

## BANCOS

**Banco Pine**
**Janela de resultados de alto impacto; início de cobertura com recomendação de Compra**

**Janela de resultados de alto impacto.** Iniciamos a cobertura do Banco Pine com recomendação de Compra e preço-alvo de BRL 19 (potencial de valorização de 41%). Nossa tese se baseia na recente decisão do banco de voltar a focar em empréstimos para pessoas físicas, agora com uma oportunidade significativa de crescimento após a rápida expansão dos empréstimos consignados privados no Brasil. O produto está ampliando o universo de clientes para além do setor público tradicional e, dado o posicionamento rápido e estratégico do Pine, esperamos que o banco aumente rapidamente a participação de ativos de alto rendimento em seu portfólio, criando uma “janela de resultados de alto impacto”. Acreditamos que isso deverá ser mais evidente em 2026, traduzido em um retorno sobre o patrimônio líquido de +30%, antes que a intensidade da concorrência e a maturação da indústria recalibrem gradualmente os retornos no setor.

**Composição do portfólio (nem alavancagem, nem reprecificação) deve mover os lucros em 2026.** O efeito da transição mencionada acima se tornará particularmente visível em 2026. A interação entre margens mais altas, alavancagem operacional e uma base de capital ainda contida faz de 2026 um ano particularmente forte para o retorno sobre o patrimônio líquido (pico de 33%, seguido pela normalização gradual para a faixa de 25% no longo prazo). Embora esperemos que 2026 estabeleça um recorde para o retorno sobre o patrimônio líquido, observamos que esse período de alta lucratividade deverá acelerar a geração de capital e fortalecer o balanço, sustentando uma robusta capacidade de geração de lucros.

**Familiaridade operacional e estrutura enxuta para adaptação.** O Banco Pine aproveitou sua experiência com empréstimos consignados públicos e INSS (lançados no início dos anos 2000) e se beneficiou por ter sido pioneiro em empréstimos consignados privados, oferecendo uma plataforma pronta para uso e preços estratégicos logo após o lançamento do produto. O banco rapidamente aumentou sua participação de mercado no produto para 6% e a carteira total atingiu BRL 17 bi no 3T25. Acreditamos que a participação de mercado naturalmente diminuirá no longo prazo à medida que bancos maiores aumentarem seu interesse pelo produto, mas o Banco Pine deverá se beneficiar de sua estrutura enxuta para se adaptar e continuar expandindo sua carteira, gerando valor e construindo uma base mais sólida.

**Preço-alvo de BRL 19,00 e potencial de valorização de 41%; avaliação ainda atrativa.** Nossas projeções de lucro líquido de BRL 511 mi e retorno sobre o patrimônio líquido de 33% em 2026 e BRL 582 mi e 30% em 2027 estão 13% e 10% acima do consenso, respectivamente. Nossa avaliação, baseada no modelo de desconto de dividendos, usa custo de capital próprio (Ke) de 15,3% (beta de 1,25), taxa de crescimento terminal (g) de 6% e retorno sobre o patrimônio líquido de 25% na perpetuidade. Nosso preço-alvo de BRL 19,00 (potencial de valorização de 41%) é suficiente para justificar a recomendação de Compra. Vemos o PINE sendo negociado a 6,3x e 5,5x o P/L em 2026 e 2027 e a 2,26x e 1,84x o P/VP em 2025 e 2026, respectivamente.

**Principais riscos para nossa tese:** (i) deterioração do ambiente macroeconômico; (ii) riscos de execução, especialmente associados à carteira de empréstimos consignados privados (maior inadimplência, juros mais baixos); (iii) maior concorrência de grandes bancos; e (iv) mudanças desfavoráveis no ambiente regulatório.

**Daniel Vaz**

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

**Maria Luisa Guedes**

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

**Rafael Nobre**

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

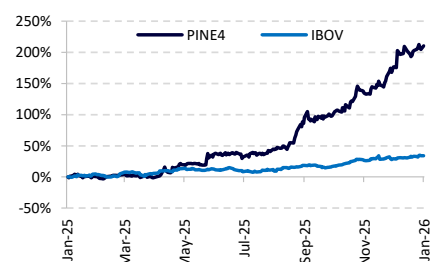
**PINE3**

Recomendação	Compra
Preço atual	BRL 13,5
Preço-alvo em 12 m	BRL 19,0
Potencial de valoriz.	41%

Múltiplos	25E	26E	27E
P/L	8,2x	6,3x	5,5x
P/VP	2,26x	1,84x	1,51x
Rend. de dividendos	3,1%	5,6%	6,4%

**Dados de mercado**

Valor de mercado	BRL 3,193 bi
Mín./máx. de 52 semanas	BRL 3,8/13,8
Vol. méd. de negoc. diário (3 m)	BRL 4mi
Ações em circulação	116 mi
Free float	56%
Desempenho (12 m)	207%
Desempenho no ano	0,4%

**PINE vs. IBOV**


Fonte: Bloomberg.

## Índice

Tese de investimento	3
Avaliação	9
Informações financeiras	10
Riscos	12
Visão geral da companhia	13

# Tese de investimento

## Iniciamos a cobertura de Pine com recomendação de Compra

Iniciamos a cobertura do Banco Pine com recomendação de Compra e preço-alvo de BRL 19/ação, representando um potencial de valorização de 41%. Nossas estimativas de lucro líquido para 2026 e 2027 estão 13% e 10% acima do consenso, respectivamente, pois acreditamos que as expectativas do mercado ainda podem estar subestimando a transição do retorno sobre o patrimônio líquido, minimizando a magnitude e a duração da atual fase de lucratividade.

Em nossa opinião, o dinamismo dos lucros no curto prazo é impulsionado principalmente por uma carteira mais robusta, à medida que o banco volta a se concentrar no segmento de varejo, desbloqueando uma maior fonte de receita, sobretudo por meio de empréstimos consignados privados.

### **Retorno ao DNA do varejo está remodelando o perfil de resultados**

Fundado em 1997, o Banco Pine evoluiu de uma instituição financeira tradicional voltada para empresas de médio porte para uma plataforma diversificada, combinando serviços bancários corporativos focados em relacionamento com canais digitais escaláveis de concessão de empréstimos garantidos para pessoas físicas.

Vinte anos atrás, o segmento de varejo já era fundamental para a estratégia do Banco Pine, e os empréstimos consignados públicos recém-lançados foram um componente essencial da tese de IPO do banco. Embora estivesse entre os cinco maiores originadores do segmento, a operação de varejo carecia de escala, acesso direto ao cliente e recursos digitais. Conseqüentemente, a companhia gradualmente redirecionou o foco estratégico e a alocação de capital inteiramente para os segmentos de grandes e médias empresas.

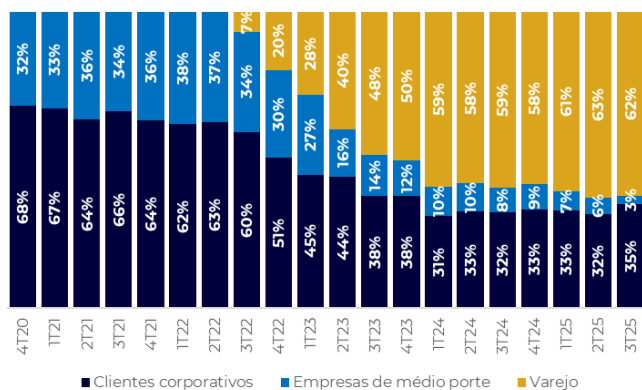
Após a crise de crédito corporativo em meados da década de 2010, a administração optou por diversificar sua exposição dando mais um passo e retornando ao segmento de varejo – dessa vez sob uma estrutura operacional diferente e modernizada. A primeira fase da transformação focou em produtos com baixa exigência de capital (principalmente empréstimos consignados INSS). Quando os empréstimos consignados privados foram relançados em uma arquitetura aberta, a administração enxergou uma oportunidade para se beneficiar de seu histórico em empréstimos consignados públicos e INSS e direcionar seus esforços para se destacar como um dos pioneiros na adoção do produto.

Em nossa opinião, a administração foi assertiva em sua estratégia de direcionar a alocação de capital do banco para empréstimos garantidos para pessoas físicas, aumentando a penetração de produtos de maior rendimento e favorecendo a otimização da captação e a mitigação de riscos. Esse movimento não consistiu apenas em uma história de crescimento, mas em um rebalanceamento do perfil de risco-retorno do banco.

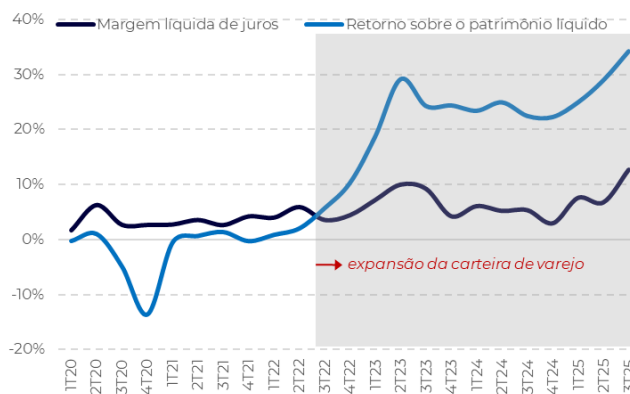
Os empréstimos consignados privados surgiram como um catalisador para acelerar esse processo, possibilitando que a meta de retorno sobre o patrimônio líquido de 30% fosse atingida muito mais rapidamente do que o esperado inicialmente, abrindo espaço para o banco buscar níveis ainda maiores.

Vale ressaltar que, embora o segmento de atacado tenha perdido prioridade na alocação de capital, o banco não pretende descontinuar as operações. A administração reconhece a importância de manter uma composição de receita diversificada, além das oportunidades de venda cruzada entre os segmentos.

