

BANCOS

Nu Holdings

Caminhos paralelos para o sucesso – novo preço-alvo de USD 22,0; elevação para Compra

Elevamos a recomendação de Nu para Compra e apresentamos um novo preço-alvo de USD 22 para 2026 (potencial de valorização de 30%).

Quando iniciamos a cobertura de Nu com recomendação Neutra ([aqui](#)), destacamos sua capacidade de "ultrapassar limites com excelente execução", ou seja, reconhecemos o potencial de sucesso do Nu no longo prazo, mas também observamos uma "avaliação esticada" ao preço-alvo de USD 16,5 para 2025. Agora vemos tendências favoráveis em 2026 que podem impulsionar o dinamismo local e consolidar uma maior rentabilidade no México, com potencial para atingir cerca de 10% da receita ajustado pelo risco e retorno sobre o patrimônio líquido próximo a 30% até 2030.

Brasil: Com um mecanismo de crédito aprimorado, a reforma do IR é um catalisador?

As melhorias estruturais relacionadas ao Hyperplane no mecanismo de crédito do Nu possibilitaram uma política de aumento de limites de crédito (CLIP) mais flexível em 2025. Iniciamos 2026 com aumento na renda líquida de pessoas físicas que recebem de 3 a 4 salários mínimos (cerca de 15% da exposição ao crédito do Nu), o que pode ser um catalisador positivo para melhoria das perdas de crédito esperadas nesse grupo. Embora o aumento estimado na renda bruta pareça modesto, BRL 300 adicionais por mês podem ser consideráveis em termos de renda disponível, e observamos que mudanças nas condições econômicas dos clientes podem afetar diretamente o cálculo das perdas de crédito esperadas, especialmente em segmentos em que as restrições de renda são limitantes.

Consignados privados em espera; PMEs prontas para escalar. Sem mecanismos oficiais do governo para empréstimos e garantias, Nu adotou uma postura mais conservadora em relação a empréstimos consignados privados vs. outras instituições financeiras. Há também forte interesse em expandir para o segmento de PMEs, beneficiando-se de sua conta sem taxas, cartão de crédito e empréstimos para capital de giro. Empréstimos com garantia governamental representam um mercado potencial total considerável com rentabilidade atrativa (relatório detalhado [aqui](#)).

México: emergindo como um pilar de crescimento robusto, com forte potencial de longo prazo.

Comparamos México e Brasil para avaliar a potencial trajetória de expansão do Nu. A administração tem consistentemente destacado que o México deve seguir uma curva de crescimento semelhante à do Brasil, e nossa modelagem de ambos os mercados reflete essa visão. Em nossa análise, estimamos que o México representará cerca de 10% da receita total do Nu (em USD) em 2030, com potencial para atingir um retorno sobre o patrimônio líquido de 30% até lá.

Estimativas de LPA para 2026 e 2027 elevadas em cerca de 20%.

Aumentamos a estimativa de lucro líquido para USD 4,110 bi (de USD 3,426 bi) em 2026 e USD 5,441 bi (de USD 4,649 bi) em 2027, sustentadas por dois anos de crescimento de quase 30% a/a no lucro bruto e crescimento médio da carteira de empréstimos de cerca de 27%. Nossas projeções de lucro líquido para 2026 e 2027 agora estão em linha com o consenso.

avaliação. Nosso novo preço-alvo de USD 22,0/ação deriva de nosso modelo de desconto de dividendos, com Ke denominado em USD de 12,8%, implica um potencial de valorização total de 30% em relação aos níveis atuais. Prevemos que as ações serão negociadas a 20x e 15x o P/L de 2026 e 2027, respectivamente. Nosso TP/L implica um múltiplo justo de 26x para o Nu.

Principais riscos para nossa tese: Deterioração das condições macroeconômicas, qualidade dos ativos pior do que a esperada, mudanças regulatórias, concorrência irracional e interferência política.

Daniel Vaz

+5511 98887 8407
daniel.vaz@safrá.com.br

Maria Luisa Guedes

+5583 99932 7879
maria.guedes@safrá.com.br

Rafael Nobre

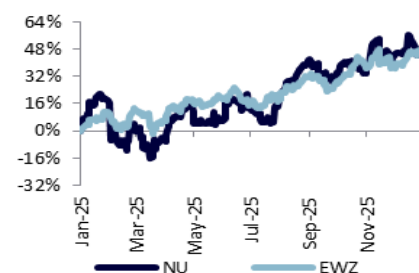
+5521 99922 2765
rafael.nobre@safrá.com.br

Nu	
Recomendação	Compra
Preço local	USD 16,97
Preço-alvo	USD 22,00
Potencial de valorização	30%

Múltiplos	25E	26E	27E
P/L	29,6x	20,2x	15,3x
P/VP	7,21x	5,34x	3,98x
Rend. de dividendos	0%	0%	0%

Dados de mercado	
Valor de mercado	USD 82,005 bi
Mín./máx. 52 semanas	USD 9/18,4
Vol. médio de negoc. diário (3m)	USD 592 mi
Ações em circulação	3,782 bi
Free float	94%
Desempenho (12 m)	47,2%
Desempenho no ano	1,4%

Nu x EWZ



Fonte: Bloomberg.

Caminhos paralelos para o sucesso; recomendação elevada para Compra

Estamos elevando a recomendação de Nu Holdings para Compra e aumentando nossas estimativas de lucro líquido em aproximadamente 20% para 2026 e 2027. O crescimento da carteira de crédito deve manter sua forte trajetória no Brasil e no México, com melhorias significativas percebidas no mecanismo de crédito e ganhos de eficiência concentrados no longo prazo, à medida que as operações mexicanas começarem a ganhar escala. Continuamos vendo o Nu bem-posicionado para ser um vencedor no longo prazo no setor financeiro da América Latina, e a avaliação de 20x o P/L em 2026 (ou 15x o P/L em 2027) justifica uma recomendação de Compra, em nossa opinião.

