0%	36.0%	28.0%
Cartões de crédito	7,095,612	8,940,471	11,622,612	14,644,491	65.8%	26.0%	30.0%	26.0%
Média de ativos que rendem juros	25,739,547	36,884,439	45,421,362	54,197,862	9.2%	43.3%	23.1%	19.3%
Custo de risco	11.0%	10.3%	8.7%	8.4%	448 p.b.	-71 p.b.	-154 p.b.	-35 p.b.
Margem líq. de juros antes das provisões	17.6%	13.0%	13.1%	12.4%	549 p.b.	-455 p.b.	9 p.b.	-69 p.b.
Margem líq. de juros após provisões	13.8%	7.1%	7.6%	7.0%	368 p.b.	-667 p.b.	52 p.b.	-61 p.b.
Total de depósitos	21,447,547	26,723,126	32,897,376	38,738,638	50%	25%	23%	18%
Índice empréstimos/depósitos	80.6%	87.5%	91.0%	94.8%	2443 p.b.	689 p.b.	351 p.b.	379 p.b.
Custo médio de captação	17.5%	15.2%	17.6%	15.5%	-1666 p.b.	-234 p.b.	239 p.b.	-208 p.b.
Patrimônio líquido	6,993,178	7,136,717	8,551,944	9,020,967	38%	2%	20%	5%
Índice rentabilidade/eficiência	2024A	2025E	2026E	2027E	Cresc. 24/23	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26
Retorno sobre o patrimônio líquido	32.7%	10.0%	15.7%	15.7%	1523 p.b.	-2266 p.b.	570 p.b.	3 p.b.
Retorno sobre o patrimônio líquido ajustado	32.7%	10.0%	15.7%	15.7%	1523 p.b.	-2266 p.b.	570 p.b.	3 p.b.
Retorno sobre o ativo	6.69%	1.80%	2.57%	2.45%	334 p.b.	-489 p.b.	77 p.b.	-12 p.b.
Retorno sobre o ativo ajustado	6.69%	1.80%	2.57%	2.45%	334 p.b.	-489 p.b.	77 p.b.	-12 p.b.
Índice de eficiência	27.5%	32.4%	31.8%	32.5%	381 p.b.	486 p.b.	-59 p.b.	71 p.b.
Alíquota de imposto efetiva	-26.8%	-33.5%	-31.5%	-32.3%	1109 p.b.	-667 p.b.	198 p.b.	-80 p.b.
Índice de cobertura de tarifas	53.3%	64.8%	71.8%	76.6%	-842 p.b.	1151 p.b.	694 p.b.	480 p.b.

Fonte: Safra.

Visão geral da companhia

O Grupo Galicia é uma das principais holdings de serviços financeiros da Argentina, com 120 anos de atuação. Tem operações tanto em negócios bancários (digitais e presenciais) quanto não bancários, incluindo cartões de crédito, financiamento ao consumidor, fundos mútuos, gestão de ativos, seguros e corretagem. Suas operações estão divididas em quatro segmentos: varejo, corporativo e PMEs, atacado e financeiro. O Grupo Galicia atende pessoas físicas, PMEs, empresas, agronegócios, instituições financeiras, setor público e clientes institucionais.

No fim de 2024, o Grupo Galicia detinha ARS 32,727bi em ativos, ARS 14,464bi em empréstimos e ARS 18,634bi em depósitos. Com 521 agências em quatro subsidiárias, 1.071 caixas eletrônicos e 1.520 terminais de autoatendimento, o Grupo Galicia atende clientes em todo o país. No 4T24, tinha participação de mercado de 16,4% em empréstimos privados, 14,7% em depósitos privados e 12,9% em fundos mútuos. É a seguradora líder em três produtos e a principal emissora de cartões de crédito na Argentina, administrando 15,494 milhões de cartões de crédito.

Composição acionária

As ações do Grupo Galicia (GGAL) são divididas em duas classes: classe A, que dá direito a cinco votos por ação, e classe B, que dá direito a um voto por ação. Em março de 2025, 12,1% do capital social em circulação da companhia era detido por investidores dos EUA.

Os acionistas controladores (membros das famílias Escasany, Ayerza e Braun) detêm 55,3% do total de votos por meio da EBA Holding SA e da EBA Holding Shareholders. Os membros das três famílias sempre ocuparam assentos no conselho; atualmente, há seis deles no conselho de administração.

Figura 161. Composição acionária – março de 2025

Acionistas	Classe A		Classe B		Total de ações	% Total	Votos	%
	Ações	%	Shares	%				
EBA Holding S.A.	281.221.650	100,0%	-	-	281.221.650	17,5%	1.406.108.250	51,5%
The Bank of New York Mellon	-	-	549.216.890	41,4%	549.216.890	34,2%	549.216.890	20,1%
Free float	-	-	288.987.471	21,8%	288.987.471	18,0%	288.987.471	10,6%
ANSES	-	-	266.939.279	20,1%	266.939.279	16,6%	266.939.279	9,8%
HSBC Holding pcl	-	-	115.064.730	8,7%	115.064.730	7,2%	115.064.730	4,2%
EBA Holding Shareholders	-	-	104.823.709	7,9%	104.823.709	6,5%	104.823.709	3,8%
Total	281.221.650	100,0%	1.325.032.079	100,0%	1.606.253.729	100,0%	2.731.140.329	100,0%

Fonte: companhia.

Linha do tempo

O Banco Galicia foi fundado em 1905, e seu primeiro IPO foi realizado dois anos depois. Suas ações são negociadas na Bolsa de Valores de Buenos Aires. Em 1950, o banco abriu suas três primeiras agências em províncias argentinas. Na década seguinte, o Banco Galicia incorporou o que viria a ser a Galicia Asset Management e lançou o fundo mútuo de ações FIMA Acciones, administrado pela primeira. O Galicia e outros quatro grandes bancos da Argentina introduziram a primeira rede de caixas eletrônicos no país em 1979.

Na década de 1990, o Banco Galicia iniciou a expansão de seus negócios. Em 1992, lançou sua plataforma bancária por telefone, que possibilitava aos clientes consultar saldo, fazer transferências de dinheiro, pagar contas e solicitar produtos financeiros já naquela época. Também investiu em telemarketing no mesmo período. Três anos depois, visando o mercado de pessoas físicas não correntistas na Argentina, composto principalmente por clientes de renda baixa e média-baixa no interior do país, adquiriu uma participação no Naranja. Em 1996, a Galicia Seguros iniciou suas operações de bancassurance por meio de uma joint venture com a Hartford Life International e, no ano seguinte, aumentou sua participação no Naranja para 80% e passou por crescimento regional significativo com sua marca própria de cartão de crédito. Com o fim do século, o Grupo Financiero Galicia foi estabelecido e então devidamente listado sob o ticker GGAL.

O início dos anos 2000 foi marcado pela última ponta de uma crise econômica na Argentina, que teve impacto significativo na solvência dos bancos argentinos, incluindo o Grupo Financiero Galicia. O grupo conseguiu se reconstruir e foi capaz de fortalecer suas operações bancárias, de seguros, de gestão de ativos e de cartões, consolidando sua posição de liderança no mercado, mesmo em meio ao ambiente macroeconômico instável causado por outras crises domésticas e globais que atingiram o país posteriormente. No final da década, o banco se concentrou em sua transformação digital, lançando (i) Naranja X, sua própria fintech; (ii) Galicia Securities e Inviu, ambas com operações nos mercados de serviços financeiros e de corretagem; (iii) MODO, uma solução de pagamento digital lançada em conjunto por mais de 30 bancos; e (iv) Nera, um ecossistema financeiro e de pagamentos digitais para o setor agrícola. Mais recentemente, o Grupo Galicia adquiriu a Seguros Sura, uma seguradora posteriormente

renomada Sudamericana Seguros Galicia, e o HSBC Argentina, um dos principais bancos de varejo da Argentina, que se tornou o Galicia Más. Em 2025, o grupo lançou uma nova ferramenta para transferências internacionais de dinheiro e fez uma parceria com o Santander para expandir os negócios do Nera.

Equipe de gestão

Todos os membros da equipe de gestão do Galicia trabalham no grupo há pelo menos nove anos, tendo guiado a companhia durante os tempos difíceis que afetaram o mundo e a Argentina. Em 2025, houve duas mudanças importantes na gestão: Gonzalo Covaro substituiu Diego Rivas como CFO do Grupo Galicia, e Fabián Kon foi substituído como CEO do Banco Galicia, embora tenha permanecido como CEO do grupo.

Figura 162. Equipe de gestão

Equipe de gestão	Experiência anterior
Fabián Enrique Kon Diretor-Presidente	Ingressou no Galicia em 2006 na área de seguros. Posteriormente, ocupou posições em diversas divisões até ser nomeado diretor-presidente em 2015. Antes de ingressar no Galicia, ocupou posições gerenciais em várias empresas. É formado em contabilidade pública nacional pela Universidade de Buenos Aires.
Gonzalo Fernández Covaro Diretor Financeiro	Tem ampla experiência em finanças, tendo trabalhado por 16 anos no HSBC em diversas posições executivas. No início de 2025, tornou-se diretor financeiro do Grupo Galicia. É formado em contabilidade pública nacional e gestão de negócios pela Universidade do Museu Social Argentino (UMSA).
Ezequiel Valls Diretor de Risco	Trabalha no Galicia há 14 anos. É formado em engenharia industrial pelo Instituto de Tecnologia de Buenos Aires e tem pós-graduação em finanças pela Universidade Torcuato Di Tella.
Pablo Firvida Diretor de Relações com Investidores	Trabalha no Galicia desde 1996 e ocupa posições na área de relações com investidores desde 2003. Tem experiência profissional como analista econômico e em banco de investimentos. É formado em engenharia industrial pela Universidade de Buenos Aires and e tem mestrado em finanças pela Universidade de CEMA.

Fonte: companhia.

Figura 163. Conselho de administração

Conselho de administração	Anos na posição	Cargo
Eduardo J. Escasany	20	Presidente
Pablo Gutiérrez	22	Vice-Presidente
Federico Braun	25	Conselheiro
Silvestre Vila Moret	23	Conselheiro
Sebastián Gutiérrez	4	Conselheiro
Tomás Braun	4	Conselheiro
Alejandro Asrin	4	Conselheiro
Claudia Estecho	6	Conselheira
Miguel Maxwell	6	Conselheiro
Sergio Grineco	22	Conselheiro substituto
Ana M. Bertolino	6	Conselheira substituta
Pedro A. Richards	4	Conselheiro substituto
Daniel Llambias	4	Conselheiro substituto
Ricardo A. Gonzales	6	Conselheiro substituto

Fonte: companhia.