**Figura 1. Composição da carteira de empréstimos**



**Figura 2. Evolução da margem líquida de juros e do retorno sobre o patrimônio líquido (anualizada)**



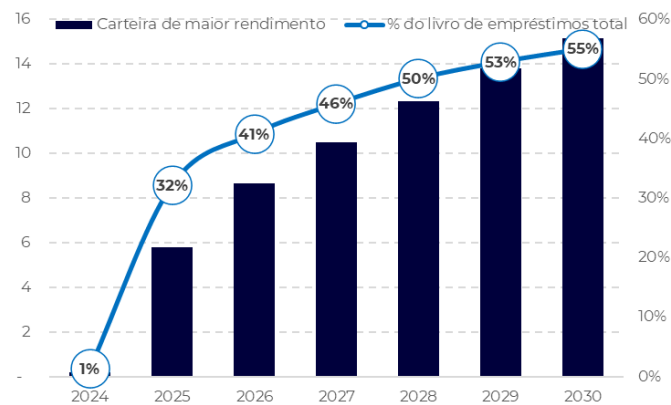
Fonte: companhia e Safrá.

## 2026: Força dos resultados impulsionada pelo mix, não pela alavancagem ou reprecificação

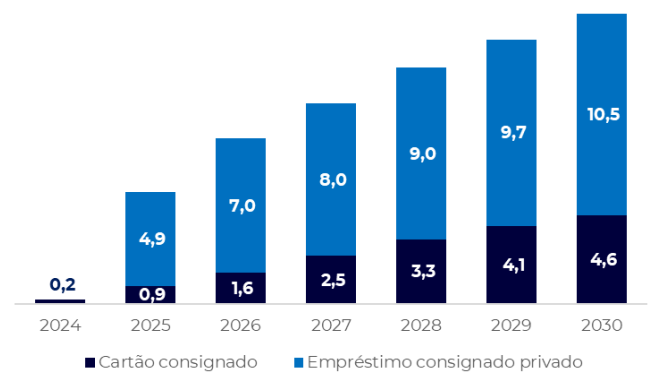
O efeito da transição mencionada acima se tornará particularmente visível em 2026. Esperamos que os empréstimos consignados privados mantenham seu atual perfil de rendimento (os números detalhados são apresentados na seção seguinte), possibilitando ao Pine capturar integralmente o aumento nos lucros associado à expansão desse segmento de maior rendimento (que também inclui cartões de crédito vinculados à folha de pagamento). Mesmo sem um crescimento incremental agressivo, a maior participação desses ativos no mix deverá elevar a margem consolidada do portfólio.

A interação entre margens mais elevadas, alavancagem operacional e uma base de capital ainda contida torna 2026 um ano particularmente forte para o retorno sobre o patrimônio líquido. No entanto, isso não deve ser extrapolado indefinidamente. À medida que o mercado de empréstimos consignados privados amadurecer, a concorrência se intensificar e os portfólios se estabilizarem em todo o setor, é provável que os retornos desacelerem.

**Figura 3. Portfólio de maior rendimento (BRL bi)**



**Figura 4. Composição da carteira de maior rendimento (BRL bi)**

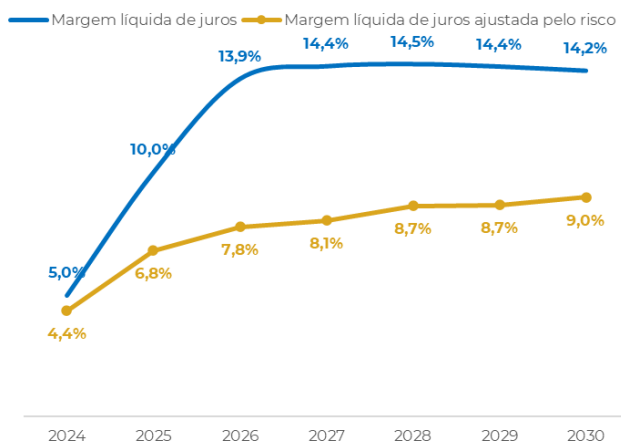


Fonte: companhia e Safrá.

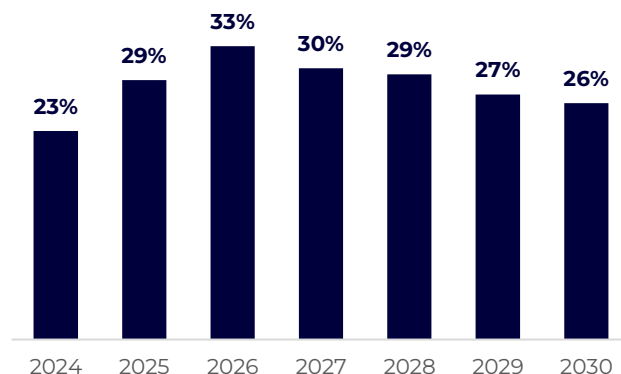
Apesar da premissa de rendimentos de longo prazo mais baixos associados ao segmento de empréstimos consignados privados, a margem líquida de juros do banco não se comprime significativamente devido a diversos fatores estruturais que atuam a seu favor. Primeiro, os custos de captação seguem diminuindo à medida que a estrutura de passivos migra para instrumentos de menor custo, ampliando o spread mesmo com a normalização dos rendimentos dos ativos. Paralelamente, a composição da carteira melhora ao longo do tempo, aumentando a exposição à receita de crédito.

Em nosso cenário-base, o retorno sobre o patrimônio líquido se normaliza gradualmente para cerca de 25% no longo prazo, refletindo um ambiente mais competitivo e uma estrutura mais madura para o segmento de empréstimos consignados privados. É importante ressaltar que essa normalização não compromete a tese de investimento; pelo contrário, ela posiciona 2026 como um ponto máximo dentro de um regime de rentabilidade mais amplo e estruturalmente aprimorado.

**Figura 5. Evolução das margem líquida de juros (2024–2030E)**



**Figura 6. Evolução do retorno sobre o patrimônio líquido (2024–2030E)**



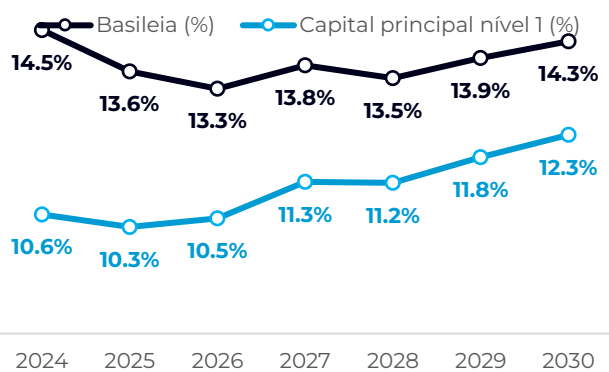
Fonte: companhia e Safrá.

**Capital como determinante do ritmo, não como fator de restrição**

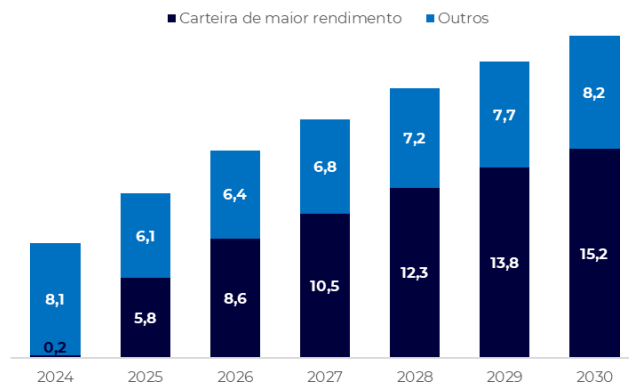
Observamos que o Índice de Capital Nível 1 do Banco Pine está atualmente em 10,1% e tem sofrido pressão recentemente devido ao ritmo de expansão da carteira de empréstimos consignados privados. No futuro, a rentabilidade gerada por essa carteira deverá começar a acelerar a geração orgânica de capital e fortalecer o balanço, sustentando as taxas de crescimento e a capacidade de geração de lucros do Banco Pine.

Consequentemente, acreditamos que o Índice de Capital Nível 1 do banco deverá convergir gradualmente para 12% até 2030, um nível que a administração pretende atingir para se qualificar para a elevação de sua classificação de risco – o que favorecerá a otimização do custo de captação.

**Figura 7. Índices de capital**



**Figura 8. Evolução da carteira de empréstimos (BRL bi)**



Fonte: companhia e Safrá.

## Transformação do retorno sobre o patrimônio líquido impulsionada por empréstimos consignados privados

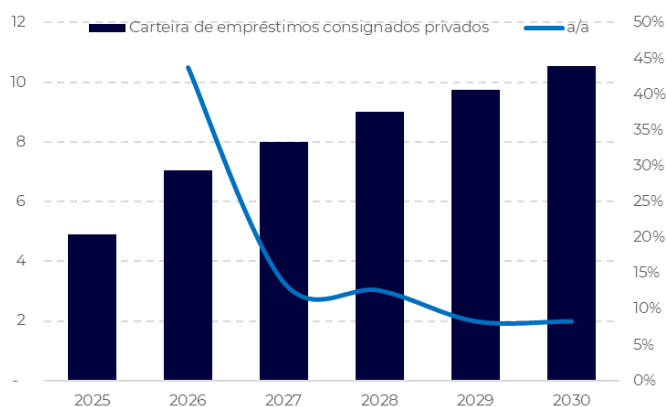
Em contraste com a abordagem mais conservadora adotada principalmente pelos maiores bancos brasileiros, o Banco Pine adotou plenamente a jornada de empréstimos consignados privados desde seu lançamento em março. Como resultado desse maior apetite desde o início, o banco vem se destacando em termos de originação, atingindo uma carteira de aproximadamente BRL 3,5 bi e uma participação de mercado de 6% no 3T25.

À medida que os grandes bancos aumentarem gradualmente seu interesse pelo produto e conquistarem a participação que lhes cabe, acreditamos que a participação de mercado do Banco Pine nesse produto diminuirá naturalmente, considerando 4% como um nível viável. Mesmo assim, a carteira de empréstimos do Pine deve continuar crescendo acompanhando o mercado.