Em relação ao Nu Brasil, além dos avanços estruturais na direção de um mecanismo mais preciso, destacamos que as recentes mudanças no imposto de renda podem dar um impulso à concessão de crédito no curto prazo. Nossa análise indica que os maiores beneficiários devem ser os indivíduos que ganham de três a quatro salários mínimos. Embora o aumento estimado na renda bruta pareça modesto, BRL 300 adicionais por mês podem representar um valor considerável em termos de renda disponível, e observamos que mudanças nas condições econômicas dos clientes podem afetar diretamente o cálculo da perda de crédito esperada, especialmente em segmentos em que as restrições de renda são significativas. Assim, consideramos esse fator positivo para os números de 2026 e para a continuidade do crescimento.

Em relação aos empréstimos consignados privados, observamos que o Nu adotou uma postura mais conservadora em comparação com outras instituições financeiras até o momento, o que se explica pela ausência de diretrizes governamentais oficiais para empréstimos e garantias. Por outro lado, há um forte interesse em expandir para o segmento de PMEs, beneficiando-se sua conta sem taxas, cartão de crédito e empréstimos para capital de giro. Os empréstimos com garantia governamental representam um mercado potencial total considerável com rentabilidade atrativa.

Em relação ao México, elaboramos uma análise abrangente comparando o México com o Brasil. Como o Nu sinalizou que o México deve seguir uma trajetória semelhante à curva de crescimento inicial do Brasil, modelamos ambas as regiões para estimar a escala potencial do México e como suas distintas características econômicas podem afetar a lucratividade consolidada do Nu. Nossas conclusões são: (i) o México deve representar aproximadamente 8% da receita total (em USD); (ii) cerca de 6% do lucro líquido consolidado deve vir da operação mexicana; (iii) aproximadamente 8% da carteira de crédito total terá origem no México, com os empréstimos pessoais ganhando participação ao longo do tempo; e (iv) projetamos um retorno sobre o patrimônio líquido de longo prazo de cerca de 30% até 2030.

Alterações no imposto de renda devem impulsionar o crescimento no curto prazo

A reforma do imposto de renda já está em vigor e espera-se que proporcione um aumento marginal na renda bruta, ou até mesmo um aumento mais significativo na renda disponível de indivíduos que ganham entre três e quatro salários mínimos. Embora o aumento nominal na renda bruta possa parecer modesto, o impacto real reside na liquidez adicional disponível para os consumidores após os impostos. Para o Nu, estimamos que cerca de 15% a 20% do portfólio esteja na faixa de três a quatro salários mínimos, com base nos dados do SCR do BCB, o que pode ter um efeito positivo a partir deste ano (2026).

Embora o impacto de primeira ordem seja claramente positivo para a acessibilidade financeira e a qualidade dos ativos, observamos um efeito de segunda ordem potencialmente relevante para instituições financeiras com mecanismos sofisticados de gestão de risco, como o Nubank. Essa melhora na renda disponível pode ser interpretada como um fator positivo, possibilitando um aumento na concessão de crédito nesse segmento.

Como um breve parêntese, vale a pena relembrar como funcionam os modelos modernos de decisão de crédito. Em vez de aprovar ou rejeitar tomadores de crédito com base em regras estáticas, esses modelos dependem cada vez mais de modelos de pontuação de crédito probabilísticos. Ao utilizar sinais comportamentais mais granulares e técnicas avançadas de modelagem, a infraestrutura de crédito pós-Hyperplane do Nu torna-se particularmente relevante nesse contexto.

Esses modelos, às vezes apoiados por regressão logística, redes neurais ou outras abordagens de aprendizado de máquina, incorporam dados comportamentais abrangentes para estimar a probabilidade de inadimplência de cada cliente. Métricas como a curva do retorno sobre o patrimônio líquido e sua área sob a curva capturam a precisão e a capacidade de classificar o risco, independentemente de qualquer ponto de corte. Uma área sob a curva mais alta implica uma classificação mais clara dos clientes por risco, o que, por sua vez, melhora a precisão após a aplicação dos pontos de corte. Nessa etapa, o desempenho do modelo se reflete na matriz de confusão, que separa os falsos positivos dos falsos negativos, possibilitando a credores escolher pontos de corte mais eficientes e melhorando diretamente as decisões de crédito e os retornos.

Portanto, destacamos que as mudanças nas condições econômicas dos clientes podem afetar diretamente o desempenho desses modelos, e não apenas os resultados dos empréstimos. Quando a renda disponível aumenta, o comportamento de pagamento tende a se tornar mais previsível, especialmente em segmentos em que as restrições de renda são um fator limitante.

Figura 1. Potencial da reforma do imposto de renda

Salário mínimo	Renda bruta (BRL)	Renda após deduções	Imposto de renda	Alíquota de imposto efetiva (anterior)	Renda depois do imposto	Novo imposto de renda	Alíquota de imposto (atual)	Aumento nominal	Aumento líquido na renda
1x	1.621		0	0,0%	1.621	0	0%	0	0%
2x	3.242	2.635	15	0,5%	3.227	0	0%	15	0,5%
3x	4.863	4.256	282	5,8%	4.581	0	0%	282	6,2%
isenção de imposto	5.000	4.393	333	6,7%	4.667	0	0%	333	7,1%
4x	6.484	5.877	707	10,9%	5.777	592	9%	115	1,8%
Límite	7.350	6.743	946	12,9%	6.404	946	12,9%	0	0,0%

Fontes: Safrá.

Estimamos que a reforma atue como um fator positivo nos modelos de risco do Nu, possibilitando que a companhia recalibre os limites de crédito e expanda sua capacidade de conceder empréstimos sem aumentar significativamente a exposição ao risco. Uma renda disponível mais alta tende a reduzir as probabilidades de inadimplência e a melhorar o comportamento de pagamento, o que é particularmente relevante para produtos sem garantia, como cartões de crédito e empréstimos pessoais. Ao se beneficiar dessa melhoria estrutural, o Nu deverá encontrar espaço para expansão do crédito.

Além do impacto financeiro imediato, as mudanças tributárias criam uma oportunidade estratégica para o Nu aumentar o valor ao longo do ciclo de vida do cliente. O aumento da renda disponível não só permite um aumento na utilização do crédito, como também estimula o potencial de vendas cruzadas em todo o ecossistema do Nu, incluindo em produtos de poupança, investimentos e seguros. Essa dinâmica também reforça a capacidade do Nu de monetizar sua crescente base de usuários, mantendo uma gestão de risco prudente.

