

Bancos – Atualização de Estimativas

Introduzindo os Preços-Alvo para o Fim de 2027;

Fraqueza Estrutural do Crédito Redefine as Perspectivas para 2027

Henrique Navarro

Anahy Rios

Lorenzo Giglioli

Destaques:

- Acreditamos que o Brasil possa estar enfrentando uma crise de crédito estrutural, e não cíclica.
- Diante desse cenário, estamos revisando nossas estimativas para refletir principalmente: (i) menor crescimento da carteira de crédito; (ii) maior *cost of risk* (CoR); e (iii) menor geração de receitas com tarifas.
- Embora nossas projeções de lucro para 2026 permaneçam praticamente inalteradas, a qualidade dos resultados se deteriorou, uma vez que estes agora dependem mais de fontes de receita não recorrentes/não *core*, em meio a tendências mais fracas no negócio bancário subjacente.
- Para 2027, estamos reduzindo nossas estimativas de lucro em aprox. 2% para os bancos incumbentes, refletindo um ambiente operacional mais desafiador.
- Diante desse cenário, **estamos elevando Itaú e BTG à nossa lista de *top picks***, pois vemos ambas as instituições como mais bem posicionadas para atravessar um período de dinâmica de crédito estruturalmente mais fraca.
- Estruturalmente, recomendamos que os investidores permaneçam seletivos no setor. Nosso posicionamento preferencial é *Underweight* no setor bancário brasileiro, expresso por meio de posições *Overweight* ou *Neutral* em alguns nomes selecionados, como Itaú, BTG Pactual, Bradesco e Nubank.

Deterioração estrutural do crédito no Brasil impulsiona ciclo de redução de risco de vários anos, levando a mudanças em nossas estimativas e *Top Picks*.

Nossa principal conclusão é simples: em vez de uma crise de crédito tradicional, acreditamos que o Brasil esteja entrando em um período de crescimento estruturalmente mais lento do crédito, com NPLs permanecendo elevados por mais tempo. Em nossa visão, esse ambiente tende a favorecer instituições com maior disciplina na concessão de crédito, fontes de receita diversificadas e maior resiliência de resultados.

Nesse contexto, **direcionamos nossa preferência para Itaú Unibanco e BTG Pactual**, ao mesmo tempo em que adotamos uma postura mais cautelosa em relação a instituições cujas teses de investimento ainda dependem fortemente de uma expansão agressiva do crédito ao consumidor e de uma rápida normalização do ciclo de crédito.

ÍNDICE

Introdução

Mudanças nas Estimativas

O QUE MUDOU:

Atualizamos nossos modelos de *valuation* com base: (1) nos resultados do 2T26; e (2) nos dados macroeconômicos mais recentes. Também apresentamos os preços-alvo 2027E, sem alterações nas recomendações.

Figura 1 – Resumo

Company	CRNCY	Target Price	
		Old (YE2026)	New (YE2027)
Itaú Unibanco	BRL	50.0	51.0
Bradesco	BRL	25.0	25.0
Nubank	USD	18.0*	21.0
Banco do Brasil	BRL	23.0	23.0
BTG Pactual	BRL	72.0	71.0

Fonte: Estimativas Santander Research.

*Preço-alvo anterior de Nubank já tinha como referência o fim de 2027.

Empresas Cobertas:

1. Itaú Unibanco
2. Bradesco
3. Nubank
4. Banco do Brasil
5. BTG Pactual

A deterioração gradual do ambiente de crédito no Brasil vem se mostrando mais persistente do que o previsto anteriormente e é cada vez mais provável que se estenda até 2027. Como resultado, acreditamos que as expectativas de uma aceleração significativa do crescimento da carteira de crédito no próximo ano precisam ser revistas.