Apêndice: México

Ambiente macro e político. O México enfrentará volatilidade e uma perspectiva incerta. Os investimentos estão desacelerando devido ao aumento do risco político – o Partido Morena detém maioria absoluta no Congresso nacional –, reformas judiciais e um cenário regulatório em deterioração que corroeu a confiança dos investidores. O consumo privado, embora favorecido pelo baixo desemprego e pela inflação em queda, permanece contido e insuficiente para compensar a desaceleração esperada nos investimentos. Como as exportações são fortemente dependentes das relações comerciais com os EUA (mais de 80% das exportações), as tarifas recentemente anunciadas exercem pressão adicional sobre o PIB. Consequentemente, espera-se que a economia contraia 0,4% em 2025, o que reforça a visão de que o banco central do México manterá uma política de flexibilização monetária. Na frente fiscal, o governo vem adotando uma política diligente de gastos, o que, combinado com receitas tributárias sólidas, favorece a preservação do grau de investimento do país.

Sistema financeiro. Semelhante à maioria dos países da América Latina, há um nível significativo de concentração no setor bancário no México, onde os três maiores players – BBVA Bancomer, Banorte e Santander – respondem por ~50% dos empréstimos do sistema. Apesar dos períodos de reformas estruturais e do ritmo de crescimento acelerado, a economia mexicana continua apresentando níveis significativos de informalidade, que tem impactos profundos na inclusão financeira e no desenvolvimento mais amplos. Como resultado da alta população sub-bancarizada, a Penetração do crédito no México está abaixo do nível da maioria dos países da América Latina, como evidenciado pelos índices de empréstimos/depósitos e empréstimos/PIB abaixo da média. Por outro lado, a baixa sofisticação bancária também possibilita um custo de captação favorável (os depósitos à vista têm importância significativa), favorecendo a posição dos incumbentes. As taxas de inadimplência têm estado historicamente sob controle, oscilando em torno de 2% – a inadimplência no segmento de pessoas físicas tem variado entre 3,0% e 3,5% desde a pandemia.

Ciclo de crédito. O enfraquecimento dos investimentos industriais e o impacto negativo das tarifas norte-americanas sobre exportações que não atendem aos requisitos do USMCA devem pesar sobre as margens corporativas, pressionando os empréstimos comerciais, que já começaram a mostrar sinais de desaceleração. Apesar da resiliência do consumo, sustentada pelas remessas e pelo crescimento real dos salários, a confiança do consumidor diminuiu e a criação de empregos formais estagnou, o que pode levar a uma desaceleração na carteira de empréstimos ao consumidor e a uma potencial deterioração das tendências da qualidade dos ativos, que permaneceram sob controle por um tempo.

Atividade de fintechs. A alta parcela da população sub-bancarizada no México implica que existe um mercado potencial considerável, que vem atraindo a atenção de diversas fintechs nos últimos anos. Entrantes locais, como Klar e Stori, e players estrangeiros, como Nubank e Mercado Pago, buscam aumentar sua Penetração no crédito ao consumidor no sistema mexicano, seguindo um roteiro semelhante ao utilizado durante a expansão bancária no Brasil no fim da década de 2010. A maioria das fintechs mexicanas é regulada pelas Sociedades Financieras Populares (SOFIPOS), cuja carteira de empréstimos vem crescendo, detendo 3% de participação de mercado no sistema. Na busca por captação para suas operações e para atrair clientes para seu ecossistema, as SOFIPOS têm oferecido taxas de mais atrativas de remuneração sobre depósitos, o que pode pressionar os atuais baixos custos de captação do sistema a longo prazo.

Dinamismo nos lucros. Espera-se que o Banorte apresente dinamismo positivo nos lucros no curto prazo. O banco se mantém neutro em relação ao corte esperado nas taxas de juros. Portanto, o aumento da exposição ao risco deve ser um fator positivo para a margem líquida de juros, enquanto a qualidade dos ativos permanece em níveis controlados.

Avaliação. As ações dos bancos mexicanos subiram em média 45% no acumulado do ano em MXN, sendo negociadas a um P/L médio de 10x em 12 meses. Os bancos mexicanos estão sendo negociados a um P/L de ~10x, em comparação com um P/L médio de 11x nos últimos cinco anos.

Principais indicadores macroeconômicos do México

Figura 164. Taxa de referência do banco central



Figura 165. Inflação em 12m



Fonte: Banxico, Bloomberg e Safra.

Figura 166. Crescimento real do PIB (a/a)



Figura 167. Taxa de desemprego



Fonte: Banxico, Bloomberg e Safra

Monitor de crédito do México

Figura 168. Crescimento da carteira de empréstimos (a/a)

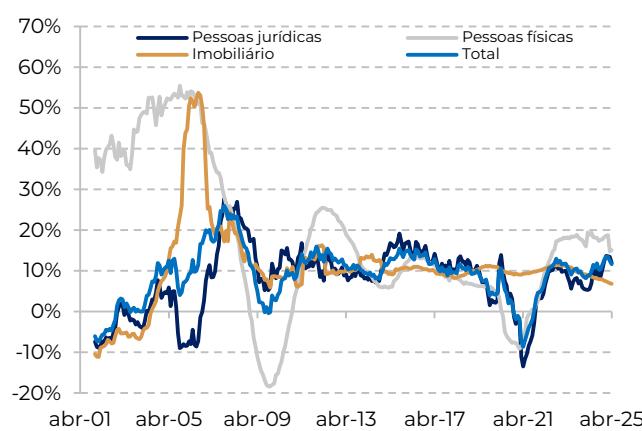
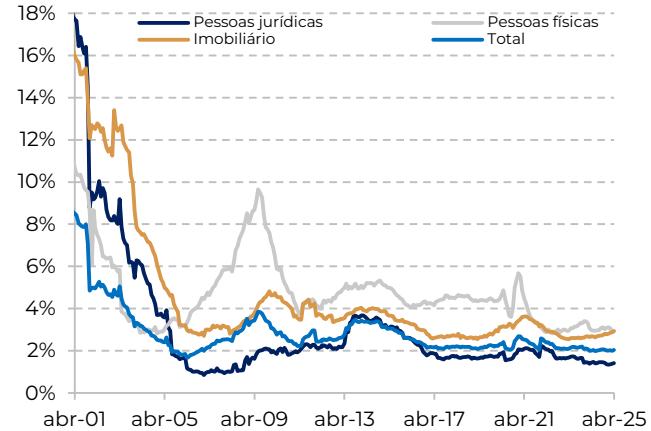
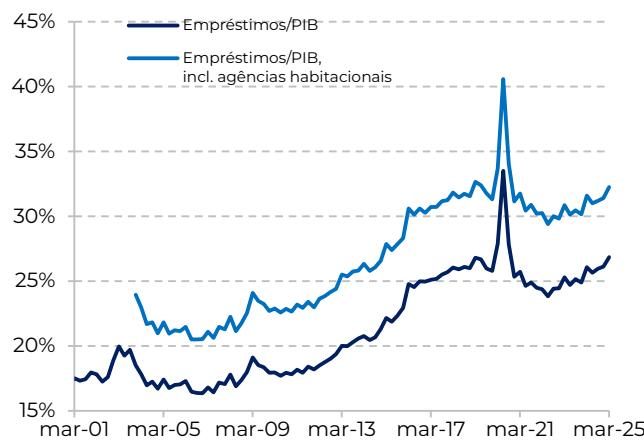


Figura 169. Taxa de inadimplência



Fonte: CNBV.

Figura 170. Empréstimos/PIB

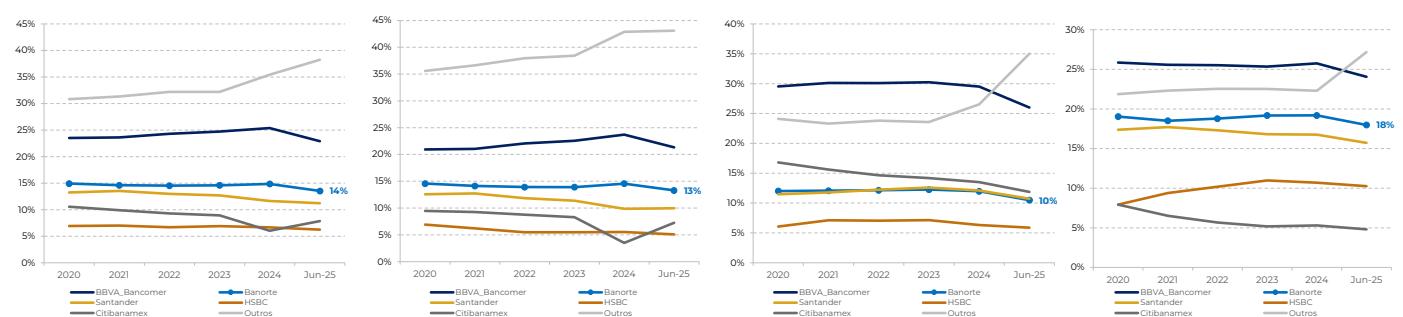
Fonte: CNBV, Banxico, INEGI, INFONAVIT.

Figura 171. Depósitos/PIB

Fonte: CNBV, INEGI.

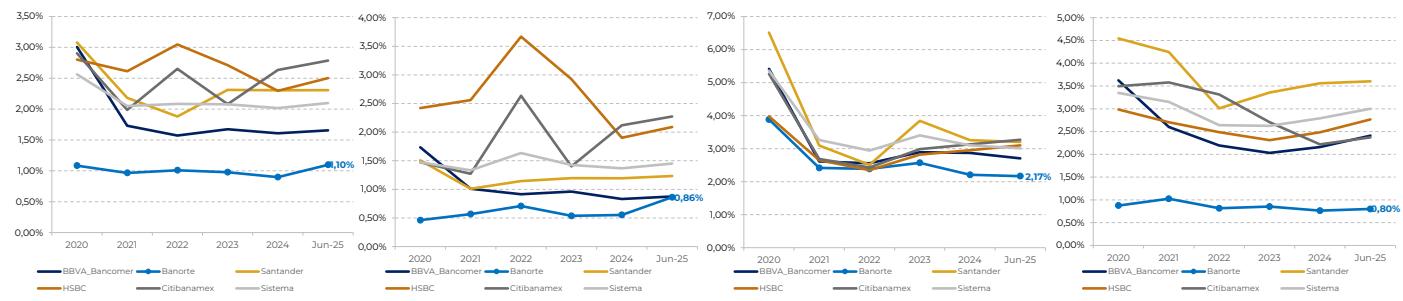
Figura 172. Empréstimos/depósitos

Fonte: CNBV.