Avaliando a oportunidade no México

Como as operações no México estão se intensificando e o Nu reitera que elas podem seguir uma trajetória semelhante à curva de crescimento inicial do Brasil, realizamos um exercício comparativo espelhando os números brasileiros para avaliar o caminho rumo à escala e à lucratividade. Consideramos o cenário competitivo no México tão desafiador quanto o que o Nu enfrentou no Brasil em 2019, porém em um contexto diferente. No Brasil, o Nu competiu com fintechs emergentes, mas a maioria dos bancos tradicionais e instituições de crédito ao consumidor tentava atender a população desbancarizada de alguma forma. Em nossa visão, a marca forte do Nu, a eficiência operacional e a capacidade de análise de crédito evidenciaram a alta lucratividade de um banco digital moderno e atraíram a atenção de outros players para competir no mercado mexicano pouco explorado, onde existe uma parcela significativa da

população desbancarizada, e diversas fintechs têm buscado explorar essa oportunidade, como Mercado Pago, Stori, Klar, Ualá, etc.

No contexto do crédito, observamos desafios para o aumento da penetração, já que os mexicanos estão mais acostumados a usar dinheiro em espécie do que pagamentos eletrônicos. Além disso, não vislumbramos nenhum gatilho de curto prazo para uma bancarização “forçada”, como a que vimos no Brasil em 2020 com os auxílios financeiros relacionados à COVID-19 e o “CAIXA Tem”, que atingiu quase 150 milhões de clientes. Assim, acreditamos que a escalabilidade das operações brasileiras dificilmente será replicada, pelo menos não no mesmo ritmo.

Em termos de economia unitária, os ganhos econômicos dos cartões de crédito parecem mais promissores no México. Em média, observamos carteiras de cartões de crédito em que a parcela que gera juros representa cerca de 55%. Já no Brasil, essa participação era de 15% a 20% em 2019, percentual que o Nu conseguiu aumentar para 35% com a expansão de seus produtos Pix Financing.

Em suma, essas dinâmicas devem resultar em desfechos diferentes para o México e o Brasil. Ao modelar lado a lado, notamos que as principais diferenças entre as operações brasileiras e mexicanas são:

- i) As margens líquidas de juros no México provavelmente serão mais altas devido à maior proporção de carteiras de cartões de crédito com incidência de juros (cerca de 55% no México ante cerca de 35% no Brasil), mas dependem muito dos preços e dos perfis dos clientes.
- ii) O Nu ainda mantém um nível mais alto de provisionamento no México atualmente, mas esse nível pode ser menor no longo prazo, já que a perda esperada de crédito do setor no México é menor do que a do Brasil. Novamente, isso ainda depende da segmentação de clientes e dos riscos envolvidos.
- iii) O custo de captação permanece acima da taxa de juros interbancária de equilíbrio (TIIE) no México e deve convergir para níveis mais baixos no longo prazo, como vimos no Brasil.

A seguir, comparamos ambas as operações.

Figura 2. Número de clientes no Brasil vs. México (milhões)

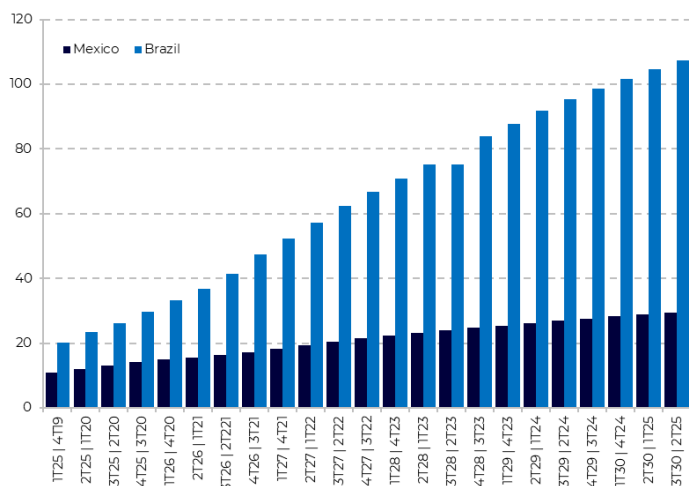
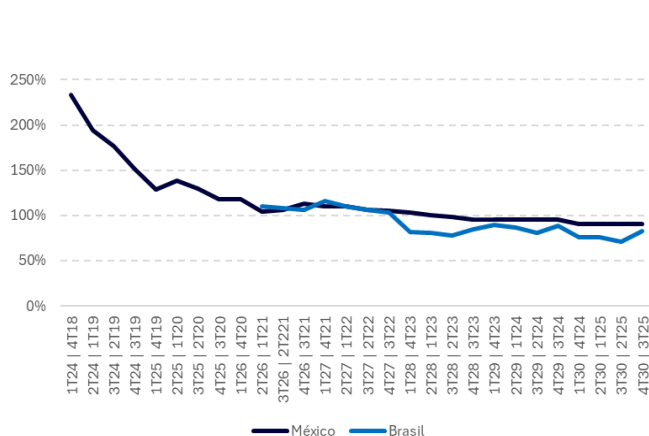


Figura 3. Custo de captação do Nu (México vs. Brasil)



Fontes: companhia e Safrá.

Em termos de clientes, esperamos que o México alcance cerca de 30 milhões de clientes até 2030, mantendo uma curva de crescimento inferior à observada no Brasil. Localmente, em 2020, o sucesso do PIX e o pagamento de auxílios financeiros por meio de contas bancárias digitais serviram como um forte catalisador para a aquisição de clientes do Nu no Brasil, e esse foi o ponto de inflexão que acelerou sua curva de crescimento. Por outro lado, para o México, não vemos nenhum fator importante que impulse a bancarização no momento.

O custo de captação é estruturalmente menor no México, até mesmo menor do que o nível registrado no Brasil em 2019. Os bancos tradicionais ainda detêm cerca de 80% dos depósitos totais, e o custo médio de captação do sistema é de aproximadamente 45%. O Nu pagava cerca de 130% da TIIE sobre sua base de captação consolidada e reduziu recentemente o rendimento dos depósitos à vista. Com o tempo, esperamos que o Nu convirja para patamares abaixo da taxa de referência (assumimos 90% em 2030, o que consideramos conservador), como observamos no Brasil.