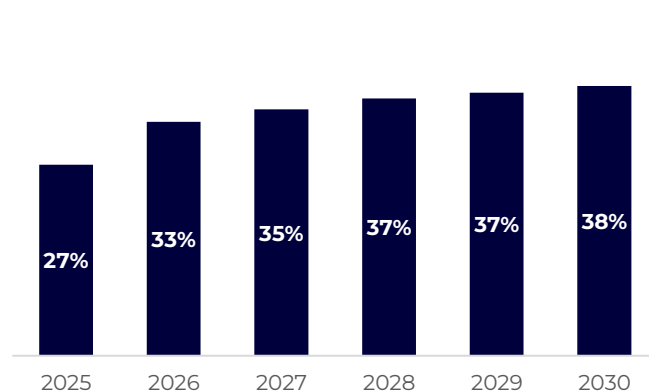
O valor dos empréstimos também têm espaço para aumentar conforme o mercado amadurecer. A isenção do imposto de renda para pessoas físicas que ganham menos de BRL 5 mil por mês, os aumentos salariais e a melhoria das ferramentas de avaliação de crédito das empresas são alguns dos fatores que podem prolongar a duração dos empréstimos nos próximos trimestres.

Em suma, acreditamos que o portfólio tem potencial para atingir BRL 7,3 bi até 2027, mantendo uma taxa de crescimento anual composta de 10% posteriormente.

**Figura 9. Carteira de empréstimos consignados privados (BRL bi)**



**Figura 10. Empréstimos consignados privados como % da carteira total**



Fonte: companhia e Safra.

O banco está adotando uma abordagem de distribuição totalmente digital e multicanal. O canal B2C origina 20%, e o restante, por meio de representantes bancários estratégicos. Entre o grupo de representantes bancários parceiros está a Amigoz, uma fintech na qual o Banco Pine aumentou recentemente sua participação para 88%, em uma estratégia para manter os interesses alinhados.

Enquanto a multa por rescisão contratual do FGTS não estiver disponível como garantia, acreditamos que é improvável que o governo proponha um teto para as taxas de juros. Considerando os perfis de risco diversificados entre os clientes elegíveis (incluindo em termos de região, empresas e salários), a implementação de um teto seria mais complexa para empréstimos consignados privados do que para empréstimos consignados do INSS. Portanto, acreditamos que essa discussão não deve avançar significativamente no curto prazo.

Considerando os desafios operacionais ainda existentes, o produto apresenta um nível inicial de inadimplência superior ao esperado para um empréstimo com garantia. Em média, os níveis de escrituração e de primeiro pagamento efetivo giram em torno de 86% e 82%, respectivamente. Contudo, assim que o banco implementar políticas de cobrança, observará uma melhora gradual no comportamento de coortes, reforçando a ideia de que o principal risco reside atualmente em gargalos operacionais, e não no perfil de crédito.

Como resultado, é provável que os empréstimos consignados privados mantenham seus níveis de rendimento atuais (juros mensais de 4% a 5%) ao longo de 2026. Em nossa estimativa de rentabilidade unitária, pressupomos rendimentos mais baixos para refletir os custos de distribuição pagos antecipadamente aos representantes bancários. Utilizando uma premissa de 15% para o custo do risco, estimamos que o produto apresente uma margem líquida de juros ajustada pelo risco de 25% e uma receita líquida anual potencial de BRL 300 mi a BRL 350 mi.

**Figura 11. Estimativas para empréstimos consignados privados**

<b>Participação de mercado do Pine</b>						<b>Retorno sobre o patrimônio líquido (juros mensais vs. custo do risco)</b>					
	<b>2,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>6,0%</b>						
Novos empréstimos do sistema <sup>1</sup>	160.000	160.000	160.000	160.000	160.000	56%	3,25%	3,50%	3,75%	4,00%	4,25%
Carteira do Pine	3.200	4.800	6.400	8.000	9.600	17,0%	<b>13%</b>	28%	44%	60%	77%
Premissa para juros médios (a.m.)	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	16,0%	19%	<b>34%</b>	50%	66%	82%
Receita de juros	1.777	2.666	3.555	4.444	5.332	15,0%	25%	40%	<b>56%</b>	72%	88%
Despesas de juros (rendimento dos títulos de 2 anos a 15%)	-480	-720	-960	-1.200	-1.440	14,0%	30%	46%	61%	<b>78%</b>	94%
<b>Margem financeira</b>	<b>1.297</b>	<b>1.946</b>	<b>2.595</b>	<b>3.244</b>	<b>3.892</b>	13,0%	36%	52%	67%	83%	<b>100%</b>
Premissa para o custo do risco	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%						
Provisões líquidas	-480	-720	-960	-1.200	-1.440						
<b>Margem financeira ajustada pelo risco</b>	<b>817</b>	<b>1.226</b>	<b>1.635</b>	<b>2.044</b>	<b>2.452</b>						
Despesas operacionais (a custo/receita de 30%)	-454	-681	-908	-1.135	-1.362	26%	<b>14,8%</b>	19,1%	23,5%	28,1%	32,8%
Despesas tributárias (PIS/COFINS a 4.65%)	-60	-90	-121	-151	-181	17,0%	15,8%	<b>20,1%</b>	24,5%	29,1%	33,8%
<b>Lucro antes dos impostos</b>	<b>303</b>	<b>455</b>	<b>606</b>	<b>758</b>	<b>909</b>	16,0%	16,8%	21,1%	<b>25,5%</b>	30,1%	34,8%
Imposto de renda (alíquota a 45%)	-136	-205	-273	-341	-409	15,0%	17,8%	22,1%	26,5%	<b>31,1%</b>	35,8%
<b>Lucro líquido</b>	<b>167</b>	<b>250</b>	<b>333</b>	<b>417</b>	<b>500</b>	14,0%	17,8%	22,1%	26,5%	<b>31,1%</b>	35,8%
						13,0%	18,8%	23,1%	27,5%	32,1%	<b>36,8%</b>
Ativos ponderados pelo risco (FPR 75%)	2.400	3.600	4.800	6.000	7.200						
Patrimônio líquido de referência (a alavancagem de 8x)	300	450	600	750	900						
<b>Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)</b>	<b>56%</b>	<b>56%</b>	<b>56%</b>	<b>56%</b>	<b>56%</b>						
Margem líquida de juros	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%						
<b>Margem líquida de juros ajustada pelo risco</b>	<b>25,5%</b>	<b>25,5%</b>	<b>25,5%</b>	<b>25,5%</b>	<b>25,5%</b>						

	<b>2,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>6,0%</b>
333					
120.000	<b>125</b>	187	250	312	375
140.000	146	<b>219</b>	292	365	437
160.000	167	250	<b>333</b>	417	500
180.000	187	281	375	<b>469</b>	562
200.000	208	312	417	521	<b>625</b>

<sup>1</sup> Mercado totalizando BRL 200 bi (BRL 40 bi do produto anterior)<sup>2</sup> Líquido das comissões de correspondentes bancários

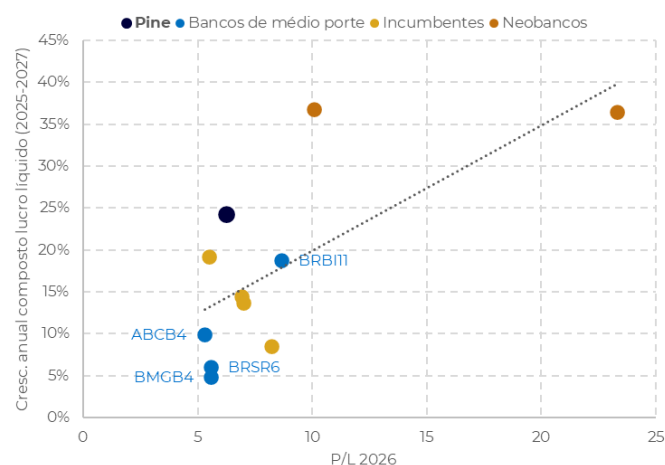
Fonte: Safra.

# Avaliação

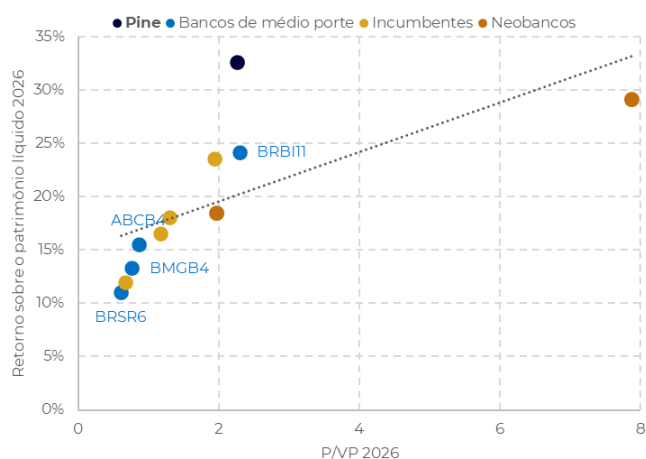
**Preço-alvo de BRL 19; potencial de valorização de 41%.** Nossa avaliação para o Pine utiliza um modelo de desconto de dividendos em BRL, um custo de capital próprio (Ke) de 15,3%, uma taxa de crescimento terminal (g) de 6% e um retorno sobre o patrimônio líquido de 25% na perpetuidade, chegando a um preço-alvo de BRL 19, com potencial de valorização de 41% em relação aos níveis atuais, o suficiente para justificar uma recomendação de Compra. Ao nosso preço-alvo, vemos as ações sendo negociadas a 7,9x preço-alvo/L e 2,6x o preço-alvo/VP. Utilizamos um beta de 1,25 para o Banco Pine, superior à média de 1,0-1,1 que utilizamos para bancos brasileiros maiores.