Não acreditamos que se trate de uma crise de crédito tradicional. Não vemos evidências de um aumento iminente dos créditos inadimplentes (NPLs) capaz de desestabilizar o sistema bancário. Em vez disso, o cenário atual reflete uma deterioração estrutural da qualidade dos tomadores, decorrente de um período prolongado de juros elevados, aumento do endividamento das famílias, persistência das dificuldades enfrentadas por pequenas e médias empresas (PMEs) e critérios mais conservadores para concessão de crédito. Os próprios bancos parecem reconhecer os riscos à frente, priorizando a qualidade das carteiras em detrimento de ganhos de participação de mercado.

Um platô, não um pico. Acreditamos que, em vez de um salto nos NPLs, poderemos observar um período prolongado de inadimplência em níveis elevados. Os indicadores de crédito sugerem que a inadimplência poderá permanecer elevada por mais tempo do que o esperado, criando um ambiente estruturalmente menos favorável ao crescimento dos resultados.

Mudanças nas Estimativas

Estamos ajustando nossas projeções para refletir um ambiente operacional mais realista para os bancos incluídos neste relatório, com base nas seguintes premissas:

1. Menor crescimento da carteira de crédito em 2027: de 8,3% para 7,5% a/a.
2. *Cost of Risk* (CoR) moderadamente mais elevado: de 3,5% para 3,7%, resultando em provisões 5% maiores.
3. Crescimento ligeiramente mais fraco das receitas de tarifas: redução de 4% em relação às premissas anteriores.
4. Menor crescimento do lucro por ação (LPA) para o setor como um todo: agora projetamos crescimento de 21% a/a vs. 22% anteriormente, ou de 13% ante 14%, excluindo a base de comparação favorável do Banco do Brasil.

Figura 2 – Estimativas anteriores vs. novas para 2027

Main Metrics	EPS Growth		ROAE		Loan Growth		Fee Income Growth		Cost of Risk		NPL +90		Tax Rate	
	Old	New	Old	New	Old	New	Old	New	Old	New	Old	New	Old	New
Itaú Unibanco	10.3%	8.3%	25.3%	24.9%	8.1%	6.1%	6.0%	5.2%	3.2%	3.3%	2.0%	2.1%	30.0%	28.0%
Bradesco	10.9%	11.8%	16.9%	17.2%	9.2%	7.6%	7.7%	5.7%	3.3%	3.5%	4.0%	4.4%	24.0%	22.0%
Nubank	36.9%	31.2%	31.4%	33.2%	35.0%	35.0%	18.5%	23.0%	16.4%	18.0%	6.6%	6.6%	20.0%	16.0%
Banco do Brasil	60.8%	61.3%	13.6%	13.9%	5.5%	4.9%	4.2%	4.8%	5.0%	5.1%	4.9%	5.3%	10.0%	10.0%
BTG Pactual*	13.9%	14.6%	25.6%	26.3%	12.8%	18.3%	20.4%	12.7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	22.0%	22.0%

Fonte: Estimativas Santander.

*Para o BTG, consideramos a soma das carteiras de crédito de *Corporate Lending* e Banco Pan; para as receitas de tarifas, consideramos a soma das receitas de *Investment Banking*, *Asset Management* e *Wealth Management*.

Figura 3 – Resumo das Mudanças

R\$ million unless otherwise stated	2026E			2027E			2026E			2027E			2026E			2027E		
	NII			NII			Provisions			Provisions			Net Income			Net Income		
	Old	New	% Change	Old	New	% Change	Old	New	% Change	Old	New	% Change	Old	New	% Change	Old	New	% Change
Itaú Unibanco	136,202	134,609	-1%	147,839	143,531	-3%	(39,127)	(40,968)	5%	(42,171)	(43,583)	3%	51,613	50,179	-3%	56,932	54,353	-5%
Bradesco	80,632	84,673	5%	86,799	92,290	6%	(35,178)	(39,837)	13%	(39,123)	(43,276)	11%	28,811	28,616	-1%	31,956	31,987	0%
Nubank	13,261	13,582	2%	18,234	18,150	0%	(6,474)	(6,683)	3%	(8,436)	(8,780)	4%	4,108	4,369	6%	5,625	5,731	2%
Banco do Brasil	112,381	110,205	-2%	117,351	115,598	-1%	(69,445)	(69,984)	1%	(59,871)	(59,241)	-1%	17,403	17,483	0%	27,979	28,193	1%
BTG Pactual*	41,480	42,434	2%	46,920	48,456	3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20,240	21,163	5%	23,050	24,261	5%

Fonte: Estimativas Santander.