Calculamos a margem líquida de juros de crédito e a margem líquida de juros ajustada ao risco de crédito, excluindo as parcelas não financeiras para ambas as regiões. No México, as margens líquidas de juros de crédito deveriam ser maiores se considerássemos a parcela não financeira da carteira de cartões de crédito no cálculo. Isso ocorre porque, no México, a parcela das carteiras de cartões de crédito com incidência de juros representa, em média, 55% da carteira, enquanto no Brasil esse percentual é de apenas cerca de 35%. No entanto, mesmo excluindo a parcela não financeira, o Nu Brasil ainda deveria apresentar margens líquidas de juros semelhantes às do México.

Figura 4. Margem líquida de juros (México vs. Brasil)

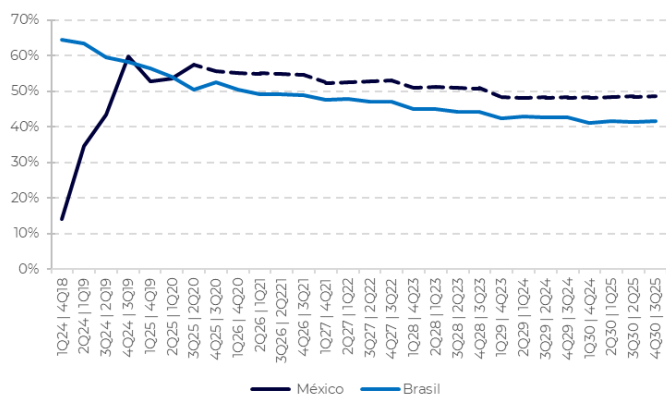
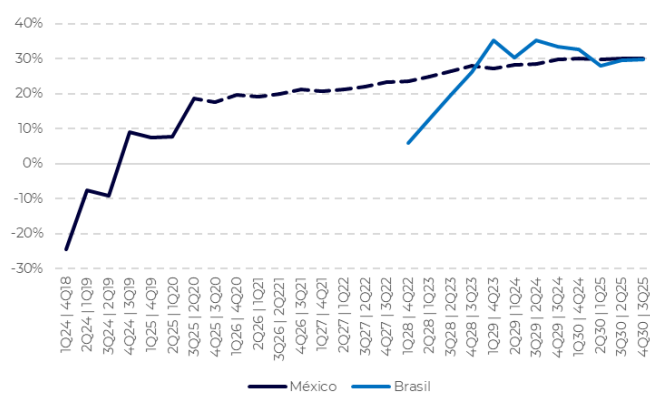


Figura 5. Margem líquida de juros ajustadas ao risco (México vs. Brasil)



Fontes: companhia e Safrá. *Margem líquida de juros de crédito (excluindo a carteira não financeira).

Figura 6. Inadimplência (México vs. Nu Holdings)

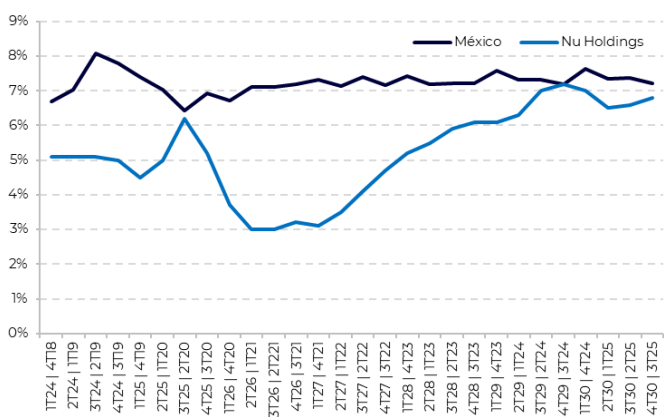
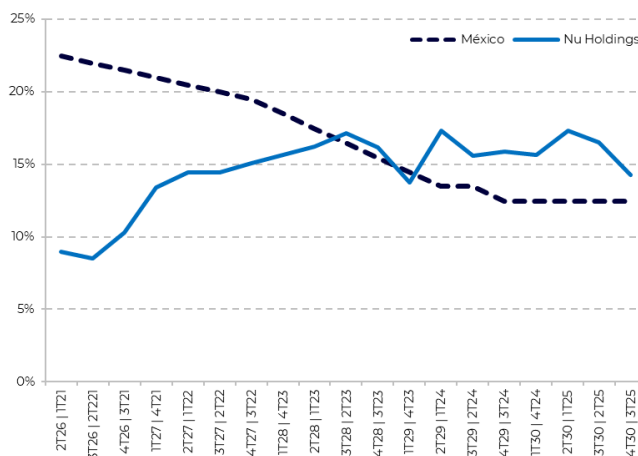


Figura 7. Custo do risco (%) (México vs. Nu Holdings)

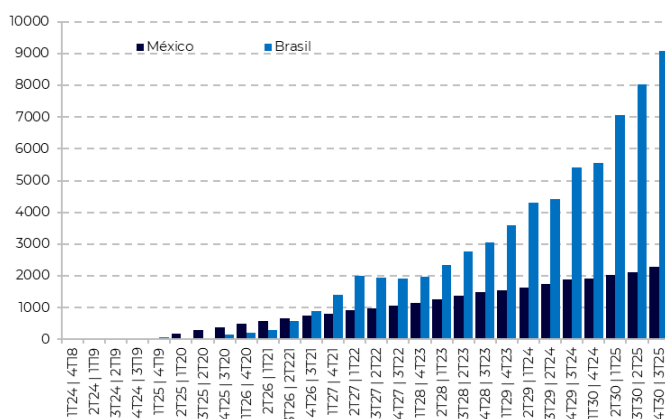
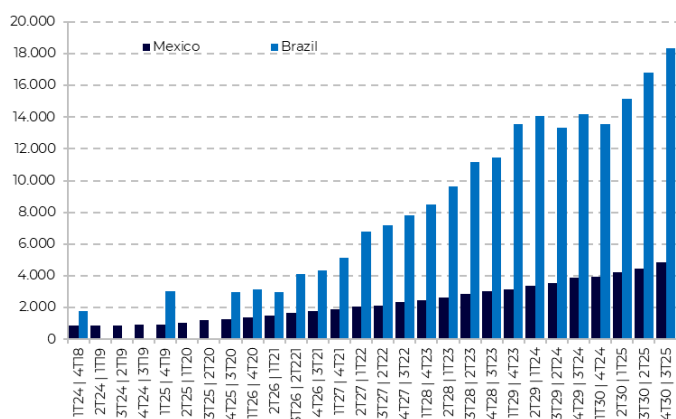


Fontes: empresa e Safrá.