**Análise de múltiplos.** Atualmente, vemos as ações do PINE4 sendo negociadas a 6,3x e 5,5x o P/L para 2026 e 2027, respectivamente. Ao nível de P/VP, as ações são negociadas a 2,26x e 1,84x em 2025 e 2026, respectivamente. Embora o múltiplo P/VP dos últimos 12 meses esteja acima da média histórica, acreditamos que isso seja consequência de uma melhora justificada nos múltiplos para refletir um novo nível de rentabilidade sustentável. Comparado aos seus pares, especialmente outros bancos de médio porte (Banco ABC, BR Partners, Banco BMG e Banrisul), o Banco Pine oferece uma das alternativas mais atraentes em termos de equilíbrio entre nível de avaliação e oportunidade de crescimento de lucros nos próximos dois anos.

**Figura 12. P/L em 2026 vs. crescimento anual composto do lucro líquido em 2 anos**



**Figura 13. P/VP em 2025 vs. retorno sobre o patrimônio líquido em 2026**



Fonte: Bloomberg e Safrá.

**Figura 14. Tabela de comparação**

	Recomendação	Preço atual	Preço-alvo	Última atualizaç.	Potenc. valoriz.	Valor de mercado (BRL mi)	P/L	P/L	P/VP	P/VP	P/VP	Ret. s/ patrim. líq. (%)	Ret. s/ patrim. líq. (%)	Re nd. divid.	Re nd. divid.
							2026	2027	2025	2026	2027	2026	2027	2026	2027
Banco Pine	Compra	13,50	19,0	19/jan/26	41%	3.193	6,3x	5,5x	2,26x	1,84x	1,51x	32,6%	30,2%	5,6%	6,4%
<b>Bancos de médio porte</b>						<b>17.679</b>	<b>5,8x</b>	<b>5,3x</b>	<b>0,90x</b>	<b>0,83x</b>	<b>0,77x</b>	<b>16,0%</b>	<b>16,5%</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,0%</b>
ABC Brasil	-	23,93	-	-	-	5.855	5,3x	4,7x	0,86x	0,78x	0,70x	15,5%	15,6%	8,1%	8,6%
BR Partners	-	18,09	-	-	-	1.899	8,7x	7,1x	2,30x	2,14x	1,97x	24,2%	26,6%	7,8%	9,2%
Banco BMG	-	5,07	-	-	-	2.986	5,6x	5,3x	0,76x	0,71x	0,66x	13,3%	13,0%	8,5%	7,5%
Banrisul	-	16,32	-	-	-	6.940	5,6x	5,2x	0,61x	0,58x	0,54x	11,0%	11,0%	7,3%	7,3%
Banco Pan	-	11,85	-	-	-	15.038	12,3x	n.a.	2,09x	1,84x	1,63x	15,4%	20,8%	2,9%	6,8%
<b>Incumbentes</b>						<b>859.764</b>	<b>7,4x</b>	<b>6,6x</b>	<b>1,50x</b>	<b>1,42x</b>	<b>1,32x</b>	<b>17,5%</b>	<b>18,5%</b>	<b>7,7%</b>	<b>8,2%</b>
Itau Unibanco	Compra	39,55	49,0	20/nov/25	24%	426.808	8,2x	7,6x	1,94x	1,84x	1,71x	23,6%	23,9%	9,0%	9,4%
Bradesco	Compra	18,90	24,0	16/nov/25	27%	186.081	6,9x	6,2x	1,17x	1,12x	1,06x	16,5%	17,5%	8,3%	8,4%
Banco do Brasil	Neutra	21,31	25,0	17/dez/25	17%	122.124	5,50x	4,5x	0,67x	0,65x	0,61x	12,0%	14,0%	3,9%	5,2%
Santander Brasil	Neutra	33,33	40,0	16/nov/25	20%	124.751	7,0x	6,1x	1,30x	1,19x	1,07x	18,0%	18,5%	6,4%	6,4%
<b>Bancos digitais</b>						<b>448.632</b>	<b>22,7x</b>	<b>16,8x</b>	<b>7,62x</b>	<b>5,71x</b>	<b>4,26x</b>	<b>28,6%</b>	<b>29,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,2%</b>
Nu Holdings	Neutra	16,60	14,0	22/jan/25	-16%	429.402	23,3x	17,2x	7,88x	5,89x	4,38x	29,1%	29,5%	0,0%	0,0%
Inter & Co	Neutra	8,17	10,0	27/nov/25	22%	19.230	10,1x	7,8x	1,98x	1,75x	1,53x	18,4%	21,0%	3,5%	4,5%

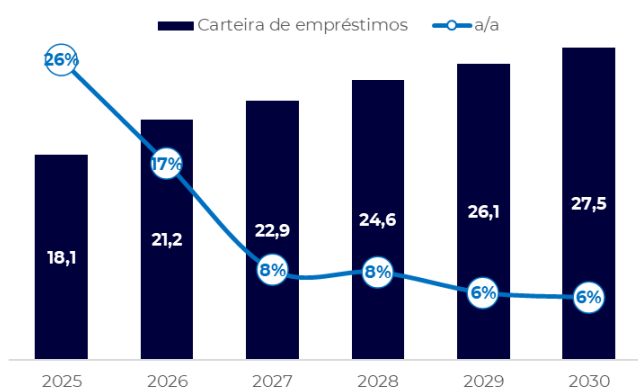
Fonte: Bloomberg e Safrá.

Excluindo o Banco Pan da média ponderada.

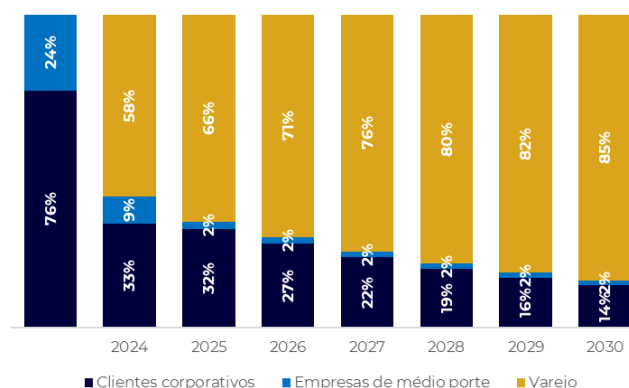
## Informações financeiras

**Empréstimos e depósitos.** Projetamos que a carteira de empréstimos crescerá a uma taxa anual composta de aproximadamente 8,8% até 2030, favorecida pela contínua mudança estratégica do banco em direção a ativos de maior rentabilidade e por uma estrutura de alocação de capital mais disciplinada. Ao final do período, esperamos que o segmento de varejo responda por aproximadamente 85% do total de empréstimos e que os empréstimos consignados público e privado tenham a maior representatividade na carteira. No que diz respeito à captação, projetamos uma leve queda no seu custo, o que deverá fornecer suporte adicional para uma melhora na margem de crédito.

**Figura 15. Carteira de empréstimos (BRL mi) e crescimento (%)**



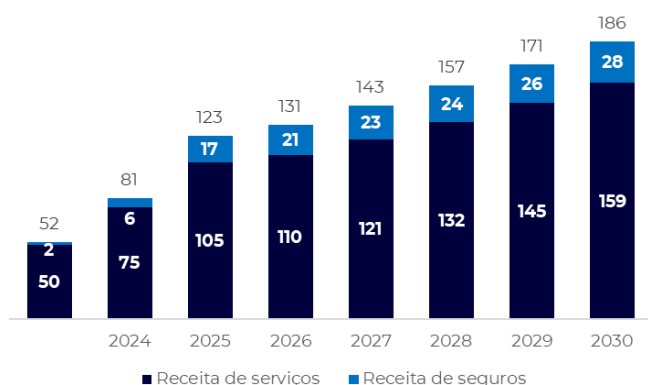
**Figura 16. Composição da carteira de empréstimos**



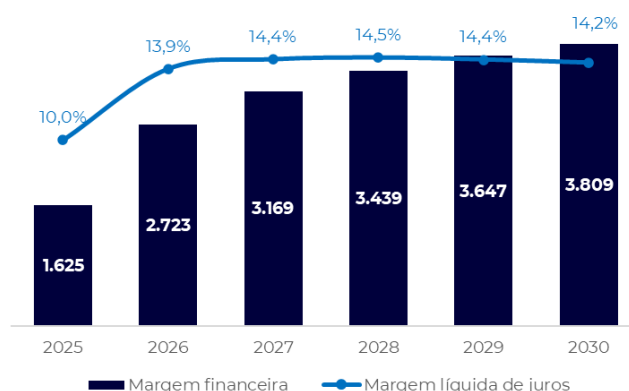
Fonte: composição e Safrá.

**Margem financeira e receitas de taxas.** À medida que a carteira de crédito de maior rendimento continuar se expandindo e ganhando maior relevância no mix, esperamos um aumento tanto na margem financeira quanto na margem líquida de juros. No entanto, a longo prazo, estimamos que os empréstimos consignados privados apresentarão juros anuais decrescentes e que o espaço para expansão da margem líquida de juros se tornará mais restrito a partir de 2028. Quanto às taxas, projetamos crescimento anual composto de 9% nos próximos anos.

**Figura 17. Receitas de taxas (BRL mi)**



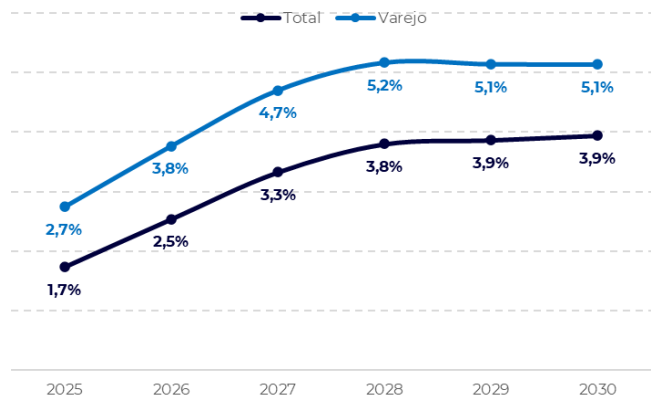
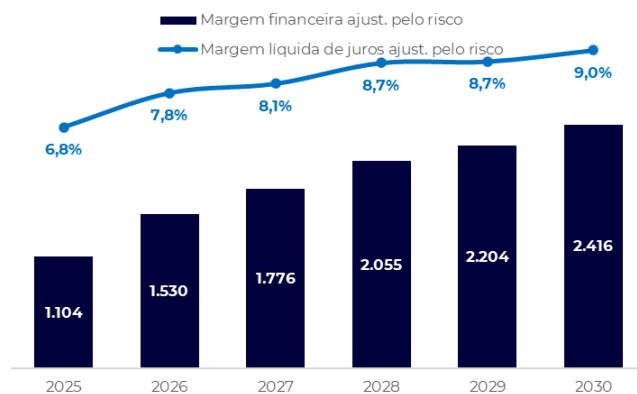
**Figura 18. Margem financeira (BRL mi) e margem líquida de juros (%)**



Fonte: empresa e Safrá.