*Para o BTG Pactual, utilizamos as receitas totais em vez da margem financeira (NII).

Itaú Unibanco (ITUB4)

Nova Top Pick

Compra

Preço Atual: R\$ 39,00

Preço-Alvo: R\$ 51,00

Henrique Navarro

Anahy Rios

Lorenzo Giglioli

Tese de Investimento. Há anos, o Itaú figura entre as nossas preferências. Agora, estamos elevando o Itaú à posição de *top pick* entre os bancos brasileiros. No atual ambiente desafiador de crédito, preferimos estar posicionados em um banco com um longo histórico de disciplina na concessão de crédito, rentabilidade consistentemente superior e capacidade comprovada de sustentar retornos atrativos ao longo dos ciclos econômicos. Caso nosso cenário-base de provisões de crédito estruturalmente – e não ciclicamente – mais elevadas se concretize, acreditamos que a qualidade dos resultados, a geração de capital e a rentabilidade ajustada ao risco do Itaú deverão se destacar cada vez mais.

Itaú como receptor natural de fluxos. Acreditamos que os investidores tendem a migrar para nomes mais defensivos caso as condições desafiadoras de crédito e do cenário macroeconômico persistam. Dentro da nossa cobertura de bancos, o Itaú é a alternativa defensiva mais natural e, em nossa visão, poderá se beneficiar de uma realocação de recursos provenientes de outros bancos listados. Também vemos espaço para fluxos oriundos de outros setores, particularmente o de seguros. As ações de seguradoras são tradicionalmente vistas como ativos defensivos, dada a estabilidade e previsibilidade de seus resultados, além de seus perfis atrativos de dividendos. Mais recentemente, no entanto, *valuations* elevados comprimiram os *dividend yields*, enquanto a queda da taxa Selic passou a representar um vento contrário para os resultados. Como consequência, o Itaú poderá ser cada vez mais visto como uma alternativa defensiva não apenas entre os bancos, mas também no setor financeiro de forma mais ampla. Vale destacar que o Itaú também se beneficia de uma operação relevante de seguros, responsável por aproximadamente 7% da receita operacional, além de um histórico atrativo de distribuição de dividendos. Nos últimos anos, distribuições extraordinárias de dividendos de caráter “recorrente” adicionaram cerca de 4% ao *dividend yield* do banco.

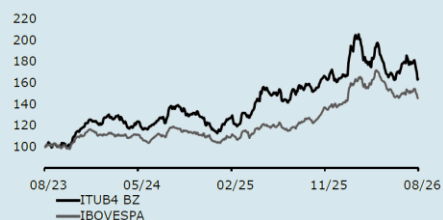
Atenção ao ROE potencial. O ROE de 24,3% do Itaú no 2T26 subiria para 25,7% considerando apenas suas operações no Brasil, ou para mais de 27% excluindo o excesso de capital. Isso explica, em parte, por que estabelecemos em 21,5% o ROE na perpetuidade utilizado em nosso modelo de *valuation* para o Itaú, o maior entre todos os grandes bancos brasileiros de nossa cobertura.

O que mudou:

Introduzimos o preço-alvo (2027E) de R\$ 51,00 vs. R\$ 50,00 em 2026E.

Preço-alvo anterior foi definido em 07/01/2026.

Desempenho Relativo (R\$)



Fonte: FactSet.