Em termos de custo do risco, acreditamos que o Nu continua adotando uma postura conservadora, mantendo os níveis de provisionamento acima do que as métricas de ativos problemáticos, por si só, implicariam. Embora os índices de inadimplência reportados no Brasil sejam menores, o estoque de ativos problemáticos (incluindo exposições de Estágio 3) permanece comparativamente maior no nível do sistema, o que significa que as tendências de inadimplência não se traduzem totalmente em um custo de risco menor. Estimamos que o custo do risco no México deva se aproximar de 12% no longo prazo, refletindo um perfil de risco mais limpo e um volume menor de ativos problemáticos. À medida que o custo do risco no México se normalizar, vemos espaço para uma melhora significativa nas margens líquidas de juros ajustadas ao risco em nível consolidado.

Figura 8. Portfólio de cartões de crédito em USD (México vs. Brasil)

Figura 9. Portfólio de empréstimos pessoais em USD (México vs. Brasil)

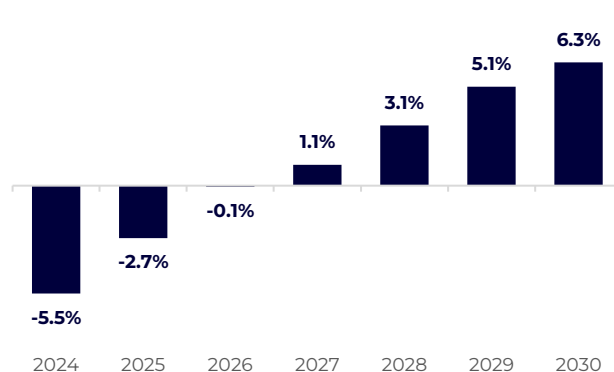
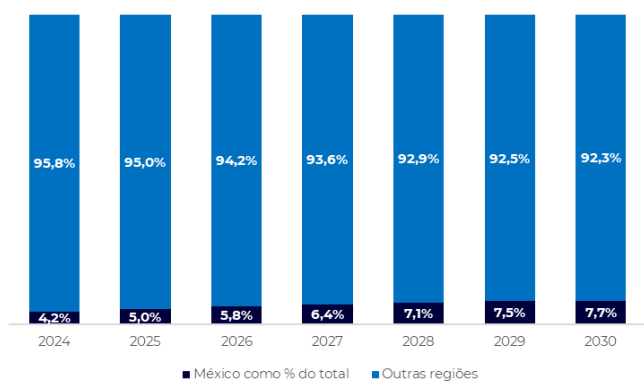


Fontes: companhia e Safrá.

A carteira de crédito poderá crescer a uma taxa anual composta de 53% nos próximos quatro anos, e o índice empréstimos/depósitos do Nu poderá aumentar para cerca de 77%, ainda abaixo dos quase 90% registrados no Brasil. A margem líquida de juros do Nu continua sendo pressionada negativamente pelo montante de caixa que mantém no México.

Figura 10. Carteira de crédito no México como % do total

Figura 11. Lucro líquido do México como % do total



Fontes: companhia e Safrá.

Em termos percentuais, o México deverá representar cerca de 8% do portfólio total do Nu e 7% do seu lucro líquido até 2030. Considerando os números descritos acima, o México deverá atingir o ponto de equilíbrio em um ritmo ainda mais acelerado que o do Brasil, chegando a um retorno sobre o patrimônio líquido de 30% em 2030. Na nossa visão, esse não é um limite máximo, visto que o Brasil atualmente apresenta um retorno sobre o patrimônio líquido mais do que duas vezes esse valor devido ao sucesso de produtos de financiamento, como o financiamento PIX e empréstimos pessoais, com altíssima eficiência. Não temos visibilidade suficiente sobre o México para entender qual será o retorno sobre o patrimônio líquido no longo prazo, embora consideremos que 30% seja um patamar com potencial para ser elevado no futuro.

Figura 12. Lucro líquido no México vs. Brasil (USD)

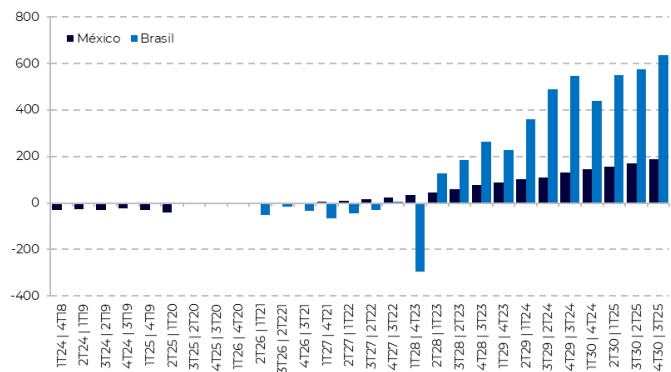
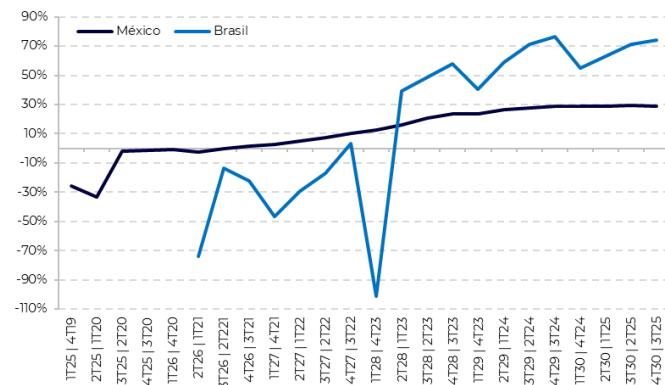


Figura 13. Retorno sobre o patrimônio líquido (México vs. Brasil)



Fontes: companhia e Safr; com base em relatórios do Banco Central do Brasil sobre o Nu.