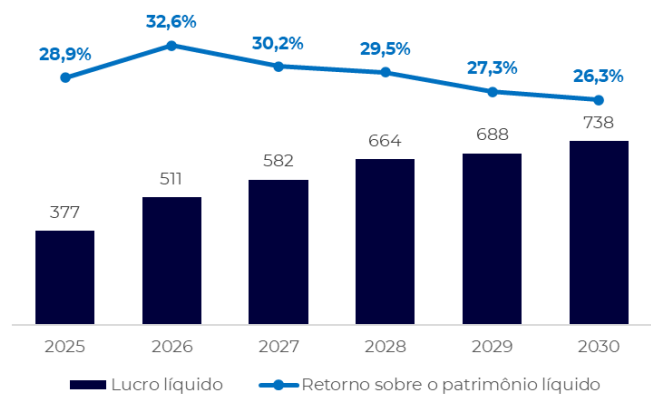
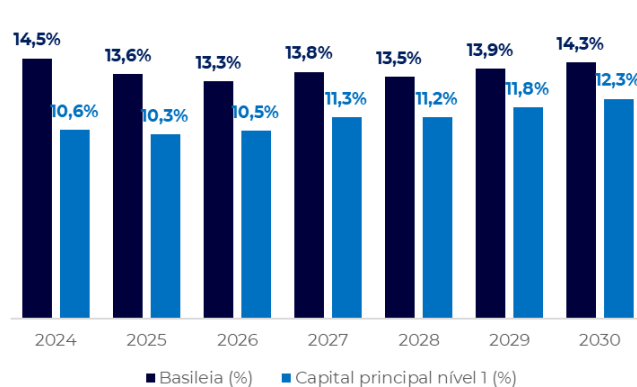
**Qualidade dos ativos.** Projetamos um aumento gradual dos empréstimos em atraso acima de 90 dias até 2028, refletindo a maior participação de empréstimos a pessoas físicas na carteira. Consequentemente, estimamos um aumento da inadimplência de aproximadamente 200 p.b. nos próximos anos, aproximando-se de 4% em 2028, ou 5% na carteira de empréstimos a pessoas físicas, e estabilizando-se nesses níveis. Dessa forma, também observamos uma tendência de alta nos níveis de custo de risco, variando entre 5% e 6%. Ainda assim, o aumento das margens é mais

do que suficiente para acomodar esses novos níveis de provisão, levando a uma expansão sustentada das margens líquidas de juros ajustadas pelo risco.

**Figura 19. Inadimplência acima de 90 dias (%)**

**Figura 20. Margem financeira ajustada pelo risco (BRL mi) e margem líquida de juros ajustada pelo risco**


Fonte: empresa e Safra.

**Rentabilidade e capital.** Esperamos que o retorno sobre o patrimônio líquido continue se expandindo até 2026, impulsionado pela migração contínua da carteira de crédito para produtos de varejo com margens mais elevadas. A partir de 2027, contudo, projetamos que o retorno sobre o patrimônio líquido irá se normalizar em nível próximo ao de nossa projeção de longo prazo de 25%, refletindo a compressão esperada nos rendimentos dos empréstimos consignados privados, à medida que a dinâmica competitiva se intensificar. Em relação ao capital, projetamos que o Pine atingirá sua meta de Capital Principal Nível 1 de 12% até 2030, favorecido pela geração interna de capital e por um perfil de crescimento mais equilibrado.

**Figura 21. Lucro líquido (BRL mi) e retorno sobre o patrimônio líquido (%)**

**Figura 22. Índices de capital (%)**


Fonte: companhia e Safra.

**Figura 23. Safra vs. consenso**

	2025E			2026E			2027E		
	Safra	Cons.	Safra / Cons.	Safra	Cons.	Safra / Cons.	Safra	Cons.	Safra / Cons.
Lucro líquido (BRL mi)	377	373	1,1%	511	453	12,7%	582	529	10,1%
Ret. s/ patrim. líq. (%)	28,9%	31,2%	-229 p.b.	32,6%	31,3%	135 p.b.	30,2%	39,8%	-958 p.b.

Fonte: Bloomberg e Safra.

## Riscos

Os principais riscos para nossa recomendação de Compra são (i) deterioração do ambiente macroeconômico; (ii) riscos de execução, especialmente associados à carteira de empréstimos consignados privados; (iii) maior concorrência de grandes bancos; e (iv) mudanças desfavoráveis no ambiente regulatório.

**Deterioração do ambiente macroeconômico.** A carteira do Banco Pine é diretamente impactada pelo ambiente macroeconômico, e uma deterioração de fatores como taxas de juros, câmbio e inflação pode comprometer a perspectiva para a qualidade dos ativos de seus clientes. Enquanto os clientes corporativos de médio porte e de atacado são mais afetados pelo nível das taxas de juros, a parcela de varejo é mais sensível à inflação e às taxas de desemprego.

**Riscos de execução, especialmente associados à carteira de empréstimos consignados privados.** Um resultado desfavorável ou inesperado no avanço desses empréstimos comprometeria nossa tese de investimento, dada a relevância do produto para a tese. Os riscos de execução podem ser determinados por fatores como: (i) falha em solucionar completamente os desafios operacionais da plataforma; (ii) qualidade estrutural dos ativos superior à estimada, fazendo com que a inadimplência dispare além dos níveis implícitos nos rendimentos precificados (já projetamos que a inadimplência consolidada atingirá cerca de 4% no longo prazo, significativamente acima dos atuais 1,3%); (iii) maior concorrência em termos de juros ou adoção de tetos para as taxas de juros. Todos esses cenários implicariam um retorno sobre o patrimônio líquido potencial inferior ao esperado.

A seguir, realizamos uma análise de sensibilidade para os cenários de mercado pessimista e otimista. Para o primeiro, pressupomos uma redução de 20% na carteira de empréstimos consignados privados e um aumento de 100 p.b. na inadimplência. Para o segundo, pressupomos um aumento de 20% na carteira de empréstimos consignados privados e inadimplência estável.

**Figura 24. Cenário pessimista: preço-alvo = BRL 16**

BRL mi	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2030 vs. cenário-base
<b>Pessimista</b>							
Total de empréstimos	18,1	20,0	21,4	22,4	23,3	24,2	-12%
Empréstimos consignados privados	4,9	5,9	6,6	7,2	7,8	8,4	-20%
% do total	27%	29%	31%	32%	33%	35%	-4 p.p
Inadimplência varejo	2,7%	3,6%	4,5%	5,4%	6,3%	6,6%	1,5 p.p
<b>Inadimplência total</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,4%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,9%</b>	<b>1,0 p.p</b>
Preço-alvo (BRL/ação)	16,0						
Potencial de desvaloriz. preço-alvo	-16%						

**Figura 25. Cenário otimista: preço-alvo = BRL 21**

BRL mi	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2030 vs. cenário-base
<b>Otimista</b>							
Total de empréstimos	18,1	21,3	24,3	26,0	27,2	28,4	3%
Empréstimos consignados privados	4,9	7,2	9,6	10,8	11,7	12,6	20%
% do total	27%	34%	39%	41%	43%	44%	6 p.p
Inadimplência varejo	2,7%	3,8%	5,0%	5,0%	5,1%	5,2%	0,1 p.p
<b>Inadimplência total</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,9%</b>	<b>0,0 p.p</b>
Preço-alvo (BRL/ação)	21,0						
Potencial de valoriz. preço-alvo	11%						

Fonte: Safrá.

**Maior concorrência de grandes bancos.** Até o momento, os bancos tradicionais não adotaram uma estratégia agressiva em relação aos empréstimos consignados privados, aumentando gradualmente a oferta para perfis específicos de clientes e funcionários. Além disso, o Nu ainda não adotou plenamente o produto, restringindo as concessões a níveis significativamente abaixo do potencial em relação à sua base de clientes. Caso algum desses players decida captar uma fatia maior do mercado, a estratégia do Banco Pine poderá ser afetada tanto em termos da participação de mercado potencial quanto de concorrência por rendimento. Observamos que já projetamos que a participação de mercado atual de 6% cairá para cerca de 4%. Portanto, o risco negativo implicaria níveis abaixo desse patamar.

**Mudanças desfavoráveis no ambiente regulatório.** No Brasil, observamos que o Banco Central tem fomentado a competitividade do mercado, criando, portanto, um ambiente positivo para neobancos e instituições financeiras concorrentes, como o Banco Pine. Uma mudança significativa na postura do Banco Central do Brasil sobre o assunto poderia representar um risco, embora o consideremos de pequena magnitude. Por exemplo, a limitação do saque-aniversário do FGTS foi uma decisão regulatória que impactou negativamente o Pine, apesar de reconhecermos que a redução gradual da carteira do produto para zero já esteja precificada em nossos cálculos.

## Visão geral da companhia

O Banco Pine S.A. é uma instituição financeira brasileira que opera sob um modelo híbrido, integrando serviços bancários de atacado; soluções de tesouraria e mercado; mercado de capitais e operações estruturadas; além de um ecossistema em rápida expansão de crédito a pessoas físicas com garantia. Fundado em 1997, o banco evoluiu de uma instituição financeira tradicional voltada para empresas de médio porte para uma plataforma diversificada que combina serviços bancários corporativos focados em relacionamento com canais escaláveis digitais de originação de empréstimos com garantia para pessoas físicas.