Figura 173. Ativos/patrimônio líquido**Figura 174. Decomposição da participação de mercado de empréstimos no México**

Fonte: companhia e Safra.

Da esquerda para a direita: empréstimos totais, empréstimos comerciais, empréstimos ao consumidor e empréstimos imobiliários.

Figura 175. Evolução da inadimplência no México

Fonte: companhia e Safra.

Da esquerda para a direita: empréstimos totais, empréstimos comerciais, empréstimos ao consumidor e empréstimos imobiliários.

Apêndice: Peru

Ambiente bancário. A Penetração financeira permanece moderada, e os bancos digitais vêm ganhando força entre a população peruana que tem conhecimento em tecnologia. O mercado é competitivo, apresentando uma mistura de players globais e instituições locais robustas. As reformas regulatórias alinharam o Peru aos padrões do acordo da Basileia III, aprimorando a adequação de capital e a gestão de riscos. As iniciativas de open banking estão em estágios iniciais, mas prometem impulsionar a inovação e a inclusão. A Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) continua pressionando pela portabilidade financeira e integração de IA. Apesar desses avanços, persistem desafios na expansão do acesso para além de Lima e na melhoria da educação financeira. A resiliência do setor é sustentada por uma forte supervisão e políticas macroprudenciais, embora a incerteza política e o populismo legislativo possam introduzir volatilidade. No geral, o sistema bancário do Peru é estável, competitivo e cada vez mais digital, com espaço para maior Penetração e colaboração com fintechs.

Ciclo de crédito. O ciclo de crédito do Peru em 2025 reflete uma perspectiva cautelosamente otimista. Após uma forte recuperação em 2024, estima-se crescimento de 3,1% no PIB em 2025, sustentado pela flexibilização das condições financeiras, pelo aumento do consumo privado e por investimentos em infraestrutura. As condições de crédito estão melhorando, a política monetária permanece neutra (taxa de juros de 4,25%) e as expectativas de inflação estão ancoradas. O déficit fiscal deve diminuir para 2,4% do PIB, beneficiado por aumento de receitas e preços favoráveis dos metais. No entanto, os riscos permanecem: um possível deslize fiscal decorrente das reformas previdenciárias e iniciativas de gastos do Congresso, bem como ventos contrários externos de tensões comerciais globais. O PEN se apreciou no início de 2025, mas pode enfraquecer no fim do ano devido à incerteza eleitoral. O crédito deve crescer moderadamente, com bancos mantendo critérios prudentes para empréstimos. O ciclo parece estar em meio a uma expansão, sem sinais imediatos de superaquecimento, embora a vigilância seja justificada à medida que o Peru se aproximar de suas eleições de 2026.

Atividade de fintechs. O ecossistema de fintechs do Peru está amadurecendo rapidamente, com 193 fintechs locais e 153 players estrangeiros operando no mercado em 2024. O setor é caracterizado pela consolidação e crescente participação estrangeira, particularmente do Chile, da Argentina e da Colômbia. As principais verticais incluem empréstimos, pagamentos e serviços de infraestrutura. A inclusão financeira continua sendo um tema central, com mais da metade das ofertas de fintechs voltadas para pessoas físicas e PMEs sub-bancarizadas. A colaboração com bancos tradicionais está crescendo, e 55% das fintechs firmou ou busca firmar parcerias com instituições estabelecidas. O suporte regulatório é evidente por meio de iniciativas experimentais (sandbox) do SBS que promovem a inovação em um ambiente controlado. A adoção de tecnologia está acelerando, com IA, biometria e automação aprimorando a prestação de serviços e a segurança. A atividade de investimento é robusta, evidenciada pela captação de USD 28mi da Leasy e pela aquisição da Culqi pelo Credicorp. O setor de fintech do Peru está bem-positionado para impulsionar a democratização financeira e a transformação digital, embora o crescimento sustentado dependa da agilidade regulatória e do acesso a capital.

Dinamismo dos lucros. O dinamismo dos lucros corporativos no Peru é positivo em 2025, com projeção de crescimento de 3,1% no PIB. Os principais setores que impulsionam o crescimento do LPA incluem mineração (especialmente cobre), construção, agricultura e serviços. O início de novos projetos de mineração e os altos preços das commodities estão impulsionando as margens e os fluxos de investimento. A confiança empresarial está melhorando, apoiada por termos de troca favoráveis e condições macroeconômicas estáveis. A inflação permanece dentro da meta e a política monetária é neutra, criando um ambiente propício à lucratividade. No entanto, a dispersão dos lucros é provável, já que setores como telecomunicações e hidrocarbonetos enfrentam ventos contrários. Riscos fiscais e incerteza política antes das eleições de 2026 podem prejudicar o sentimento. No geral, o setor corporativo do Peru está se beneficiando de ventos favoráveis cíclicos e suporte estrutural. Projeta-se crescimento sólido nos lucros em 2025, embora com diferenças setoriais.

Principais indicadores macroeconômicos do Peru

Figura 176. Taxa de referência do banco central



Figura 177. Inflação em 12m



Fonte: Banco Central do Peru, SBS.

Figura 178. Crescimento real do PIB (a/a)

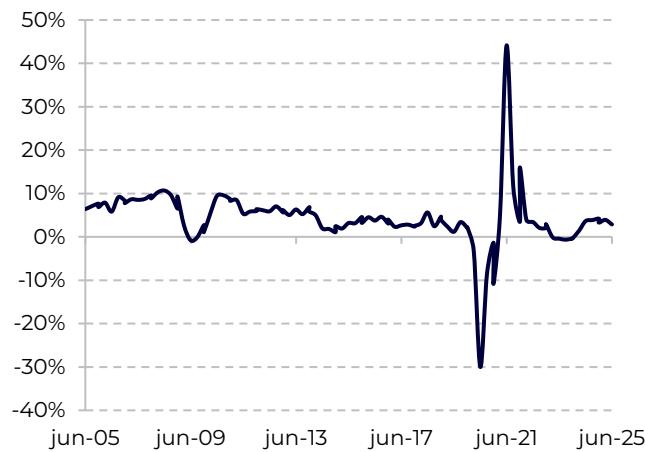
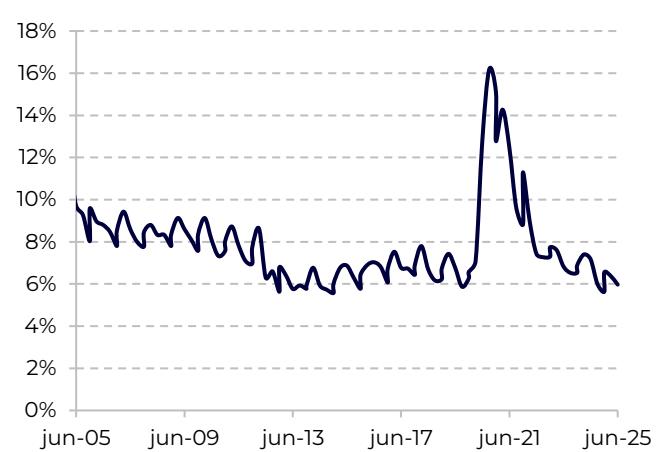


Figura 179. Taxa de desemprego



Fonte: Banco Central do Peru, SBS.

Monitor de crédito do Peru

Figura 180. Crescimento da carteira de empréstimos (a/a)

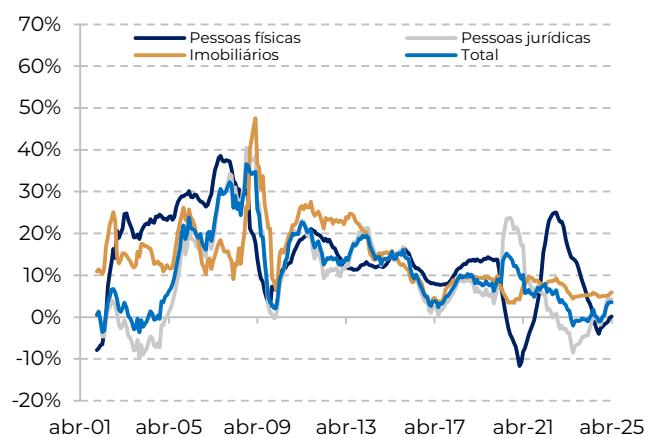
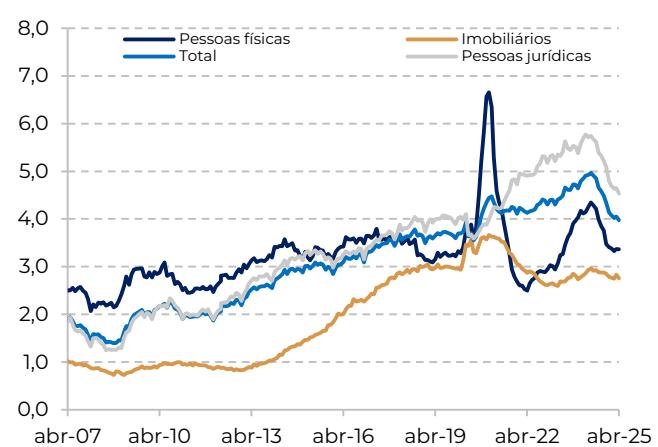