De modo geral, as operações no México parecem estar acelerando em um bom ritmo, sustentadas por uma forte economia unitária. Embora projetemos alguns desafios na expansão das operações, esperamos que o ponto de equilíbrio seja atingido até 2026, no máximo. Dito isso, projeta-se que o México contribua com cerca de 6% dos lucros do Nubank até o 4T30, permanecendo um contribuidor relativamente modesto em comparação com o Brasil, apesar da boa rentabilidade. Para que o México se torne um impulsionador mais significativo de rentabilidade, o Nubank precisará acelerar a diversificação de produtos e avançar ainda mais na curva de bancarização no país.

Figura 14. Safr vs. consenso – 2026–2027E

	2026E			2027E		
	Safr	Cons.	Safr / Cons	Safr	Cons.	Safr / Cons
Receita financeira líquida	12.266	11.947	2,7%	15.563	15.354	1,4%
Lucro antes dos impostos	5.875	5.925	-0,8%	7.812	7.721	1,2%
Lucro líquido	4.110	4.166	-1,4%	5.441	5.441	0,0%

Fontes: Bloomberg e Safr.

Figura 15. Projeções consolidadas – 2024–2027E – atuais vs. anteriores (USD mi)

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO (USD mi)	2025E	2026E			2027E			Cresc.	Cresc.	Cresc.
	Atual	Atual	Anterior	%	Atual	Anterior	%	25/24	26/25	27/26
Receita total	15.638	20.733	18.954	9,4%	24.903	23.340	6,7%	35,8%	32,6%	20,1%
Receita financeira e ganhos (perdas) com instrumentos financeiros	13.327	17.889	16.332	9,5%	21.579	20.172	7,0%	38,4%	34,2%	20,6%
Receita de taxas e comissões	2.310	2.844	2.622	8,5%	3.324	3.169	4,9%	22,5%	23,1%	16,9%
Custo total dos serviços financeiros e txn prestados	(9.019)	(11.426)	(10.912)	4,7%	(13.102)	(13.012)	0,7%	44,0%	26,7%	14,7%
Despesas com juros e outras despesas financeiras	(4.569)	(5.623)	(5.879)	-4,4%	(6.016)	(6.778)	-11,2%	61,2%	23,1%	7,0%
Despesas transacionais	(359)	(457)	(334)	36,9%	(512)	(385)	32,9%	37,9%	27,4%	12,0%
Despesas com reserva para perdas de crédito	(4.091)	(5.346)	(4.698)	13,8%	(6.574)	(5.849)	12,4%	29,1%	30,7%	23,0%
Lucro bruto	6.619	9.307	8.042	15,7%	11.801	10.328	14,3%	26,0%	40,6%	26,8%
Margem de lucro bruto (%)	42,3%	44,9%	42,4%	246 p.b.	47,4%	44,3%	314 p.b.	-328 bps	256 bps	250 bps
Despesas operacionais totais	(2.672)	(3.432)	(3.215)	6,8%	(3.989)	(3.746)	6,5%	8,7%	28,4%	16,2%
Atendimento a clientes e operações	(689)	(840)	(787)	6,7%	(964)	(922)	4,6%	13,6%	21,9%	14,8%
Despesas gerais e administrativas	(1.376)	(1.767)	(1.515)	16,6%	(2.025)	(1.680)	20,6%	9,8%	28,5%	14,6%
Despesas de marketing	(261)	(339)	(369)	-8,3%	(403)	(450)	-10,5%	5,4%	29,9%	18,9%
Outras receitas (despesas)	(347)	(486)	(543)	-10,5%	(597)	(694)	-14,0%	-1,1%	40,0%	22,9%
Lucro (prejuízo) antes dos impostos	3.947	5.875	4.827	21,7%	7.812	6.583	18,7%	41,2%	48,9%	33,0%
Total de imposto de renda	(1.161)	(1.765)	(1.402)	25,9%	(2.372)	(1.934)	22,6%	41,1%	52,0%	34,3%
Lucro (prejuízo) líquido reportado	2.785	4.110	3.426	20,0%	5.441	4.649	17,0%	41,2%	47,5%	32,4%
LPA – básico e diluído	0,57	0,84	0,70	20,2%	1,11	0,94	17,4%	40,2%	46,5%	31,5%
Ajustes com base nas ações	387	568	488	16,3%	639	555	15,1%	-5,1%	46,5%	12,6%
Outros não recorrentes	(185)	(312)	(268)	16,3%	(351)	(305)	15,1%	7,3%	68,3%	12,6%
Lucro (prejuízo) líquido ajustado	2.987	4.365	3.645	19,7%	5.728	4.898	16,9%	35,3%	46,1%	31,2%
No. de ações em circulação – básico e diluído (mi)	4.853	4.886	4.894	-0,2%	4.919	4.933	-0,3%	0,7%	0,7%	0,7%

MÉTRICAS OPERACIONAIS (US\$ mi)	2025E	2026E			2027E			Cresc.	Cresc.	Cresc.
	Atual	Atual	Anterior	%	Atual	Anterior	%	25/24	26/25	27/26
Total de clientes	127.957	139.836	139.314	0,4%	148.882	150.227	-0,9%	11,9%	9,3%	6,5%
Clientes Brasil	109.519	117.966	117.452	0,4%	121.869	121.762	0,1%	7,6%	7,7%	3,3%
Clientes México	14.276	17.290	18.665	-7,4%	21.572	24.679	-12,6%	42,8%	21,1%	24,8%
Clientes Colômbia	4.163	4.579	3.198	43,2%	5.441	3.785	43,8%	66,5%	10,0%	18,8%
Clientes ativos	106.698	116.603	116.455	0,1%	124.146	125.577	-1,1%	12,4%	9,3%	6,5%
Receita média mensal por cliente ativo	12,8	15,4	14,1	9,0%	17,2	16,1	7,3%	15,6%	20,5%	12,0%
Custo de servir	0,8	0,9	0,8	15,3%	1,0	0,9	13,5%	3,3%	12,3%	6,1%
Volume total de pagamentos	147.351	189.246	163.835	15,5%	231.257	197.631	17,0%	20,8%	28,4%	22,2%
Empréstimos	33.228	43.304	34.283	26,3%	53.582	46.864	14,3%	51,7%	30,3%	23,7%
Cartão de crédito	21.288	26.797	22.387	19,7%	32.846	28.377	15,7%	45,6%	25,9%	22,6%
Consumidor	10.129	13.633	9.340	46,0%	16.814	11.039	52,3%	82,0%	34,6%	23,3%
Outros	1.812	2.875	2.555	12,5%	3.921	7.448	-47,3%	5,7%	58,7%	36,4%
Depósitos	40.251	48.211	42.180	14,3%	55.343	49.891	10,9%	39,5%	19,8%	14,8%