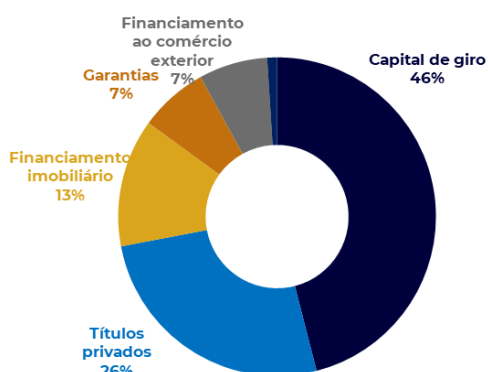
A proposta de valor do banco está fundamentada em sua capacidade de fornecer soluções financeiras personalizadas para empresas de diversos setores, complementadas por um conjunto de produtos de gestão de riscos e financiamento. O Pine enfatiza a execução ágil, o amplo atendimento ao cliente e a análise de alta qualidade de risco de crédito, posicionando-se como um concorrente relevante entre os bancos de médio porte no Brasil.

A estrutura operacional está organizada em quatro grandes verticais:

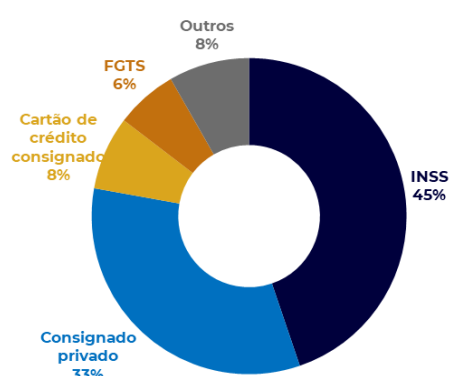
- Atacado:** Focado em soluções de crédito para empresas de médio e grande porte, oferecendo financiamento de capital de giro, notas promissórias comerciais, garantias, crédito estruturado e financiamento comercial. Os gerentes de relacionamento gerem carteiras de grupos econômicos, o que possibilita o acompanhamento rigoroso de exposições de crédito, garantias e desempenho do cliente.
- Mesa de Clientes:** Oferece uma gama completa de ferramentas de câmbio, derivativos e gestão de risco de balanço que ajudam clientes corporativos a proteger-se contra a exposição a taxas de juros, câmbio e commodities. A mesa também estrutura financiamentos internacionais, garantias internacionais e instrumentos de financiamento comercial.
- Mercado de Capitais e Operações Estruturadas:** Envolve a estruturação de instrumentos de dívida, recebíveis securitizados e ativos lastreados em imóveis, bem como a distribuição de ofertas públicas por meio da Pine DTVM. Essa vertical fortalece a capacidade do banco de integrar crédito corporativo com captação no mercado de capitais.
- Empréstimos a Pessoas Físicas com Garantia:** Um motor de crescimento estratégico focado em empréstimos consignados (INSS, SIAPE e privados), empréstimos garantidos pelo FGTS e outros instrumentos garantidos. O Pine fortaleceu esse segmento por meio de fintechs investidas que originam e administram crédito ao consumidor, expandindo o alcance do banco e, ao mesmo tempo, mantendo uma alocação de capital eficiente e perfis de risco controlados.

Essas verticais são apoiadas pelo Pine Online, a plataforma de investimento digital do banco, que oferece produtos de depósito para a base de clientes de varejo. Essa plataforma melhora a diversificação de captação e proporciona ao Pine acesso a uma ampla base de investidores de varejo a custos de captação competitivos.

**Figura 26. Composição do portfólio de atacado (3T25)**



**Figura 27. Composição do portfólio de varejo (3T25)**



Fonte: companhia e Safrá.

## Composição acionária

As ações do Banco Pine são negociadas na B3 desde 2007 sob o código PINE3. Desde setembro de 2025, Noberto Nogueira Pinheiro (também presidente do conselho) e a família fundadora detêm o controle do banco, com 68% do total de ações. Investidores pessoas físicas e institucionais locais detêm 53% e 44% do free float, respectivamente, enquanto investidores estrangeiros representam 1,7% do float.

**Figura 28. Composição acionária**

Acionistas	Ações ordinárias	%	Ações preferenciais	%	Total de ações	%
Noberto Nogueira Pinheiro (acionista controlador)	113.433.026	97,6%	40.402.028	36,4%	153.835.054	67,7%
Diretores e conselheiros	859.407	0,7%	25.819.414	23,3%	26.678.821	11,7%
Free float <sup>1</sup>	1.797.765	1,5%	43.650.582	39,4%	45.448.347	20,0%
Ações em tesouraria	142.400	0,1%	1.021.663	0,9%	1.164.063	0,5%
<b>Total (3T25)</b>	<b>116.232.598</b>	<b>51,2%</b>	<b>110.893.687</b>	<b>48,8%</b>	<b>227.126.285</b>	<b>100,0%</b>
Aumento de capital	5.455.514	4,7%	1.021.663	0,9%	6.477.177	2,9%
<b>Total (jan/26)</b>	<b>121.688.112</b>	<b>51,2%</b>	<b>115.971.575</b>	<b>48,8%</b>	<b>237.659.687</b>	<b>100,0%</b>

<sup>1</sup> Composto de 16.988 acionistas em setembro de 2025.

Fonte: empresa e Safrá.

## Linha do tempo

As origens do Banco Pine remontam à longa presença da família Pinheiro no setor financeiro brasileiro. Essa trajetória teve início em 1939 com a fundação do Banco BMC, que estabeleceu a presença inicial da família no setor bancário e lançou as bases para futuros empreendimentos no setor de serviços financeiros. Ao longo das décadas seguintes, a família consolidou sua influência. Em 1975, Noberto Pinheiro tornou-se um dos acionistas controladores do Banco BMC, solidificando uma posição de liderança que posteriormente contribuiria para a criação do Banco Pine. Em 1997, aproveitando essa experiência acumulada, Noberto Nogueira Pinheiro fundou o Banco Pine S.A. O banco foi concebido como uma instituição orientada para o relacionamento com clientes corporativos, enfatizando o monitoramento rigoroso das exposições a crédito, garantias e dinâmicas do setor. Desde o início, o Pine adotou uma abordagem prática à originação e avaliação de riscos, que segue sendo essencial para seu modelo de negócios.

De 2005 a 2007, o Pine entrou em uma fase de expansão estratégica com o objetivo de ampliar sua oferta de serviços e viabilizar operações internacionais. Isso incluiu a criação da Pine Investimentos e a abertura de uma filial nas Ilhas Cayman, fortalecendo a capacidade do banco em operações estruturadas e financiamento internacional. Esse período de expansão culminou em 2007, quando o Pine tornou-se o primeiro banco de médio porte no Brasil a realizar um IPO na B3, um marco que elevou seus padrões de governança e proporcionou a flexibilidade de capital necessária para seu crescimento futuro. Após o IPO, o Pine continuou aprimorando sua estrutura de governança corporativa. Em 2011, o banco recebeu um aporte de capital da DEG, uma instituição financeira de desenvolvimento, o que reforçou seu balanço patrimonial e suas parcerias internacionais.

A partir de 2017, o banco direcionou seu foco para modernização e transformação digital. O Pine realizou uma ampla reformulação operacional com o objetivo de aprimorar a eficiência dos processos, integrar novas tecnologias e reposicionar a instituição para um crescimento escalável. Essa era lançou as bases da transição do Pine para um modelo misto de atacado e varejo, com ênfase em produtos garantidos e colateralizados que oferecem retornos superiores ajustados ao risco.

O ano de 2022 marcou um passo decisivo nessa evolução. O Pine formalizou um realinhamento estratégico priorizando a eficiência na alocação de capital, a diversificação de riscos e receitas e um novo impulso no segmento varejo com garantia, reforçado por canais digitais de originação. Essa estrutura de reposicionamento preparou o terreno para um crescimento acelerado nos anos seguintes.

Em 2023, o Pine expandiu sua presença digital por meio de investimentos em fintechs como BYX e AmigoZ, fortalecendo sua capacidade de originar e administrar produtos de crédito consignado e vinculados a benefícios. Essas parcerias ampliaram significativamente a presença do Pine no segmento de crédito com garantia ao consumidor, alinhando-se à estratégia do banco de ampliar a escala de carteiras de crédito de alta qualidade e baixa inadimplência. Até 2025, o Pine havia consolidado ainda mais sua posição como uma instituição híbrida de atacado e varejo. O banco expandiu sua base de clientes de atacado, melhorou o equilíbrio risco-retorno de sua carteira e