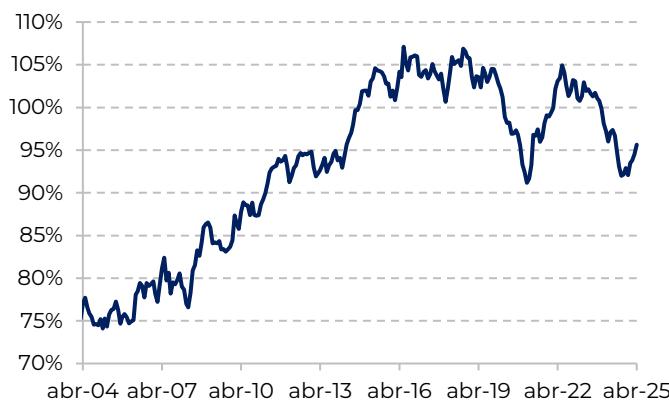
Figura 181. Taxa de inadimplência



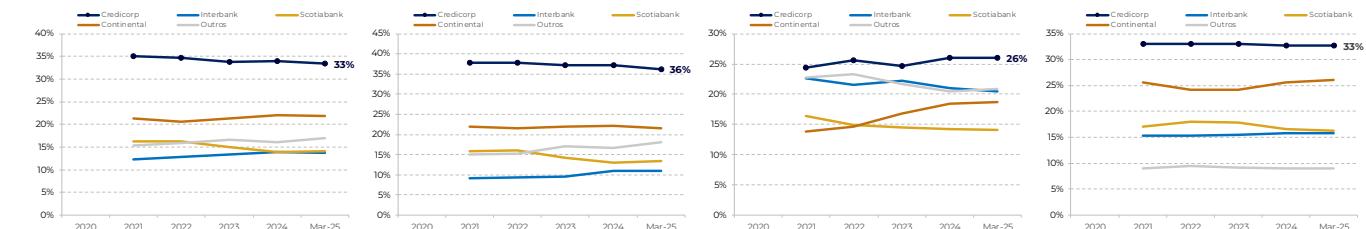
Fonte: Banco Central do Peru, SBS.

Figura 182. Empréstimo em relação ao PIB**Figura 183. Depósito em relação ao PIB**

Fonte: Banco Central do Peru, SBS.

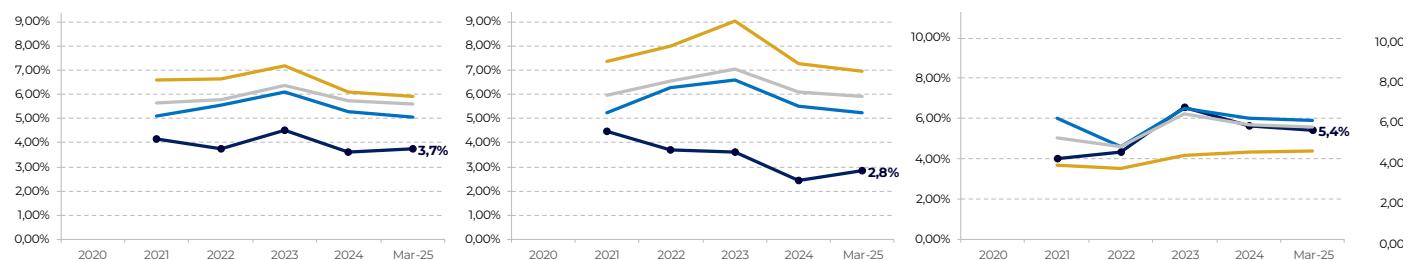
Figura 184. Empréstimos/depósitos**Figura 185. Ativos/patrimônio líquido**

Fonte: SBS.

Figura 186. Decomposição da participação de mercado de empréstimos no Peru

Fonte: BCRP e companhia.

Da esquerda para a direita: empréstimos totais, empréstimos comerciais, empréstimos ao consumidor e empréstimos imobiliários.

Figura 187. Evolução da inadimplência no Peru

Fonte: BCRP e companhia.

Da esquerda para a direita: empréstimos totais, empréstimos comerciais e empréstimos ao consumidor.

Apêndice: Chile

Ambiente macroeconômico e político. O ambiente macroeconômico do Chile deve se recuperar moderadamente. O PIB deve crescer cerca de 2,5% em 2025 (vs. 2,4% em 2024), e o aumento do consumo privado deve ser sustentado pela elevação dos salários reais, enquanto os investimentos continuarão se beneficiando das baixas taxas de juros e da melhora da confiança empresarial. Embora as projeções de inflação tenham sido revisadas para cima, o Banco Central do Chile está confiante de que ela permanecerá dentro da meta e recentemente retomou uma política de flexibilização monetária, após uma pausa, e os juros estão convergindo para um nível neutro. As exportações do Chile para os EUA devem ser tarifadas a uma alíquota de 10% – uma alíquota mais baixa do que a imposta aos seus pares latino-americanos –, mas seu impacto deve ser baixo, dada a baixa dependência do Chile das exportações para os EUA. O compromisso com a disciplina fiscal deve ser mantido, apoiado por uma política prudente e uma relação dívida/PIB relativamente baixa.

Sistema financeiro. O Chile se beneficia da continuidade institucional, das taxas de juros relativamente baixas e do PIB per capita mais alto e tem um dos sistemas financeiros mais desenvolvidos e sólidos da América Latina. O país lidera em níveis de Penetração de crédito na região e apresenta um índice empréstimos/depósitos em torno de 115%. Os três maiores bancos – Banchile, Santander Chile e BCI – detêm uma participação de mais de 60% no total de ativos financeiros. Os empréstimos comerciais se destacam como o produto de crédito mais predominante, representando 54% da carteira de empréstimos do sistema. A Penetração da população bancarizada foi recentemente impulsionada pelo lançamento do CuentaRUT, uma conta individual acessível oferecida pelo banco estatal BancoEstado. O perfil de custo de captação do Chile se beneficiou de taxas de juros baixas e estáveis, apoiadas por uma política monetária prudente e pelo regime de metas de inflação. Após a implementação de um teto nos juros sobre empréstimos ao consumidor, os empréstimos informais ao consumidor – especialmente no segmento de baixa renda – aumentaram, incentivando os bancos a se voltarem para empréstimos para indivíduos de alta renda.

Ciclo de crédito. Nos últimos anos, a relação empréstimos/PIB vem diminuindo, e o ritmo de crescimento do crédito tem se mostrado um tanto lento, especialmente nos segmentos comercial e de consumo, enquanto o crédito imobiliário foi a única linha que se expandiu em termos reais. Com a melhora das condições macroeconômicas e a retomada dos cortes de juros pelo Banco Central, espera-se uma aceleração moderada. A alta da confiança empresarial, dos salários reais e da demanda interna deve sustentar essa tendência, mas o aumento das taxas de desemprego pode ser um obstáculo para o crescimento do crédito ao consumidor e para as tendências de qualidade dos ativos, principalmente entre os segmentos de baixa renda.

Atividade de fintechs. Considerando a já alta Penetração do setor bancário na população e sua população relativamente pequena, o Chile não representa um mercado potencial considerável em termos de disruptão do setor bancário. Por esse motivo, o país não tem atraído a atenção de novos players latino-americanos, como Nubank ou Mercado Pago, como o México tem. A atividade de fintechs tem se concentrado mais no negócio de gestão de ativos, que atualmente cobra taxas relativamente altas e enfrenta concorrência mais acirrada.

Dinamismo dos lucros. Projetamos um dinamismo desfavorável nos lucros, atribuído aos seguintes fatores (i) desempenho lento do crescimento do crédito e (ii) inflação em queda, à qual grande parte dos empréstimos imobiliários chilenos está atrelada. O Santander Chile conseguiu contrabalançar esse efeito melhorando a margem líquida de juros, as taxas e o índice de eficiência, enquanto o Banco de Chile demonstrou ter menor espaço de manobra.

Avaliação. As ações dos bancos chilenos subiram em média ~40% em USD no acumulado do ano. As ações do BCH e do BSAN têm historicamente sido negociadas a um P/L entre 8x e 12x em 12 meses e um P/VP entre 1,5x e 2,5x. Por outro lado, o BCI historicamente apresenta um desconto de 25%–30% sobre a avaliação.

O mercado de ações chileno está sendo negociado atualmente a um P/L de ~12x–13x, em comparação com a média de cinco anos de 10x e a média de dez anos de 13x. O índice MSCI Chile tem mais de USD 40bi em valor de mercado, e os três maiores bancos estão entre seus cinco principais componentes.

Principais indicadores macroeconômicos do Chile

Figura 188. Taxa de referência do banco central



Figura 189. Inflação em 12m



Fonte: Banco Central do Chile, Bloomberg e Safra

Figura 190. Crescimento real do PIB (a/a)



Figura 191. Taxa de desemprego



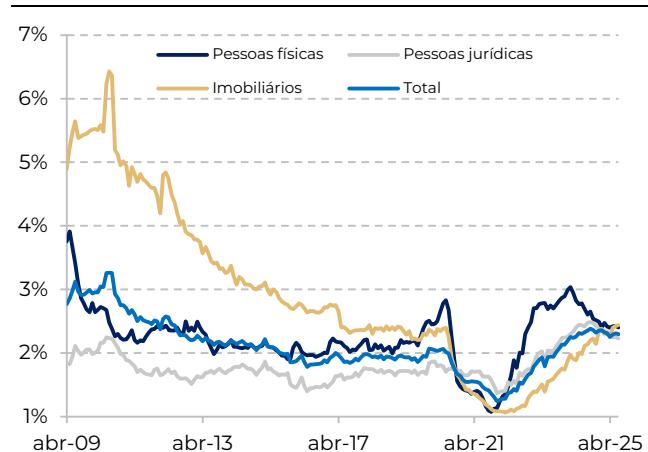
Fonte: Banco Central do Chile, Bloomberg e Safra

Monitor de crédito do Chile

Figura 192. Crescimento da carteira de empréstimos (a/a)

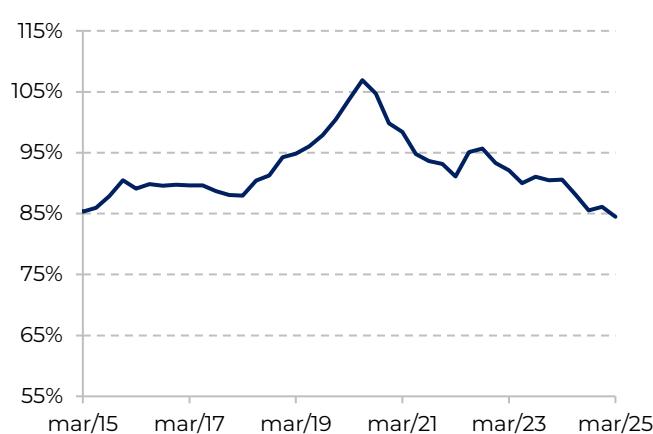


Figura 193. Taxa de inadimplência



Fonte: Banco Central do Chile, SBIF.