LUCRATIVIDADE / ÍNDICES DE EFICIÊNCIA	2025E	2026E			2027E			Cresc.	Cresc.	Cresc.
	Atual	Atual	Anterior	Dif.	Atual	Anterior	Dif.	25/24	26/25	27/26
Retorno sobre o patrimônio líquido reportado	29,1%	30,7%	29,1%	161 p.b.	30,0%	29,5%	50 bps	126 p.b.	161 p.b.	-75 p.b.
Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) ajustado	31,2%	32,6%	31,0%	165 p.b.	31,5%	31,0%	51 bps	5 p.b.	141 p.b.	-107 p.b.
Retorno sobre o patrimônio líquido reportado	4,5%	5,2%	5,2%	-2 p.b.	5,7%	5,8%	-5 bps	26 p.b.	67 p.b.	53 p.b.
Retorno sobre o ativo (ROA) ajustado	4,9%	5,5%	5,6%	-3 p.b.	6,0%	6,1%	-6 bps	7 p.b.	67 p.b.	51 p.b.
Margem líquida de juros (antes das provisões)	17,6%	18,8%	18,8%	-8 p.b.	19,7%	19,4%	22 bps	-115 p.b.	117 p.b.	90 p.b.
Margem líquida de juros (depois das provisões)	9,4%	10,6%	10,4%	21 p.b.	11,4%	11,0%	40 bps	-62 p.b.	121 p.b.	77 p.b.
Índice de eficiência	27,4%	25,7%	27,1%	-140 p.b.	23,8%	24,9%	-111 bps	-392 p.b.	-165 p.b.	-191 p.b.
Índice de eficiência (excl. SBC)	24,2%	22,4%	23,8%	-142 p.b.	20,8%	21,9%	-114 bps	-279 p.b.	-186 p.b.	-157 p.b.
Índice da Basileia	14,2%	19,4%	19,5%	-16 p.b.	24,8%	21,1%	372 bps	-239 p.b.	512 p.b.	544 p.b.
Patrimônio de referência	12,0%	17,7%	18,3%	-59 p.b.	23,5%	20,2%	326 bps	-145 p.b.	567 p.b.	577 p.b.

Fontes: companhia e Safra.

Figura 16. Projeções consolidadas – 2024–2027E – atuais vs. anteriores (BRL mi)

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO (USD mi)	2025E	2026E	2027E	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26
	Atual	Atual	Atual			
Receita total	86.936	112.026	137.171	39,8%	28,9%	22,4%
Receita financeira e ganhos (perdas) com instrumentos financ	74.074	96.661	118.861	42,4%	30,5%	23,0%
Receita de taxas e comissões	12.861	15.365	18.310	26,3%	19,5%	19,2%
Custo total dos serviços financeiros e txn prestados	(50.175)	(61.731)	(72.166)	48,4%	23,0%	16,9%
Despesas com juros e outras despesas financeiras	(25.375)	(30.372)	(33.134)	65,5%	19,7%	9,1%
Despesas transacionais	(1.988)	(2.472)	(2.822)	41,3%	24,3%	14,2%
Despesas com reserva para perdas de crédito	(22.812)	(28.887)	(36.210)	33,7%	26,6%	25,4%
Lucro bruto	36.761	50.295	65.005	29,5%	36,8%	29,2%
Margem de lucro bruto (%)	42,3%	44,9%	47,4%	-336 bps	261 bps	249 bps
Despesas operacionais totais	(14.865)	(18.570)	(21.935)	12,3%	24,9%	18,1%
Atendimento a clientes e operações	(3.836)	(4.543)	(5.304)	17,5%	18,4%	16,8%
Despesas gerais e administrativas	(7.663)	(9.571)	(11.126)	13,6%	24,9%	16,3%
Despesas de marketing	(1.447)	(1.832)	(2.217)	7,7%	26,6%	21,0%
Outras receitas (despesas)	(1.918)	(2.625)	(3.288)	1,7%	36,9%	25,2%
Lucro (prejuízo) antes dos impostos	21.896	31.725	43.070	44,6%	44,9%	35,8%
Total de imposto de renda	(6.450)	(9.541)	(13.063)	45,6%	47,9%	36,9%
Lucro (prejuízo) líquido reportado	15.446	22.184	30.007	44,2%	43,6%	35,3%
LPA – básico e diluído	3,18	4,54	6,10	43,2%	42,6%	34,3%
Ajustes com base nas ações	2.092	2.760	3.167	3,4%	31,9%	14,7%
Outros não recorrentes	(866)	(883)	(1.013)	11,9%	1,9%	14,7%
Lucro (prejuízo) líquido ajustado	16.672	24.061	32.160	39,4%	44,3%	33,7%
No. de ações em circulação – básico e diluído (mi)	4.853	4.886	4.919	0,7%	0,7%	0,7%

MÉTRICAS OPERACIONAIS (US\$ mi)	2025E	2026E	2027E	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26
	Atual	Atual	Atual			
Total de clientes	130.365	139.836	148.882	14,1%	7,3%	6,5%
Clientes Brasil	111.927	117.966	121.869	9,9%	5,4%	3,3%
Clientes México	14.276	17.290	21.572	42,8%	21,1%	24,8%
Clientes Colômbia	4.163	4.579	5.441	66,5%	10,0%	18,8%
Clientes ativos	108.706	116.603	124.146	14,5%	7,3%	6,5%
Custo de servir	4,7	5,1	5,5	6,4%	8,9%	8,4%
Volume total de pagamentos	779.641	940.040	1.124.944	13,5%	20,6%	19,7%
Empréstimos	182.564	236.170	297.887	33,5%	29,4%	26,1%
Cartão de crédito	116.960	146.144	182.606	29,6%	25,0%	24,9%
Consumidor	55.650	74.349	93.479	54,9%	33,6%	25,7%
Outros	9.954	15.677	21.801	-5,9%	57,5%	39,1%
Depósitos	221.154	262.930	307.678	24,1%	18,9%	17,0%