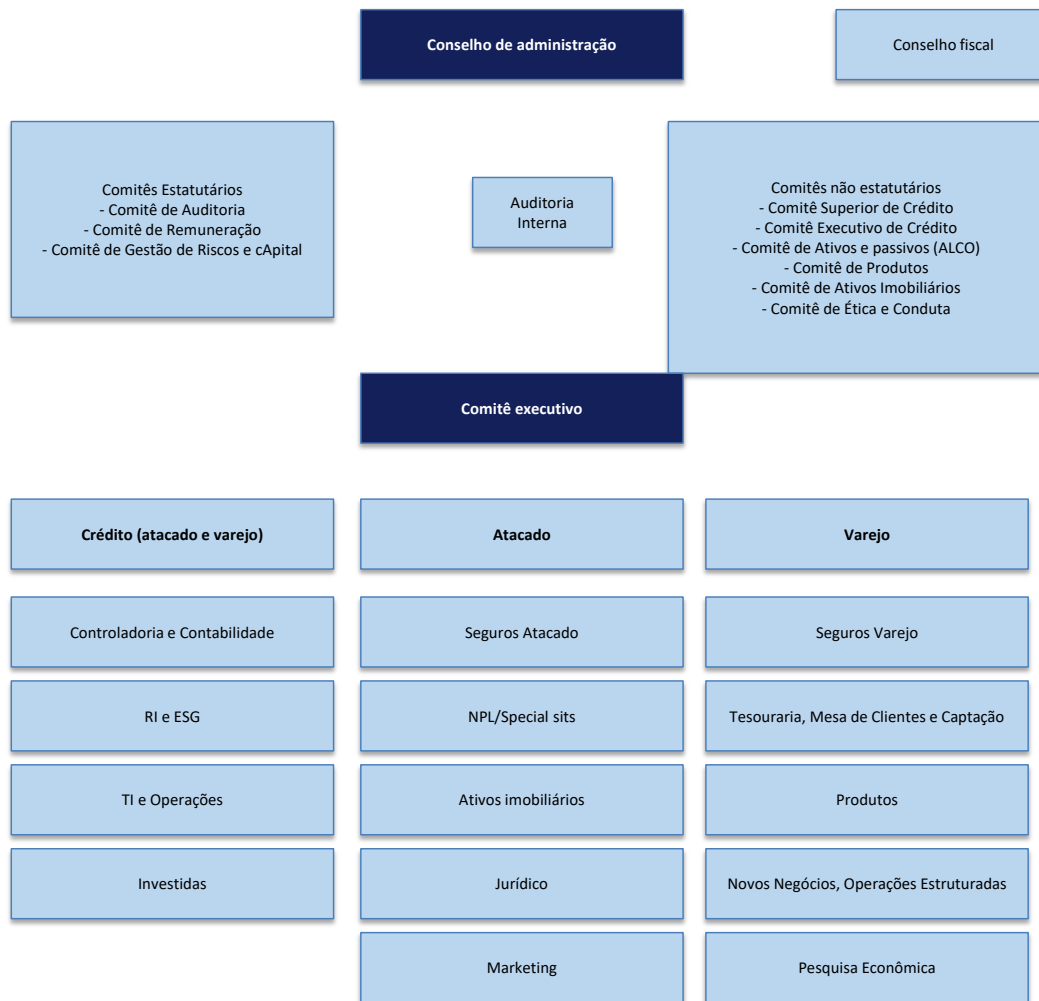
obteve ganhos significativos de rentabilidade em seu segmento de crédito ao consumidor com garantia, impulsionado pela consolidação de parcerias com fintechs em maturação e pela melhoria na originação digital.

## Equipe de gestão

Desde a implementação da reorganização corporativa em 2025, a estrutura do Banco Pine passou a ser composta por uma diretoria composta por três diretores, dois dos quais pertencem à família fundadora. A diretoria supervisiona três divisões operacionais: Crédito, Atacado e Varejo. A reestruturação estratégica resultou em um foco mais direcionado e no fortalecimento das capacidades de negócios.

Cada unidade de negócios supervisionada pela diretoria é liderada por um diretor, todos executivos experientes do setor, a maioria com mais de 20 anos de experiência no mercado financeiro.

**Figura 29. Estrutura organizacional do Banco Pine**



Fonte: companhia e Safrá.

### Figura 30. Histórico profissional dos diretores executivos

Diretoria executiva	Posição
<b>Rodrigo Esteves Pinheiro</b> Diretor executivo	Antes de ingressar no Pine, trabalhou no Credit Suisse e Bulltick, em posições nas áreas de finanças, comércio exterior e gestão de ativos. No Pine, ocupou diversas posições de liderança desde 2009, inclusive como Diretor Executivo Comercial e Vice-Presidente do Conselho, e posições de liderança nos Comitês Superior de Crédito, Remuneração, Risco e Capital, e Auditoria. Tornou-se Diretor Executivo em 2022 e atualmente atua como CEO.
<b>Noberto Nogueira Pinheiro Jr.</b> Diretor executivo	Iniciou sua carreira como analista de fusões e aquisições e crédito no West Merchant Bank e Banco Pine, tendo trabalhado em Londres e Miami. Posteriormente, ocupou posições no Banco Pactual e no GreenLake Capital em Nova York, obtendo experiência internacional em investment banking e mercados de crédito. Ao longo dos anos, ocupou diversas posições de liderança no Banco Pine, inclusive como responsável pelas áreas Financeira, de Operações e Administrativa, diretor presidente e membro do conselho de administração.
<b>Clive José Vieira Botelho</b> Diretor executivo independente	Iniciou sua carreira no Banco Itaú em 1982 e, entre 1985 e 2007, desenvolveu ampla experiência nas áreas de tesouraria, planejamento, sistema de informações gerenciais (MIS) e precificação em diversas instituições financeiras, como BCN, lochpe, BHM, BMG, WestLB, Standard Bank e Dresdner Bank. De 2008 a 2012, atuou como Vice-Presidente de Corporate Banking no Banco Pine, e posteriormente assumiu a posição de responsável pela área de Captação e Produtos de Atacado no Banco BMG. Em 2022, retornou ao Pine como diretor da Pine Assessoria.

Fonte: companhia e Safra.

## Figura 31. Principais executivos

Principais executivos	Posição
<b>Alcides Roberto Rocha</b>	<b>Diretor de Tecnologia e Operações de Varejo:</b> Tem mais de 25 anos de experiência em operações bancárias e TI, tendo trabalhado no Banco Rendimento e BMC. Retornou ao Banco Pine em 2022 como Diretor de Tecnologia e Diretor de Operações.
<b>Cristiano Oliveira da Silva</b>	<b>Diretor de Análise Econômica:</b> Tem mais de 20 anos de experiência em análise econômica e mercados financeiros. Trabalhou anteriormente no Itaú, Safrá e Fibra. Atua como economista-chefe desde 2023.
<b>Gerson Pereira Precaro</b>	<b>Diretor de Gestão Corporativa, Pessoas, Operações e TI:</b> Tem mais de 15 anos de experiência no setor financeiro. Trabalhou no Itaú, B3 e Fibra. Ingressou no Banco Pine em 2021 e assumiu posições executivas em 2023.
<b>Guilherme Vieira Neves</b>	<b>Diretor de Risco e Compliance:</b> Tem mais de 25 anos de experiência em gestão de risco. Trabalhou anteriormente no Itaú, Safrá e BMG. Ingressou no Banco Pine em 2022.
<b>Giuseppe Paternostro Neto</b>	<b>Diretor de Crédito:</b> Tem mais de 30 anos de experiência em gestão de risco e recuperação. Trabalhou anteriormente no Citi, Banco Original e Fibra. Ingressou no Banco Pine em 2025.
<b>Odilardo Guerreiro Rodrigues Filho</b>	<b>Diretor Comercial:</b> Tem mais de 20 anos de experiência em banco corporativo. Trabalhou anteriormente no Bradesco e Santander Brasil. Ingressou no Banco Pine em 2014 e assumiu sua posição atual em 2022.
<b>Ricardo de Castro Bampa</b>	<b>Diretor Financeiro:</b> Tem mais de 20 anos de experiência nos mercados financeiros. Trabalhou anteriormente no Itaú, Itaú Corretora e BMG. Ingressou no Banco Pine em 2022 e tornou-se Diretor Financeiro em 2023.
<b>Ronaldo Silvestre</b>	<b>Diretor de Tesouraria:</b> Tem mais de 40 anos de experiência. Trabalhou anteriormente no Dresdner Bank, Banif e BMG. Ingressou no Banco Pine em 2022 e é membro ativo dos Comitês de Tesouraria e Captação da Febraban e ABBC.
<b>Tatiana Silvestre</b>	<b>Diretora Jurídica:</b> Tem mais de 20 anos de experiência no setor financeiro. Anteriormente, ocupou posições no Itaú e Safrá. Trabalha no Banco Pine desde 2011, onde atua como Diretora Jurídica.

Fonte: companhia e Safrá.

**Figura 32. SAVS – Scorecard de Análise e Avaliação do Safrá**

Métricas financeiras (BRL mi)	2024A	2025E	2026E	2027E
Receita de juros	2.561	5.321	6.048	6.100
Despesas financeiras	(1.964)	(3.696)	(3.326)	(2.931)
<b>Margem financeira</b>	<b>597</b>	<b>1.625</b>	<b>2.723</b>	<b>3.169</b>
Provisões	(76)	(521)	(1.192)	(1.394)
<b>Margem financeira depois das provisões</b>	<b>521</b>	<b>1.104</b>	<b>1.530</b>	<b>1.776</b>
<i>Margem líquida de juros depois das provisões</i>	4,4%	6,8%	7,8%	8,1%
Comissões e taxas	81	123	131	143
Receita de seguros	6	17	21	23
Despesas operacionais	(302)	(574)	(821)	(944)
Despesas com pessoal e administrativas	(336)	(499)	(685)	(802)
Lucro operacional líquido	323	659	819	952
Despesas não operacionais	22	(19)	(16)	(19)
<b>Lucro operacional líquido</b>	<b>323</b>	<b>659</b>	<b>819</b>	<b>952</b>
Despesas não operacionais	22	(19)	(16)	(19)
<b>Lucro antes dos impostos</b>	<b>345</b>	<b>640</b>	<b>803</b>	<b>933</b>
Impostos	(44)	(173)	(202)	(248)
Provisão para participação nos lucros	(40)	(90)	(90)	(103)
<b>Lucro líquido</b>	<b>262</b>	<b>377</b>	<b>511</b>	<b>582</b>
LPA	1,24	1,65	2,16	2,46
<b>Ativos</b>	<b>26.986</b>	<b>31.836</b>	<b>33.782</b>	<b>36.523</b>
Caixa e disponibilidades	79	88	88	88
Investimentos em valores mobiliários	12.954	14.212	14.212	14.212
<b>Empréstimos e arrendamento mercantil, líquido</b>	<b>11.463</b>	<b>13.458</b>	<b>15.748</b>	<b>16.994</b>
Empréstimos, brutos	11.707	14.367	17.133	18.968
Provisões	(244)	(910)	(1.385)	(1.974)
<b>Passivo</b>	<b>27.634</b>	<b>31.836</b>	<b>33.782</b>	<b>36.523</b>
Depósitos	15.025	15.325	15.632	16.871
Aplicações no mercado aberto	4.986	5.086	5.188	5.599
<b>Patrimônio líquido</b>	<b>1.227</b>	<b>1.387</b>	<b>1.741</b>	<b>2.119</b>
<i>Valor patrimonial por ação</i>	5,3	6,0	7,3	8,9
Dividendos	131	97	179	204
DPA	0,6	0,4	0,8	0,9
<b>Valor de mercado</b>	<b>3.184</b>	<b>3.184</b>	<b>3.184</b>	<b>3.184</b>
No. ações (milhões)	230	232	238	238