Fonte: SBIF.

Figura 194. Empréstimos/PIB

Fonte: Banco Central do Chile, SBIF.

Figura 195. Depósitos/PIB

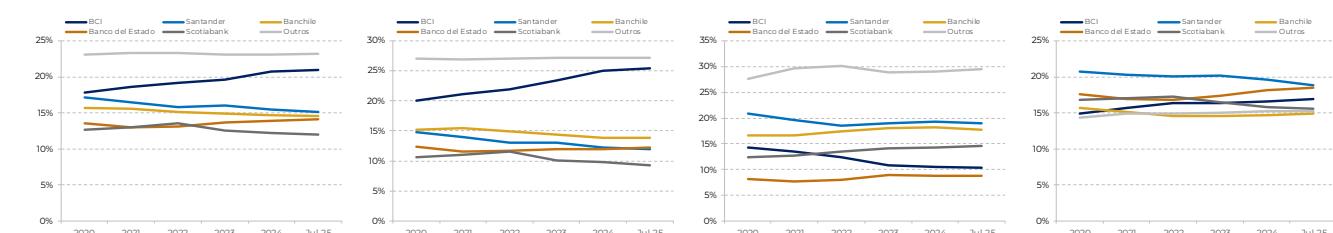
Fonte: Banco Central do Chile.

Figura 196. Empréstimos/depósitos

Fonte: Banco Central do Chile.

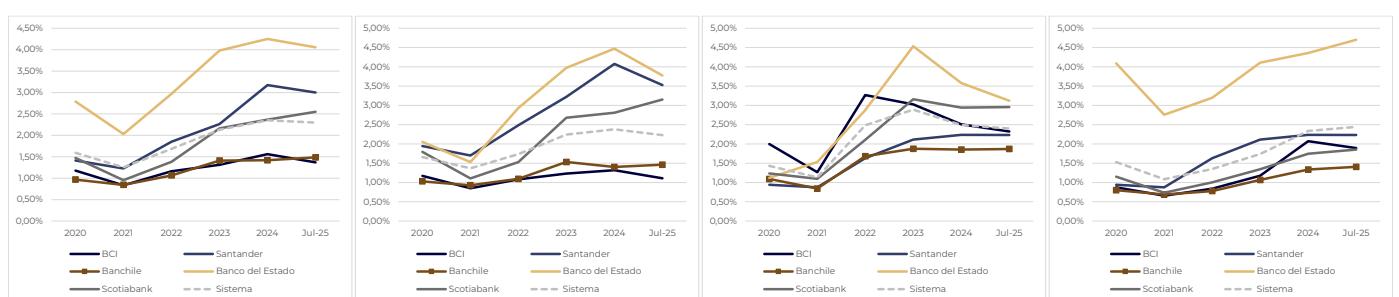
Figura 197. Ativos/patrimônio líquido

Fonte: SBIF.

Figura 198. Decomposição da participação de mercado dos empréstimos no Chile

Fonte: companhia.

Da esquerda para a direita: empréstimos totais, empréstimos comerciais, empréstimos ao consumidor e empréstimos imobiliários.

Figura 199. Evolução da inadimplência no Chile

Fonte: SBIF e companhia.

Da esquerda para a direita: empréstimos totais, empréstimos comerciais, empréstimos ao consumidor e empréstimos imobiliários.

Apêndice: Colômbia

Ambiente macroeconômico/político. A Colômbia entrou em 2025 com uma perspectiva macroeconômica cautelosamente otimista. A projeção para o crescimento do PIB é de 2,5%, acima do 1,7% registrado em 2024, impulsionado principalmente pela resiliência do consumo privado e por uma modesta recuperação dos investimentos. A inflação diminuiu significativamente, possibilitando uma postura monetária mais acomodatícia, embora os desafios estruturais persistam. O arcabouço macroeconômico do país permanece robusto, sustentado por metas de inflação, flexibilidade cambial e regras fiscais. No entanto, o crescimento da produtividade estagnou por mais de duas décadas, limitando sua convergência para os níveis das economias de alta renda e exacerbando as desigualdades regionais.

O cenário político colombiano continua sendo uma fonte importante de incerteza macroeconômica, com riscos crescentes antes da eleição presidencial de 2026. A agenda de reformas do atual governo, particularmente nas áreas previdenciária e trabalhista, tem enfrentado obstáculos institucionais, exemplificados pela intervenção do Tribunal Constitucional que exigiu uma nova votação na reforma previdenciária. Esses contratempos processuais ressaltam a imprevisibilidade da formulação de políticas e complicam as perspectivas de mudanças estruturais. À medida que as eleições se aproximam, o aumento da retórica populista e potenciais mudanças na direção de um afrouxamento fiscal ou um aumento da intervenção estatal podem elevar ainda mais os prêmios de risco e a volatilidade cambial.

Ambiente bancário. O setor bancário colombiano é caracterizado por alta concentração e concorrência moderada. Treze conglomerados financeiros controlam mais de 90% dos ativos bancários e exercem influência significativa sobre crédito não bancário, previdência e seguros. Apesar disso, o setor tem demonstrado resiliência, favorecido por uma forte capitalização e reformas regulatórias. A Penetração financeira permanece desigual, com áreas urbanas significativamente mais bancarizadas do que regiões rurais, destacando oportunidades para a inclusividade financeira.

Mudanças regulatórias recentes, particularmente a implementação gradual do Índice de Financiamento Estável de Longo Prazo (NSFR), remodelaram a dinâmica competitiva. O NSFR aumentou o poder de mercado de curto prazo (medido pelo índice de Lerner), mas também intensificou a competição por depósitos, especialmente entre os grandes bancos. Os bancos estrangeiros, embora em menor número, demonstram maior eficiência e menores índices de inadimplência, contribuindo positivamente para a produtividade setorial.

Ciclo de crédito. O ciclo de crédito da Colômbia mostra sinais de recuperação cautelosa. O crescimento da carteira de crédito é projetado em 3,3%, com recuperação dos segmentos imobiliário (3,6%), comercial (3,4%) e de consumo (3,4%). Essa expansão é sustentada pela queda da inflação, pelas taxas de juros mais baixas e pela maior estabilidade macroeconômica. A iniciativa governamental "pacto por el credito" está impulsionando ainda mais o acesso ao crédito formal, especialmente nos setores informal e de microempresas.

No entanto, o aumento das taxas de inadimplência em certos segmentos reforça a necessidade de uma gestão de risco prudente. O sistema financeiro precisa equilibrar a expansão do crédito com práticas sustentáveis de empréstimo, principalmente porque os níveis de endividamento das famílias permanecem elevados. A educação sobre empréstimos responsáveis e modelos aprimorados de pontuação de crédito serão cruciais para manter a qualidade dos ativos.

O ciclo de crédito está passando de uma fase de contração pós-pandemia para uma fase de expansão moderada, com riscos sistêmicos contidos, mas exigindo vigilância.

Atividade de fintechs. O ecossistema de fintechs da Colômbia está entrando em uma fase de consolidação e maturidade estratégica. Com mais de 410 fintechs locais ativas e projeção de receitas totais que ultrapassam USD 3,5bi em 2025, o setor não se concentra mais apenas na aquisição de usuários, mas sim na lucratividade e na escalabilidade. O crédito continua sendo a maior vertical, mas os setores de pagamentos e gestão de patrimônio estão ganhando força, impulsionados por startups como Bold, Tpaga e Movii.

A adoção da IA é generalizada, e 66% das fintechs integra IA para reduzir custos, aprimorar a detecção de fraudes e melhorar o atendimento ao cliente. As stablecoins também estão ganhando espaço, com 13,7% das fintechs incorporando-as em carteiras e serviços de remessa – um número que deve dobrar até 2027.

O avanço regulatório, incluindo estruturas de open finance e iniciativas de sandbox, posicionou a Colômbia como líder regional em inovação em fintechs. As parcerias estratégicas entre fintechs e bancos tradicionais estão aumentando, embora ainda existam obstáculos burocráticos. Os investimentos estão se recuperando – com operações emblemáticas da Addi (USD 170mi) e da Finkargo (USD 95mi) –, sinalizando a confiança dos investidores no potencial de longo prazo do setor.

Dinamismo dos lucros. O dinamismo dos lucros da Colômbia melhorou em 2025, impulsionado pela demanda interna, pelos juros mais baixos e pela inflação em queda. O PIB deve crescer 2,5%, com o investimento fixo se recuperando em 5,1%. Setores como comércio, indústria e habitação estão impulsionando a construção não residencial e a formação de capital. Os lucros corporativos estão se beneficiando da recuperação das margens e da eficiência operacional, especialmente em setores voltados ao consumidor e serviços financeiros. No entanto, os múltiplos de avaliação permanecem comprimidos devido a desequilíbrios fiscais e externos persistentes. O déficit em conta-corrente deve aumentar para 2,7% do PIB, e a volatilidade da taxa de câmbio pode afetar a conversão dos lucros das multinacionais.

Principais indicadores macroeconômicos da Colômbia

Figura 200. Taxa de referência do banco central



Figura 201. Inflação em 12m



Fonte: Banrep, Bloomberg e Safra.

Figura 202. Crescimento real do PIB (a/a)



Figura 203. Taxa de desemprego



Fonte: Banrep, Bloomberg e Safra.