Principais dados da empresa

R\$ mn

2025A 2026E 2027E 2028E

P&L Account

Net Interest Income	127,358	134,609	143,531	153,455
Fees and Commissions	57,486	59,551	62,655	67,031
Other Revenues	(12,524)	(13,276)	(14,142)	(15,130)
Revenues	184,844	194,160	206,186	220,486
Provisions	(38,124)	(40,968)	(43,583)	(46,375)
Non-Interest Expenses	(65,564)	(68,087)	(70,788)	(73,158)
Profit Before Taxes	68,631	71,829	77,674	85,822
Net Profit	46,830	50,179	54,353	58,338
Adj Net Profit	46,830	50,179	54,353	58,338

Balance Sheet

Securities	1,196,151	1,329,027	1,329,027	1,329,027
Loans (Gross)	1,084,014	1,164,436	1,234,631	1,331,690
Loans (Net)	1,032,519	1,108,000	1,177,536	1,274,110
Total Assets	3,096,277	3,379,607	3,601,880	3,886,632
Deposits	1,114,482	1,220,189	1,313,875	1,445,926
Shareholders' Equity	196,146	207,568	229,309	253,811
Common Equity Tier 1	185,595	193,798	215,539	240,041
Risk Weighted Assets	1,505,475	1,645,471	1,743,783	1,884,165

Key Ratios (%)

NIM	4.57	4.38	4.34	4.32
Risk Adj NIM	3.20	3.05	3.02	3.02
Cost of Risk (bp)	330	332	333	333
C/I Ratio	37.7	37.6	36.9	35.6
Tax rate	29.8	28.1	28.0	30.0
ROE (%)	23.6	24.9	24.9	24.2
Loans / Deposits	97.3	95.4	94.0	92.1
RWA / Total Loans	138.9	141.3	141.2	141.5
Coverage Ratio	218.2	189.3	179.3	167.8
Core Tier 1 Ratio	12.3	13.3	13.9	14.2

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

Bradesco (BBDC4)

Turnaround continua entregando resultados

Compra

Preço Atual: R\$ 16,54

Preço-Alvo: R\$ 25,00

Henrique Navarro

Anahy Rios

Lorenzo Giglioli

Tese de Investimento. Mantivemos a recomendação de “Compra” para o Bradesco desde os estágios iniciais de sua tese de *turnaround*, o que, em essência, significa que acreditamos nessa história. Nossa visão positiva tem sido sustentada pelo forte crescimento a/a do LPA, pela melhora do ROE e por um *valuation* que permanece próximo ao valor patrimonial. Em nosso cenário, vemos o banco atingindo, eventualmente, um ROE de 17%, o que, considerando um custo de capital próprio de 14%, sustenta nosso P/VP-alvo de 1,3x. Esperamos que o Bradesco entregue crescimento de 12% do lucro líquido em 2027, a maior taxa de crescimento a/a entre os grandes bancos brasileiros de nossa cobertura. Em nossa visão, a melhora em relação a 2026 deverá ser impulsionada por uma maior margem financeira de mercado, *cost of risk* amplamente estável e continuidade dos ganhos de eficiência. Esses vetores positivos, no entanto, poderão ser parcialmente compensados por resultados praticamente estáveis em seguros e por uma alíquota efetiva de imposto mais elevada.

Exposição ao crédito merece atenção. Para que a nossa tese de investimento se concretize, o Bradesco precisa continuar expandindo sua atuação em negócios com maiores retornos ajustados ao risco, o que torna o banco relativamente mais dependente de um ciclo de crédito favorável. Em comparação com seus pares, o Bradesco apresenta maior exposição aos segmentos de menor renda, tanto no crédito ao consumidor quanto no segmento corporativo/PMEs, embora a crescente participação de empréstimos garantidos pelo FGI/FGO ofereça alguma mitigação. Não prevemos um problema relevante de NPLs no Bradesco, principalmente porque acreditamos que a administração adotaria uma postura mais seletiva antes que a qualidade do crédito se deteriorasse de forma significativa.