LUCRATIVIDADE / ÍNDICES DE EFICIÊNCIA	2025E	2026E	2027E	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26
	Atual	Atual	Atual			
Retorno sobre o patrimônio líquido reportado	29,1%	31,1%	30,8%	129 p.b.	200 p.b.	-29 p.b.
Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) ajustado	31,4%	33,7%	33,0%	37 p.b.	232 p.b.	-71 p.b.
Retorno sobre o patrimônio líquido reportado	4,5%	5,2%	5,8%	23 p.b.	69 p.b.	58 p.b.
Retorno sobre o ativo (ROA) ajustado	4,9%	5,6%	6,2%	9 p.b.	77 p.b.	56 p.b.
Margem líquida de juros (antes das provisões)	17,4%	18,8%	19,8%	-101 p.b.	143 p.b.	99 p.b.
Margem líquida de juros (depois das provisões)	9,2%	10,6%	11,4%	-60 p.b.	137 p.b.	82 p.b.
Índice de eficiência	27,4%	25,8%	23,8%	-388 p.b.	-161 p.b.	-197 p.b.
Índice de eficiência (excl. SBC)	24,2%	22,4%	20,8%	-281 p.b.	-181 p.b.	-164 p.b.
Índice da Basileia	14,1%	19,6%	25,0%	-250 p.b.	548 p.b.	540 p.b.
Patrimônio de referência	11,9%	17,9%	23,7%	-149 p.b.	599 p.b.	575 p.b.

Fontes: companhia e Safra.

Figura 17. Scorecard de Análise e Avaliação da Safra (SAVS) – USD mi

Métricas financeiras	2024A	2025E	2026E	2027E	Métricas operacionais	2024A	2025E	2026E	2027E
Receitas financeiras	9.631	13.327	17.889	21.579	Clientes Am. Lat. (milhares)	114.300	127.957	139.836	148.882
Despesas financeiras	2.835	4.569	5.623	6.016	Clientes Brasil (milhares)	101.800	109.519	117.966	121.869
Receitas financeiras líquidas	6.796	8.758	12.266	15.563	Clientes México (milhares)	10.000	14.276	17.290	21.572
Margem líquida de juros	19%	18%	19%	20%	Clientes Colômbia (milhares)	2.500	4.163	4.579	5.441
Provisões líquidas	3.169	4.091	5.346	6.574	Clientes ativos	95.575	108.600	142.965	148.810
Custo do risco	15%	14%	14%	13%	Volume total de pagamentos	14.619	21.288	26.797	32.846
Margem financeira ajustada pelo risco	3.627	4.668	6.920	8.989	Empréstimos	21.899	33.228	43.304	53.582
Margem líquida de juros ajustada pelo risco	10%	9%	11%	11%	Cartão de crédito	14.619	21.288	26.797	32.846
Receita de taxas	1.886	2.310	2.844	3.324	Consumidor	6.981	11.203	15.089	18.656
Despesas transacionais	260	359	457	512	Folha de pagamento	299	738	1.418	2.080
Despesas operacionais	2.458	2.672	3.432	3.989	Por região				
Lucro antes dos impostos	2.795	3.943	5.875	7.812	Empréstimos Brasil	20.840	30.884	39.904	49.141
Imposto de renda e contribuição social	(823)	(1.161)	(1.765)	(2.372)	Empréstimos México	926	1.674	2.528	3.396
Lucro líquido	1.972	2.782	4.110	5.441	Empréstimos Colômbia	132	670	872	1.045
LPA	0,41	0,57	0,84	1,11	Métricas unitárias				
Lucro líquido ajustado	2.207	2.984	4.365	5.728	Receita média mensal por cliente ativo	11,8	14,2	17,8	21,0
LPA ajustado	0,5	0,6	0,9	1,2	Custo de servir	0,8	0,8	0,9	1,0
Ativos totais	49.931	71.658	88.125	105.129	KPIs operacionais	2024	2025E	2026E	2027E
Empréstimos	21.899	33.228	43.304	53.582	Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)	27,8%	29,1%	30,7%	30,0%
Caixa e disponibilidades	9.186	12.985	13.769	13.992	Índice de eficiência	31,3%	27,4%	25,7%	23,8%
Money market e outros valores mobiliários	10.655	13.557	17.926	23.684	Índice de inadimplência	7,0%	6,9%	7,1%	7,3%
Passivo	42.284	60.240	72.597	84.161	Registro de empréstimos inadimplentes	12,5%	12,6%	13,2%	13,1%
Depósitos	28.855	40.251	48.211	55.343	Índice de cobertura	208%	216%	214%	214%
Money market e valores a pagar	9.334	12.690	15.657	18.811	Avaliação	2024	2025E	2026E	2027E
Patrimônio líquido	7.647	11.418	15.528	20.969	P/L (ao preço-alvo – em 12m)				26,2x
Valor patrimonial por ação	1,59	2,35	3,18	4,26	P/NP (ao preço-alvo)				6,92x
Valor de mercado	83.310	83.310	83.310	83.310	P/L (ao preço atual)	#N/A	30,0x	20,4x	15,5x
No. ações (milhares)	4.819	4.853	4.886	4.919	P/NP (ao preço atual)	#N/A	7,30x	5,40x	4,03x
Ações (início do período)	4.766	4.819	4.853	4.886	Custo de capital (Ke) – US\$				12,8%

Fontes: companhia e Safra.

Declarações gerais

1. Este relatório foi preparado e distribuído por Safr Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. ("Safr Corretora"), subsidiária do Banco Safr 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 Safr Corretora e são consideradas seguras.
3. A Safr 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 Safr 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. Desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. A Safr Corretora ou qualquer empresa do Grupo Safr 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 Safr 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 Safr Corretora e/ou ao Banco Safr. Considerando que as opiniões pessoais dos analistas de investimentos podem divergir, a Safr Corretora e/ou o Banco Safr 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 Safr Corretora, sendo parte desta proveniente das atividades relacionadas ao banco de investimento. Desta forma, assim como a remuneração de todos os colaboradores da Safr 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 precificação de quaisquer dos ativos aqui discutidos.

Declarações adicionais

Analistas	1	2	3	4

- 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.
- 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.
- 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.
- 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 Safr 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 Sao 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 Imobiliários 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 - 10ª Emissão, Melnick Desenvolvimento Imobiliário 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., Quartzo 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 Beneficiária 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 Telecomunicacoes 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.