Monitor de crédito da Colômbia

Figura 204. Crescimento da carteira de empréstimos (a/a)

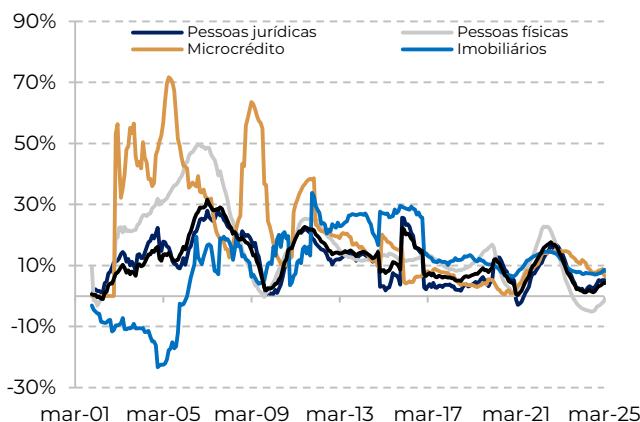
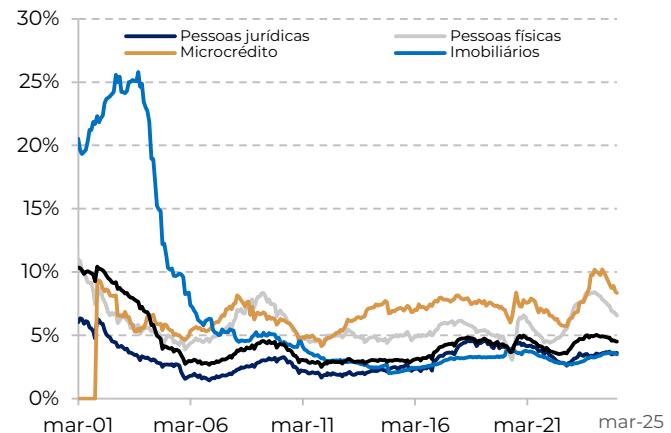


Figura 205. Taxa de inadimplência



Fonte: Superintendência Financeira.

Figura 206. Empréstimos/PIB



Figura 207. Depósitos/PIB



Fonte: Banco Central da Colômbia, Superintendência Financeira.

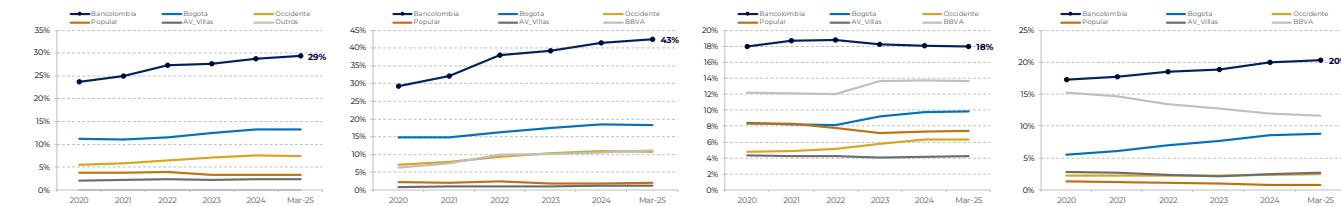
Figura 208. Empréstimos/depósitos



Fonte: Superintendência Financeira.

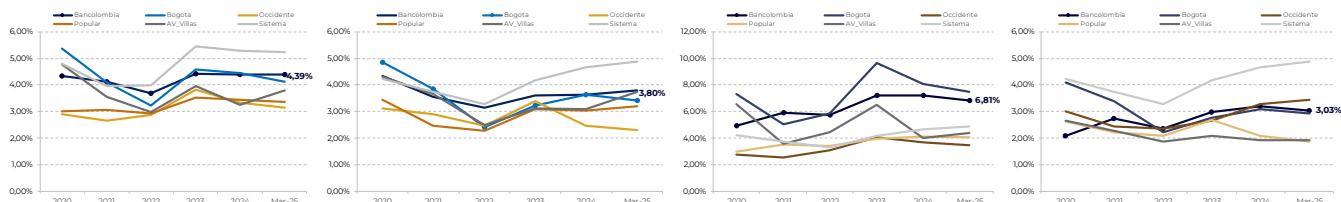
Figura 209. Ativos/patrimônio líquido



Figura 210. Decomposição da participação de mercado dos empréstimos na Colômbia

Fonte: Banrep e companhia.

Da esquerda para a direita: empréstimos totais, empréstimos comerciais, empréstimos ao consumidor e empréstimos imobiliários.

Figura 211. Evolução da inadimplência na Colômbia

Fonte: Banrep e companhia.

Da esquerda para a direita: empréstimos totais, empréstimos comerciais, empréstimos ao consumidor e empréstimos imobiliários.

Apêndice: Argentina

Ambiente macroeconômico/político. A Argentina atravessa uma transição macroeconômica complexa, marcada por esforços para estabilizar a inflação, normalizar a política monetária e restaurar a confiança dos investidores. Após um período de alta inflação e desequilíbrio fiscal, os recentes ajustes na política monetária, incluindo condições monetárias mais restritivas e mudanças no regime cambial, contribuíram para a moderação da inflação mensal, que agora se aproxima de 2,5%. As projeções de crescimento do PIB em 2025 estão cautelosamente otimistas, com estimativas consensuais em torno de 5%, embora os riscos permaneçam atrelados ao financiamento externo e à recuperação da demanda interna.

No plano político, o governo Milei introduziu uma série de reformas econômicas liberais visando à desregulamentação, consolidação fiscal e liberalização do mercado. Embora essas medidas tenham gerado reações mistas, elas refletem uma mudança mais ampla em direção a uma formulação ortodoxa de políticas. As próximas eleições de meio de mandato, em outubro de 2025, serão um ponto de inflexão crucial, potencialmente remodelando a dinâmica legislativa e determinando o ritmo da implementação das reformas.

O sentimento dos investidores melhorou moderadamente, favorecido pelo envolvimento do FMI e por um cenário macroeconômico mais previsível. No entanto, os desafios persistem, incluindo tensões sociais decorrentes de medidas de austeridade, fragmentação legislativa e a necessidade de credibilidade política sustentada. A perspectiva continua dependente do consenso político e da capacidade do governo de equilibrar a estabilização com o crescimento inclusivo.

Ambiente bancário e penetração. O setor bancário argentino mostra sinais de recuperação e transformação. No início de 2025, o crédito ao setor privado cresceu 77,7% a/a e os empréstimos em moeda estrangeira aumentaram 219,4%. A intermediação financeira está aumentando, e o financiamento do setor privado agora representa 36,3% do total de ativos – superando a exposição do setor público pela primeira vez desde 2020. Os empréstimos inadimplentes permanecem baixos, em 1,63%, com a inadimplência das famílias em 2,67% e a inadimplência das empresas em 0,77%.

A digitalização está remodelando o cenário competitivo. Mais de 60% dos argentinos utilizam serviços bancários digitais e 75% das transações agora são digitais. Grandes bancos como Banco Galicia, BBVA Argentina e Banco Macro estão investindo pesadamente em tecnologia, enquanto fintechs como Ualá e Brubank desafiam os incumbentes com ofertas que priorizam dispositivos móveis sem cobrança de taxas. As iniciativas Transferencias 3.0 e open banking do Banco Central aceleraram a interoperabilidade e o compartilhamento de dados, fomentando a concorrência e a inovação.

Ciclo de crédito. O ciclo de crédito na Argentina está em fase de recuperação. Apesar de uma forte contração em 2023–2024, o crédito ao setor privado está retornando, impulsionado pela queda da inflação, pelas taxas de juros reais positivas e pela melhora do sentimento empresarial. A remoção dos controles de capital e a liberalização cambial aumentaram a confiança dos investidores e o acesso ao financiamento.

O crédito ao consumidor está em expansão, impulsionado pelo aumento dos salários reais e pela inflação em queda (de 211% em 2023 para 47% em abril de 2025). Os empréstimos corporativos também estão se recuperando, especialmente nos setores de energia e agricultura. No entanto, o crescimento do crédito permanece desigual entre os setores, com estagnação ainda nos segmentos de consumo urbano e industrial. O desafio à frente é sustentar a expansão do crédito sem reacender a inflação ou a volatilidade cambial.

Atividade de fintechs. O ecossistema de fintechs na Argentina está entre os mais dinâmicos da América Latina, com 383 empresas ativas em 2025 – um aumento de 11,7% a/a. Pagamentos, empréstimos e criptomoedas são os setores dominantes. As fintechs concederam 18,8% de todo o crédito no país, ante 15% em 2023, e as contas de pagamento digitais dispararam para 228,5 milhões.

Avanços regulatórios, incluindo a Lei nº 27.739, formalizaram os provedores de serviços de criptomoedas e ativos virtuais (PSAVs), aumentando a transparência e a conformidade. A postura pró-mercado do governo e o diálogo público-privado estão fomentando a inovação. Grandes players como Mercado Pago, Ualá e Brubank continuam na liderança, enquanto novos participantes em regtech, insurtech e gestão financeira empresarial estão ganhando força.

Olhando para o futuro, espera-se que as fintechs se beneficiem da estabilização macroeconômica, da crescente adoção digital e da evolução da regulamentação. No entanto, a concorrência com os bancos tradicionais e a harmonização regulatória continuam sendo desafios críticos.

Dinamismo dos lucros. Os lucros corporativos na Argentina estão se recuperando fortemente em 2025. A AES Argentina, por exemplo, reportou um aumento de 80% a/a no EBITDA no 2T25, impulsionado por tarifas de energia mais altas, maior despacho e eficiência de custos. Apesar do prejuízo líquido, a companhia reduziu significativamente as despesas financeiras e aumentou o lucro operacional.

Em todos os setores, o crescimento dos lucros é generalizado, liderado por energia, agricultura e mineração. Analistas projetam crescimento anual de 36% nos lucros das empresas listadas, com a expectativa de que os lucros do setor de telecomunicações cresça 89% nos próximos cinco anos. A recuperação dos setores imobiliário e de consumo é mais lenta devido ao consumo fraco e às altas taxas de juros.

A recuperação dos lucros reflete a estabilização macroeconômica, os ajustes tarifários e a melhora da eficiência operacional. No entanto, a volatilidade cambial, a inércia inflacionária e a incerteza política podem moderar o ritmo.

Avaliação. As avaliações na Argentina se normalizaram após a extrema volatilidade. Em agosto de 2025, o índice Merval era negociado a um P/L de 16x, abaixo da média de três anos de 27,2x. O valor de mercado é de ARS 79tri, com lucro de ARS 4,9tri e receita de ARS 72,4tri. A relação preço/vendas é de 1,1x.