Turnaround segue no caminho certo. Desde que o ROE do Bradesco atingiu seu piso de 3,9% no 4T22, o banco apresentou melhora significativa tanto na qualidade dos ativos quanto na rentabilidade, alcançando ROE de 16,2% no 2T26. Esperamos que essa tendência continue, sustentada por diversos vetores favoráveis. Primeiro, acreditamos que a queda da taxa Selic poderá beneficiar o Bradesco mais do que seus pares, em função da estrutura de ativos e passivos (A&L) e de sua sensibilidade às taxas de juros. Para ilustrar a magnitude desse efeito, projetamos que a margem financeira de mercado aumente de R\$1,0 bilhão em 2025 para R\$2,8 bilhões em 2027. Segundo, continuamos vendo benefícios relevantes provenientes da alavancagem operacional e das sinergias de custos.

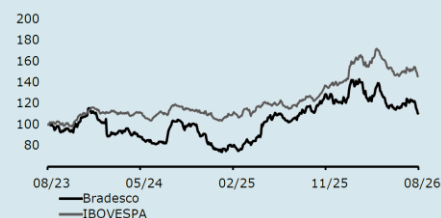
Capital deixou de ser uma preocupação. Considerando o impacto integral da transação da BradSaúde, que ainda aguarda aprovação, e o aumento de capital anunciado de até R\$10 bilhões, cuja conclusão é esperada até setembro de 2026, o índice CET1 do Bradesco poderá subir de 11,3% no 2T26 para aproximadamente 13,6%. Isso colocaria o banco entre as instituições mais bem capitalizadas do Brasil, acima de pares como Itaú (12,3%) e BTG Pactual (11,6%).

O que mudou:

Introduzimos o preço-alvo (2027E) de R\$ 25,00 vs. R\$ 25,00 em 2026E.

Preço-alvo anterior foi definido em 07/01/2026.

Desempenho Relativo (R\$)



Fonte: FactSet.

Principais dados da empresa

R\$ mn

2025A 2026E 2027E 2028E

P&L Account

Net Interest Income	73,232	84,673	92,290	99,435
Fees and Commissions	64,060	67,726	71,584	75,870
Other Revenues	(21,597)	(22,780)	(23,033)	(24,693)
Revenues	137,292	152,398	163,874	175,305
Provisions	(33,172)	(39,837)	(43,276)	(46,534)
Non-Interest Expenses	(51,190)	(53,553)	(55,836)	(58,004)
Profit Before Taxes	31,333	36,228	41,730	46,074
Net Profit	24,550	26,835	31,987	33,935
Adj Net Profit	24,652	28,616	31,987	33,935

Balance Sheet

Securities	1,007,198	1,062,357	1,062,357	1,062,357
Loans (Gross)	1,089,230	1,196,988	1,288,090	1,378,515
Loans (Net)	650,013	653,398	705,381	756,599
Total Assets	2,382,602	2,658,533	2,678,273	2,815,550
Deposits	724,464	780,213	842,630	910,040
Subordinated Debt	54,715	62,038	67,001	71,893
Shareholders' Equity	172,239	180,194	192,128	204,789
Common Equity Tier 1	124,320	140,560	152,494	165,155
Risk Weighted Assets	1,108,962	1,232,727	1,317,635	1,404,321

Key Ratios (%)

NIM	3.85	3.91	3.97	3.90
Risk Adj NIM	2.11	2.07	2.11	2.07
Cost of Risk (bp)	574	533	509	495
C/I Ratio	37.3	35.1	34.1	33.1
Tax rate	20.0	19.7	22.0	25.0
ROE (%)	14.8	16.2	17.2	17.1
NPL Ratio	3.0	2.9	2.9	3.0
Loans / Deposits	150.3	163.3	162.7	161.3
RWA / Total Loans	101.8	103.0	102.3	101.9
Coverage Ratio	179.3	158.4	154.5	150.6
Core Tier 1 Ratio	11.2	11.4	11.6	11.8

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

Nubank (NU US)

Maior Risco, Maior Retorno, Maior Confiança

Compra

Preço Atual: US\$ 15,23

Preço-Alvo: US\$ 21,00

Henrique Navarro

Anahy Rios

Lorenzo Giglioli

Tese de Investimento. Reiteramos nossa recomendação de “Compra” para o Nubank, apesar do ambiente de crédito mais desafiador no Brasil. Continuamos enxergando o Nubank como uma tese de maior risco e maior retorno. Embora reconheçamos as preocupações atuais em relação à qualidade dos ativos, acreditamos que a combinação de uma precificação adequada, critérios robustos de concessão de crédito e um índice de eficiência que permanece bem abaixo do observado nos pares continua compensando as implicações de um modelo de negócios que opera estruturalmente com perdas esperadas mais elevadas.