Métricas operacionais	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>Carteira de empréstimos expandida</b>	<b>14.288</b>	<b>18.065</b>	<b>21.189</b>	<b>22.870</b>
Corporativo	4.754	5.705	5.705	5.134
Empresas de médio porte	1.227	429	429	429
Varejo	8.308	11.931	15.055	17.306
Empréstimos consignados, excl. privados	8.308	7.034	8.017	9.307
Cartão consignado	196	918	1.605	2.490
INSS	5.612	4.644	4.911	5.193
Empréstimos consignados privados	-	4.897	7.039	7.999
Outros	2.500	1.472	1.501	1.624
Crescimento dos empréstimos	48,8%	26,4%	17,3%	7,9%
Crescimento dos depósitos	58,0%	2,0%	2,0%	7,9%
Margem líquida de juros antes das provisões	5,0%	10,0%	13,9%	14,4%
Margem líquida de juros ajustada pelo risco	4,4%	6,8%	7,8%	8,1%
Índice de inadimplência	0,8%	1,7%	2,5%	3,3%
Despesas com provisões / empréstimos médios	0,6%	3,2%	6,1%	6,3%

Alavancagem	2024A	2025E	2026E	2027E
Índice de capital principal	10,6%	10,3%	10,3%	11,4%
Índice de capital principal de nível 1	10,6%	10,3%	10,3%	11,4%
Índice da Basileia	14,5%	13,7%	13,0%	13,9%
Ativos/patrimônio líquido	2198,9%	2295,3%	1940,6%	1723,3%
Empréstimos/depósitos	76,3%	87,8%	100,7%	100,7%
Depósitos/passivo	54,4%	48,1%	46,3%	46,2%

KPIs operacionais	2024A	2025E	2026E	2027E
Retorno sobre ativos ajustado	1,1%	1,3%	1,6%	1,7%
Ret. sobre patrim. líq. (ROE) ajustado	23,2%	28,9%	32,6%	30,2%
Rendimento de dividendos	4,2%	2,9%	5,6%	6,4%
Custo de capital (Ke)				15,3%
Ret. sobre patrim. líq. (ROE) de longo prazo				25,0%

Avaliação	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>P/L (ao preço-alvo - em 12m)</b>				<b>7,7x</b>
<b>P/VP (ao preço-alvo)</b>			<b>2,59x</b>	<b>2,13x</b>
P/L (ao preço atual)	10,9x	8,2x	6,3x	5,5x
P/VP (ao preço atual)	2,53x	2,26x	1,84x	1,51x

Fonte: Safrá.

Figura 33. Banco Pine – demonstração de resultados

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO (BRL mi)	2024	2025E	2026E	2027E	Cresc. 24/23	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26
<b>Receitas financeiras totais</b>	<b>2.561</b>	<b>5.321</b>	<b>6.048</b>	<b>6.100</b>	<b>6,6%</b>	<b>107,8%</b>	<b>13,7%</b>	<b>0,9%</b>
Receita de crédito	1.539	2.907	3.902	4.286	22,4%	88,9%	34,2%	9,9%
Tesouraria	1.037	2.749	2.192	1.869	24,6%	165,0%	-20,3%	-14,7%
Derivativos	(240)	(335)	(45)	(55)	-190,0%	39,6%	-86,5%	21,6%
<b>Despesas financeiras totais</b>	<b>(1.964)</b>	<b>(3.696)</b>	<b>(3.326)</b>	<b>(2.931)</b>	<b>9,6%</b>	<b>88,2%</b>	<b>-10,0%</b>	<b>-11,9%</b>
Empréstimos tomados no mercado aberto	(1.811)	(3.639)	(3.293)	(2.902)	1,3%	100,9%	-9,5%	-11,9%
Empréstimos e repasses	(153)	(57)	(33)	(29)	3812,8%	-62,8%	-41,8%	-11,7%
<b>Margem financeira antes das provisões</b>	<b>597</b>	<b>1.625</b>	<b>2.723</b>	<b>3.169</b>	<b>-2,2%</b>	<b>172,1%</b>	<b>67,6%</b>	<b>16,4%</b>
Provisões	(76)	(521)	(1.192)	(1.394)	-1039,5%	584,8%	128,8%	16,9%
<b>Margem financeira depois das provisões</b>	<b>521</b>	<b>1.104</b>	<b>1.530</b>	<b>1.776</b>	<b>-15,8%</b>	<b>111,9%</b>	<b>38,7%</b>	<b>16,0%</b>
Comissões e taxas	81	123	131	143	56,4%	51,6%	6,3%	9,8%
Receita de serviços	75	105	110	121	50,7%	40,2%	4,3%	9,9%
Receita de seguros	6	17	21	23	205,3%	200,0%	18,4%	9,3%
Despesas operacionais totais	(302)	(574)	(821)	(944)	-16,2%	90,5%	42,9%	15,0%
Resultado da equivalência patrimonial	23	15	14	16	554,3%	-33,2%	-11,3%	15,7%
<b>Lucro operacional líquido</b>	<b>323</b>	<b>659</b>	<b>819</b>	<b>952</b>	<b>3,0%</b>	<b>103,9%</b>	<b>24,3%</b>	<b>16,2%</b>
Despesas não operacionais	22	(19)	(16)	(19)	-36,8%	-185,9%	-13,3%	16,2%
<b>Lucro antes dos impostos</b>	<b>345</b>	<b>640</b>	<b>803</b>	<b>933</b>	<b>-1,0%</b>	<b>85,5%</b>	<b>25,4%</b>	<b>16,2%</b>
Despesas com impostos	(44)	(173)	(202)	(248)	-41,7%	294,8%	16,9%	22,7%
Provisão para participação nos lucros	(40)	(90)	(90)	(103)	-14,3%	127,8%	-0,1%	14,0%
<b>Lucro líquido</b>	<b>262</b>	<b>377</b>	<b>511</b>	<b>582</b>	<b>15,2%</b>	<b>44,1%</b>	<b>35,3%</b>	<b>14,0%</b>

MÉTRICAS OPERACIONAIS (BRL mi)	2024	2025E	2026E	2027E	Cresc. 24/23	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26
<b>Ativos</b>	<b>26.986</b>	<b>31.836</b>	<b>33.782</b>	<b>36.523</b>	<b>37,7%</b>	<b>18,0%</b>	<b>6,1%</b>	<b>8,1%</b>
<b>Carteira de empréstimos expandida</b>	<b>14.288</b>	<b>18.065</b>	<b>21.189</b>	<b>22.870</b>	<b>48,8%</b>	<b>26,4%</b>	<b>17,3%</b>	<b>7,9%</b>
Corporativo	4.754	5.705	5.705	5.134	30,6%	20,0%	0,0%	-10,0%
Empresas de médio porte	1.227	429	429	429	5,6%	-65,0%	0,0%	0,0%
Varejo	8.308	11.931	15.055	17.306		43,6%	26,2%	14,9%
Empréstimos consignados, excl. privados	8.308	7.034	8.017	9.307	73,1%	-15,3%	14,0%	16,1%
Cartão consignado	196	918	1.605	2.490		368,2%	74,9%	55,1%
INSS	5.612	4.644	4.911	5.193		-17,2%	5,7%	5,7%
Empréstimos consignados privados		4.897	7.039	7.999			43,7%	13,6%
Outros	2.500	1.472	1.501	1.624		-41,1%	1,9%	8,2%
<b>Ativos geradores de juros, média</b>	<b>20.549</b>	<b>26.843</b>	<b>30.306</b>	<b>33.022</b>	<b>49,1%</b>	<b>30,6%</b>	<b>12,9%</b>	<b>9,0%</b>
Margem líquida de juros antes das provisões	5,0%	10,0%	13,9%	14,4%	-258 p.b.	505 p.b.	383 p.b.	51 p.b.
Margem líquida de juros depois das provisões	4,4%	6,8%	7,8%	8,1%	-332 p.b.	246 p.b.	97 p.b.	26 p.b.
Índice de inadimplência	0,8%	1,7%	2,5%	3,3%	10 p.b.	94 p.b.	80 p.b.	79 p.b.
Índice de inadimplência – empréstimos ao consumidor	n.d.	2,7%	3,8%	4,7%	n.d.	n.a	102 p.b.	93 p.b.
<b>Depósitos</b>	<b>15.025</b>	<b>15.325</b>	<b>15.632</b>	<b>16.871</b>	<b>58,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>7,9%</b>
Índice empréstimos/depósitos	76,3%	87,8%	100,7%	100,7%		1152 p.b.	1293 p.b.	-1 p.b.
<b>Patrimônio líquido</b>	<b>1.227</b>	<b>1.387</b>	<b>1.741</b>	<b>2.119</b>	<b>19,3%</b>	<b>13,0%</b>	<b>25,5%</b>	<b>21,7%</b>

LUCRATIVIDADE / ÍNDICES DE EFICIÊNCIA	2024	2025E	2026E	2027E	Cresc. 24/23	Cresc. 25/24	Cresc. 26/25	Cresc. 27/26
Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)	23,2%	28,9%	32,6%	30,2%	-75 p.b.	565 p.b.	379 p.b.	-248 p.b.
Retorno sobre o ativo (ROA)	1,1%	1,3%	1,6%	1,7%	-8 p.b.	21 p.b.	29 p.b.	10 p.b.
Índice de eficiência	44,5%	32,9%	28,8%	28,5%	-987 p.b.	-1160 p.b.	-410 p.b.	-27 p.b.
Alíquota de imposto efetiva	12,7%	27,0%	25,2%	26,6%	-885 p.b.	1432 p.b.	-182 p.b.	140 p.b.

Fonte: 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 Serviços 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.