Principais indicadores macroeconômicos da Argentina

Figura 212. Taxa de referência do banco central

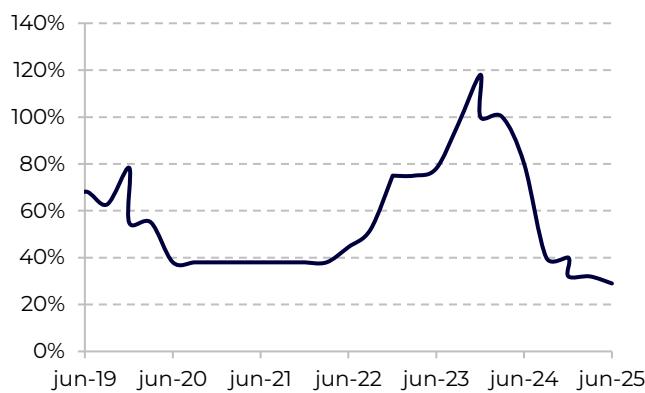


Figura 213. Inflação em 12m



Fonte: BCRA, Bloomberg e Safra.

Figura 214. Crescimento real do PIB (a/a)



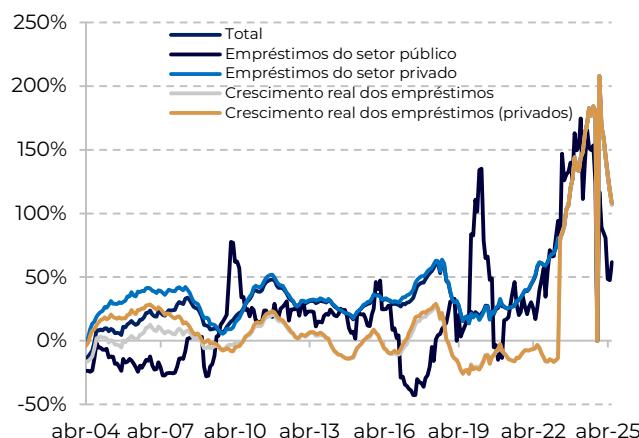
Figura 215. Taxa de desemprego



Fonte: BCRA, Bloomberg e Safra.

Monitor de crédito da Argentina

Figura 216. Crescimento da carteira de empréstimos (a/a)



Fonte: Banco central argentino.

Figura 217. Taxa de inadimplência

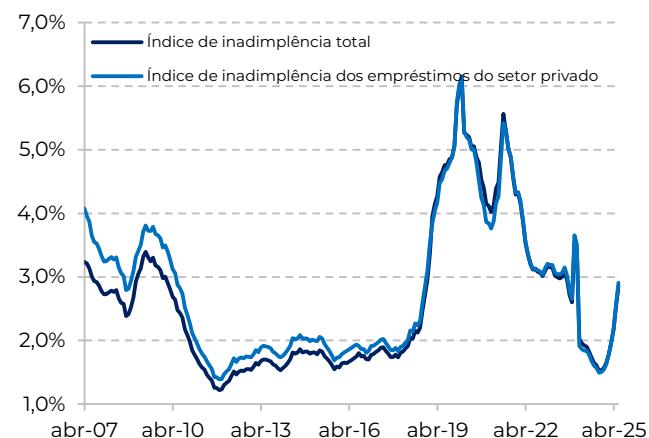
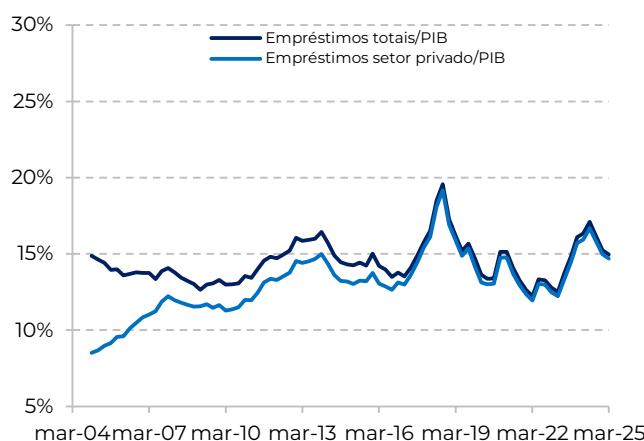


Figura 218. Empréstimos/PIB



Fonte: Banco central argentino, INDEC.

Figura 219. Depósitos/PIB

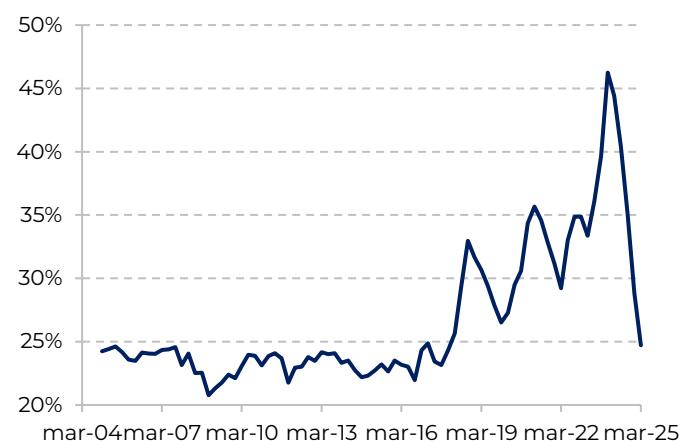


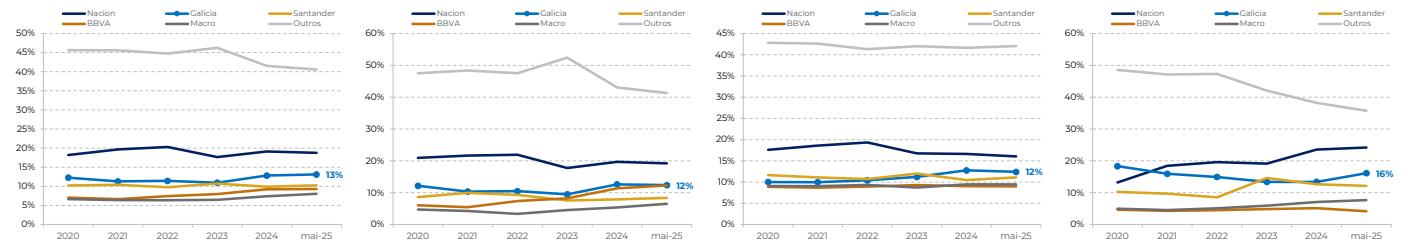
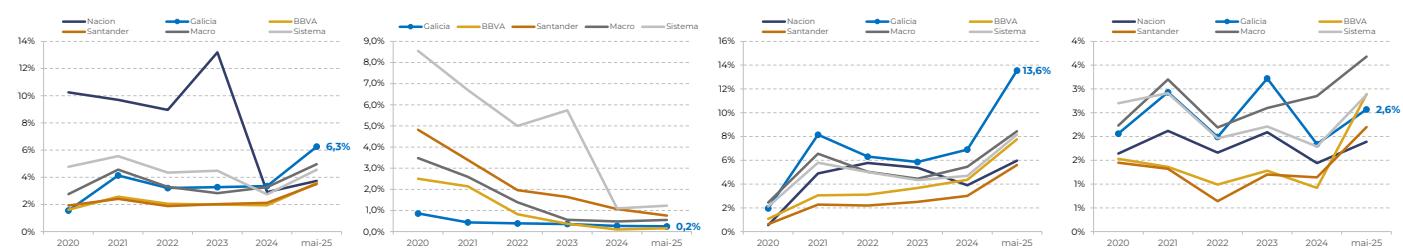
Figura 220. Empréstimos/depósito



Fonte: Banco central argentino.

Figura 221. Ativos/patrimônio líquido



Figura 222. Decomposição da participação de mercado de empréstimos na Argentina**Figura 223. Evolução da inadimplência na Argentina**

Declarações gerais

1. Este relatório foi preparado e distribuído por Safra Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. ("Safra Corretora"), subsidiária do Banco Safra S.A., empresa regulada pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM").
2. Este relatório tem caráter meramente informativo e não constitui oferta de compra ou de venda de títulos ou valores mobiliários ou de instrumentos financeiros de quaisquer espécies ou de participação em qualquer estratégia de negociação. As informações expressas neste documento são obtidas de fontes públicas disponíveis até a data da sua elaboração pela equipe de Análise da Safra Corretora e são consideradas seguras.
3. A Safra Corretora ou quaisquer de suas afiliadas não garantem, expressa ou implicitamente, a completude, confiabilidade ou exatidão de tais informações, nem este relatório pretende ser uma base de dados e informações completa ou resumida sobre os títulos ou valores mobiliários, instrumentos financeiros, mercados ou produtos aqui referidos.
4. A Safra Corretora não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório, tampouco tem a obrigação de comunicar o leitor deste relatório a respeito de tais eventuais atualizações, modificações ou alterações, salvo quando deixar de cobrir quaisquer das empresas analisadas neste relatório.
5. As opiniões, estimativas, informações e projeções aqui expressas constituem a opinião do analista no momento em que emitiu o presente relatório e podem ser alteradas sem qualquer aviso. Preços e disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações, independentemente de qualquer aviso.
6. Os instrumentos discutidos neste relatório podem não ser adequados a todos os investidores. Este relatório não considera objetivos de investimento, situação financeira e patrimonial ou interesses particulares de qualquer investidor. Os investidores devem obter ou realizar uma análise independente, considerando sua situação financeira e seus objetivos de investimento antes de tomar uma decisão de investimento. Investimentos em títulos e valores mobiliários envolvem riscos, razão pela qual não há garantia de rentabilidade ou lucratividade de qualquer espécie.
7. Os resultados obtidos com investimento em instrumentos financeiros podem variar, e seu preço ou valor pode subir ou descer, direta ou indiretamente.
8. Desempenhopassado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. A Safra Corretora ou qualquer empresa do Grupo Safra não pode ser responsabilizada por danos diretos, indiretos, consequentes, reivindicações, custos, perdas ou despesas decorrentes da decisão de investimento em títulos e valores mobiliários, esteja tal decisão lastreada ou não nas recomendações expressas neste relatório. Os riscos em investimentos dessa natureza podem implicar, conforme o caso, a perda integral do capital investido ou, ainda, a necessidade de aporte suplementar de recursos.
9. Nenhuma parte deste documento poderá ser reproduzida, distribuída ou copiada, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o prévio consentimento por escrito da Safra Corretora. Informações adicionais relativas às companhias ora analisadas neste relatório poderão ser prestadas mediante solicitação.