2T26: um ponto de inflexão; agora projetamos lucro líquido 31% maior para 2027. Acreditamos que o 2T26 tenha sido um dos trimestres mais importantes da história do Nubank. Em um ambiente de crédito desafiador, o período marcou a primeira recuperação da margem financeira ajustada ao risco após três trimestres consecutivos de queda, com uma expressiva alta de 290 bps, para 12,4% – ou cerca de 11,9% quando ajustada pelo Desenrola 2.0. Este também é agora o nosso nível projetado para a margem financeira ajustada ao risco no 3T26. Ao mesmo tempo, o índice de NPL acima de 90 dias aumentou apenas 40 bps, para 6,9% (à medida que a inadimplência de curto prazo observada no 1T26 maturou), enquanto os NPLs entre 15 e 90 dias seguiram na direção oposta, recuando 20 bps, para 4,8%. Consideramos esse resultado sólido, tendo em vista que 92% da carteira de crédito do Nubank é composta por operações sem garantia.

Principais mercados e a oportunidade no Brasil. Segundo a administração, a maior parte do crescimento da companhia nos próximos cinco a dez anos ainda deverá vir de seus principais mercados, particularmente o Brasil. Ao mesmo tempo, a companhia se compromete a limitar os investimentos nos EUA de forma que seu impacto sobre os custos não deteriore o índice de eficiência em mais de 100 bps ao longo de um período de dois anos. No Brasil, o Nubank estima deter apenas cerca de 7% de *market share*, indicando espaço significativo para expansão adicional. A administração acredita que a companhia poderia dobrar ou até triplicar de tamanho apenas no Brasil, apoiada pela expansão em novos segmentos e pela aceleração dos ganhos de participação de mercado nos produtos existentes.

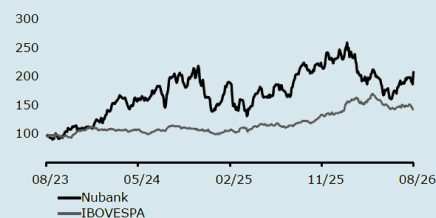
Nu México: uma operação que já atingiu o breakeven. O Nubank México atingiu o *breakeven* no 1T26. Acreditamos que esse marco reforça a tese positiva de que, caso o Nubank consiga replicar com sucesso seu modelo de negócios no México, haverá evidências de que esse modelo pode ser transferido para outros mercados – um pilar importante para sustentar a tese de crescimento de longo prazo. Vale destacar que o Nubank obteve recentemente sua licença bancária e agora opera como um banco plenamente licenciado no México. No curto prazo, o foco da administração permanece na ampliação do portfólio de produtos e no aprofundamento do relacionamento dos clientes com o Nubank como seu banco principal.

O que mudou:

Elevamos o preço-alvo (2027E) de US\$ 18,00 para US\$ 21,00.

Preço-alvo anterior foi definido em 18/06/2026.

Desempenho Relativo (US\$)



Fonte: FactSet.

Principais dados da empresa

(US\$ mn)	2025A	2026E	2027E	2028E
P&L Account				
Net Interest Income	8,856	13,582	18,150	22,592
Fees and Commissions	2,340	3,146	3,870	4,572
Revenues	15,775	22,848	30,272	37,805
Provisions	(4,205)	(6,683)	(8,780)	(10,470)
Non-Interest Expenses	(3,119)	(4,938)	(6,402)	(7,806)
Profit Before Taxes	3,868	5,091	6,823	8,872
Net Profit	2,872	4,369	5,731	7,275
Adj Net Profit	3,075	4,357	5,731	7,275
Balance Sheet				
Securities	26,126	35,592	41,643	48,306
Loans (Gross)	32,667	46,372	62,602	78,253
Loans (Net)	27,689	38,577	51,535	63,942
Total Assets	74,894	95,808	136,366	168,344
Deposits	41,925	52,328	81,833	102,291
Shareholders' Equity	11,322	15,688	18,841	22,842
Tangible Equity	11,322	15,688	18,841	22,842
Common Equity Tier 1	4,045	6,700	9,852	13,853
Risk Weighted Assets	29,501	40,678	53,183	65,300
Key Ratios (%)				
Cost of Risk (bp)	1,575	1,691	1,611	1,487
ROE (%)	32.4	32.3	33.2	34.9
ROA (%)	4.6	5.1	4.9	4.8
NPL Ratio	6.6	6.6	6.6	6.5
Loans / Deposits	77.9	88.6	76.5	76.5
RWA / Total Loans	90.3	87.7	85.0	83.4
Coverage Ratio	232.9	256.5	269.2	284.6
Core Tier 1 Ratio	13.7	16.5	18.5	21.2
Other Metrics				
Number of customers (mn)	131.0	146.6	156.6	163.6
Monthly active customers (mn)	109.3	122.3	125.3	130.9
ROAE (%)	30.1	32.5	33.2	34.9
Net margin (%)	18.2	19.1	18.9	19.2
ARPAC (US\$)	12.9	16.4	20.4	24.6
ACTSPAC (US\$)	(0.8)	(1.0)	(1.3)	(1.5)

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

Banco do Brasil (BBAS3)

Guidance sob pressão; Possíveis riscos à frente em 2027

Manutenção

Preço Atual: R\$ 18,38

Preço-Alvo: R\$ 23,00

Henrique Navarro

Anahy Rios

Lorenzo Giglioli

Tese de Investimento. O Banco do Brasil apresentou mais um trimestre fraco, marcado pela deterioração contínua da qualidade dos ativos, menores índices de cobertura e queda do índice CET1. A administração parece contar com uma melhora no segundo semestre de 2026 impulsionada pela MP 1.376, visão que consideramos um tanto otimista. No acumulado do ano, o banco atingiu apenas cerca de 40% do limite inferior de seu *guidance* de lucro para 2026 e, com base nas informações atualmente disponíveis, acreditamos que até mesmo alcançar o piso dessa faixa será desafiador. Ainda que a MP 1.376 proporcione algum alívio, as pressões sobre a qualidade do crédito já estão se disseminando para além do agronegócio por efeitos de contágio, afetando setores e tomadores relacionados (notadamente cartões de crédito e MPEs). Além disso, o impacto esperado do El Niño durante o segundo semestre poderá trazer pressões adicionais.

A MP 1.376. Publicada em 15 de julho, a medida foi elaborada para facilitar a renegociação de dívidas rurais; no entanto, sua implementação permanece, em grande parte, paralisada até o momento, em meados de agosto. Dessa forma, eventuais impactos positivos poderão se materializar de maneira mais perceptível apenas no 4T26.

Não se pode descartar um cenário adverso para 2027. Embora esse não seja nosso cenário-base, uma combinação de fatores adversos poderá tornar 2027 um ano particularmente desafiador para o banco. O período de carência de um ano concedido pela MP 1.314 começará a expirar no início de 2027, momento em que o banco terá de lidar com a real condição financeira de seus tomadores (já impactados pelo El Niño de 2026). Dada a concentração significativa de pagamentos programados para 2027 e 2028, uma recuperação abaixo do esperado poderá levar a maiores necessidades de provisionamento à medida que os créditos classificados como Estágio 2 migrem para Estágio 3. Além disso, as receitas de juros sobre exposições inadimplentes deixariam de ser reconhecidas sob o regime de *stop-accrual*, gerando um impacto duplamente negativo sobre os resultados. Esse cenário também poderá exercer pressão adicional sobre o capital. É importante destacar que o Banco do Brasil não apresenta excesso de provisões em relação a alguns de seus pares, o que significa que um cenário mais adverso poderá exigir provisões adicionais e ampliar o impacto sobre o capital.