Declarações do analista

1. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração do presente relatório declara(m) que as opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal a respeito de todos os emissores e valores mobiliários aqui analisados e que este relatório foi produzido de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Safra Corretora e/ou ao Banco Safra. Considerando que as opiniões pessoais dos analistas de investimentos podem divergir, a Safra Corretora e/ou o Banco Safra e/ou quaisquer de suas afiliadas podem ter publicado ou vir a publicar outros relatórios que cheguem a conclusões diferentes das aqui contidas.
2. A remuneração do(s) analista(s) de valores mobiliários é baseada na receita total da Safra Corretora, sendo parte desta proveniente das atividades relacionadas ao banco de investimento. Desta forma, assim como a remuneração de todos os colaboradores da Safra Corretora, de suas subsidiárias e afiliadas, a remuneração dos analistas é impactada pela rentabilidade global dessas empresas e pode estar indiretamente relacionada a este relatório. No entanto, o(s) analista(s) responsável(is) por este relatório declara(m) que nenhuma parte de sua remuneração esteve, está ou estará direta ou indiretamente relacionada a qualquer recomendação ou opinião específica contida aqui ou vinculada à especificação de quaisquer dos ativos aqui discutidos.

Declarações adicionais

Analistas	1	2	3	4

1. O(s) analista(s) de valores mobiliários envolvido(s) na preparação deste relatório possui(em) vínculo com pessoa natural que trabalha para os emissores mencionados no relatório.
2. O(a) cônjuge ou parceiro(a) do(s) analista(s) de valores mobiliários detém, direta ou indiretamente, por conta própria ou de terceiros, títulos ou valores mobiliários objeto do relatório.
3. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) cônjuge ou companheiro(a) estão direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários discutidos neste relatório.
4. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) respectivo(a) cônjuge ou companheiro(a) possui, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação aos emitentes dos valores mobiliários analisados.

INFORMAÇÕES IMPORTANTES SOBRE A SAFRA

A Safra Corretora, suas controladas, seus controladores ou suas sociedades sob controle comum declaram que têm interesses financeiros e/ou comerciais relevantes e/ou recebem remuneração por serviços prestados às empresas ou aos fundos:

Agropecuária Maggi Ltda., Alfa Holdings S.A., Alianza Trust Renda Imobiliária FII - 7ª Emissão, Amaggi Exportação e Importação Ltda., Ambiental Metrosul Concessionária de Saneamento SPE S.A., Antônio Venâncio da Silva Empreendimentos Imobiliários Ltda., Armarinhos Fernando Ltda., Ártemis FII - 2ª Emissão, ARX Dover Recebíveis FII - 3ª Emissão, Atacadão S.A., AZ Quest Panorama Log FII - 2ª Emissão, B3 S.A. Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Alfa de Investimento S.A., Banco CNH Industrial Capital S.A., Banco GM S.A., Bocaina Infra FIC FI Infra RF CP - 5ª Emissão, BPG Av Mofarrej Empreendimentos e Participações S.A., BRF S.A., BRZ Infra FIC FI - 1ª Emissão, Banco BTG Pactual, Caixa Seguridade Participações S.A., Cantu Store S.A., Carrefour Comércio e Indústria Ltda. , CashMe S.A., CCR AutoBan, Cemig Distribuição S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobras, Centrais Elétricas do Norte do Brasil S.A., Cereal Comércio Exportação e Representação Agropecuária S.A., Cerradinho Bioenergia S.A., Cimed & CO. S.A., Cloudwalk Instituição de Pagamento e Serviços Ltda., Companhia Catarinense de Águas e Saneamento – CASAN, Companhia de Saneamento Básico de São Paulo - SABESP, Companhia de Saneamento de Minas Gerais, Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista - CTEEP, Companhia Hidro Elétrica São Francisco, Companhia Pernambucana de Gás - COPERGÁS, Companhia Riograndense de Saneamento, Concessionária do VLT Carioca S.A., Consórcio Alfa de Administração S.A., Construtora Baggio Ltda., Cooperativa Regional de Cafeicultores em Guaxupé Ltda. Cooxupé, Copel Distribuição S.A., Copel Geração e Transmissão S.A., Copérnico Comercializadora de Energia Ltda., Copérnico Energias Renováveis S.A., Cordeiro Fios e Cabos Elétricos Ltda., Companhia Piratininga de Força e Luz S.A., CPV Energia FII Responsabilidade Limitada - 2ª Emissão, Cruzeiro do Sul Educacional S.A., Cury Construtora e Incorporadora S.A., Cyrela Brazil Realty S.A. , Cyrela Crédito Fundo de Investimento Imobiliário, Diagnósticos da América S.A., Direcional Engenharia S.A., EDP São Paulo Distribuição de Energia S.A., Eletronorte, Eletrozema S.A., Empresa Brasileira de Loteamentos Ltda. - EMBRALOT, Energisa S.A., Engie Brasil Energia S.A., Equatorial Pará Distribuidora de Energia S.A., Equatorial Participações e Investimentos IV S.A., ETF Buena Vista Neos Bitcoin High Income - 1ª Emissão, ETF II Buena Vista, ETF Investo Bitcoin, ETF Investo Renda Fixa, ETF QR CME CF Solana Dollar Reference Rate, Eucatex Indústria e Comércio Ltda., Exes FII - 4ª Emissão, Fazenda Pioneira Empreendimentos Agrícolas S.A., FII Capitânia Shoppings - 4ª Emissão, FII Invista Brazilian Business Park - 2ª Emissão, FII REC Fundo de CRI Cotas Amortizáveis - 1ª Emissão, Financeira Alfa S.A., Forma Certa Soluções Gráficas Ltda., Frigol S.A., GDM Genética S.A., Gestora de Inteligência de Crédito S.A., GLP Capital Partners Gestão de Recursos e Administração Imobiliária Ltda., Grupo Cereal S.A., Guardian Real Estate FII - 6ª Emissão, Hashdex Momentum ETF, Hedge Brasil Logístico Industrial - 5ª Emissão, Hedge Recebíveis - 6ª Emissão, HSI Malls FII - 4ª Emissão, Huma Capital Ltda., Icatu Vanguarda GRU Logístico FII - 1ª emissão, Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A., In-Haus Servicos Industriais e Logística S.A., Inter Amerra Fiagro Imobiliário - 2ª Emissão, Inter Infra FIC Renda Fixa - 3ª Emissão, Inter Oportunidade Imobiliária FII - 1ª Emissão, JBS S.A., JHSF Participações S.A., JiveMauá Bossanova FIC FI-Infra - 1ª Emissão, JS Crédito Estruturado, Kinea Agro Income USD FIAGRO - 1ª Emissão, Kinea Rendimentos Imobiliários - 11ª Emissão, Kinea Securities FII - 5ª Emissão, Lar Cooperativa Agroindustrial, Lavvi Empreendimentos Imobiliarios S.A., Life Capital Partners FII - 6ª Emissão, Localiza Rent a Car S.A., Log Commercial Properties e Participações S.A., LOGCP Inter FII - 4ª Emissão, Lojas Belian Moda Ltda., Lucca Incorporações e Participações S.A., Maha Energy Finance SARL, Manati

Capital Hedge Fund FII - 5ª Emissão, Marfrig Global Foods S.A., Maxi Renda FII - 10º Emissão, Melnick Desenvolvimento Imobiliario S.A., Minas Mineração Ltda. , Moura Dubeux Engenharia e Empreendimentos Ltda., MRS Logística S.A., MRV Engenharia e Participações S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Navi Infra FIP IE - 1ª Emissão, Nex Crédito Fiagro Imobiliário - 2ª Emissão, Nortis Incorporadora e Construtora S.A., Open K Ativos e Recebíveis Imobiliários FII - 7ª Emissão, Oryx Bonds Conversíveis EUA ETF, Parsan S.A., Parshop Participações Ltda., Patria Crédito Infra Renda FIC FI- Infra - 1ª Emissão, Patria Recebíveis Imobiliários FII - 10ª Emissão, Patria Renda Urbana FII RL Unica - 5ª Emissão, Paulista Praia Hotel S.A., Petróleo Brasileiro S.A., Plano & Plano Desenvolvimento Imobiliário S.A., Prati, Donaduzzi & Cia Ltda., Quartz Real Estate Development Mult FII - 1ª Emissão, RB Capital Infraestrutura FIC FI-Infra - 1ª Emissão, RB Investimentos Multiestratégia - 1ª Emissão, Rec Master CRI FII - 1ª Emissão, REC Multiestratégia Fundo de Investimento Imobiliário - 1ª Emissão, RIFF FIC FI - Infra - 1ª emissão, Rio Bravo ESG IS FIC FI Infra RF CP - 3ª Emissão, Rojemac Importação e Exportação Ltda., Santos Brasil Participações S.A., São Martinho S.A., Seara Alimentos LTDA, Sendas Distribuidora S.A., SLC Agrícola S.A., SLC Máquinas Ltda., Smart Real Estate FII - 2ª Emissão, Sociedade Beneficiente Israelita Brasileira Hospital Albert Einstein, Sparta FIAGRO - 3ª Emissão, Sparta Fiagro - 4ª Emissão, Sparta Infra CDI FI FIC Infra - 5ª Emissão, Suno Energias Limpas - 3ª Emissão, Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. - TAESA, Tanac S.A., Tenax RFA Incentivado - 1ª Emissão, TG Renda Urbana FII - 1ª Emissão, Tigre S.A. Participações, TJK Renda Imobiliária FII - 2ª Emissão, TRX Hedge Fund FII - 1ª Emissão, TRX Real Estate FII - 11ª Emissão, Union Agro S.A., Usina Vale do Tijuco, V.Tal - Rede Neutra de Telecommunicacoes S.A., Vale S.A., Valora CRI CDI FII - 8ª Emissão, Valora CRI CDI FII - 9ª Emissão, Valora Debêntures INC FIC FI-Infra - 1ª Emissão, Vectis Gestão de Recursos Ltda., Vectis Securities FII - 1ª Emissão, Vera Cruz Agropecuária Ltda., Vera Cruz CRI Residencial High Grade - 1ª Emissão, Viação Piracicabana S.A., WHG Real Estate - 3ª Emissão, YVY Capital FIC Infra RF - 1ª Emissão, Zagros Multiestratégia FII - 2ª Emissão.