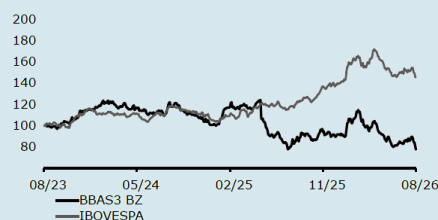
Não vemos o ROE superando o *cost of equity* no curto prazo. Continuamos aplicando um *cost of equity* mais elevado, de 18%, ao Banco do Brasil, refletindo a baixa visibilidade sobre os resultados. Com o ROE permanecendo abaixo do *cost of equity*, acreditamos ser razoável que as ações sejam negociadas abaixo do valor patrimonial.

O que mudou:

Introduzimos o preço-alvo (2027E) de R\$ 23,00 vs. R\$ 23,00 em 2026E.

Preço-alvo anterior foi definido em 17/05/2026.

Desempenho Relativo (R\$)



Fonte: FactSet.

Principais dados da empresa

R\$ mn

2025A 2026E 2027E 2028E

P&L Account

Net Interest Income	103,109	110,205	115,598	121,057
Fees and Commissions	34,813	36,478	38,216	39,565
Other Revenues	(12,523)	(14,048)	(14,840)	(15,290)
Revenues	137,922	146,684	153,814	160,622
Provisions	(61,947)	(69,984)	(59,241)	(57,888)
Non-Interest Expenses	(38,872)	(40,806)	(42,579)	(44,434)
Profit Before Taxes	24,581	21,846	37,154	43,010
Net Profit	17,789	17,483	28,193	31,585
Adj Net Profit	20,666	17,483	28,193	31,585

Balance Sheet

Securities	644,680	687,656	687,656	687,656
Loans (Gross)	1,296,511	1,324,641	1,389,630	1,471,630
Loans (Net)	1,232,969	1,253,290	1,320,170	1,403,586
Total Assets	2,451,621	2,518,047	2,635,150	2,779,978
Deposits	930,999	941,099	982,654	1,034,840
Shareholders' Equity	194,119	192,424	213,569	237,257
Common Equity Tier 1	165,282	162,455	183,600	207,289
Risk Weighted Assets	1,351,829	1,409,037	1,463,290	1,528,111

Key Ratios (%)

NIM	5.21	5.72	5.78	5.76
Risk Adj NIM	2.08	2.09	2.82	3.00
Cost of Risk (bp)	534	586	486	452
C/I Ratio	28.2	27.8	27.7	27.7
Tax rate	(8.2)	(4.4)	10.0	14.0
ROE (%)	10.7	9.0	13.9	14.0
NPL Ratio	4.9	5.4	5.0	4.6
Loans / Deposits	139.3	140.8	141.4	142.2
RWA / Total Loans	104.3	106.4	105.3	103.8
Coverage Ratio	155.4	149.0	153.1	156.3
Core Tier 1 Ratio	12.2	11.5	12.5	13.6

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

BTG Pactual (BPAC11)

O "High-Beta" Defensivo

Compra

Preço Atual: R\$ 51,00

Preço-Alvo: R\$ 71,00

Henrique Navarro

Anahy Rios

Lorenzo Giglioli

Tese de Investimento. Continuamos considerando o BTG um dos melhores veículos para exposição ao Brasil, uma vez que, em nossa visão, suas principais unidades de negócios estão mais bem posicionadas do que os bancos tradicionais para capturar momentos positivos do mercado, particularmente em *Investment Banking* e *Sales & Trading*. Mas, diante da expectativa de um ciclo de flexibilização monetária mais lento e de um ambiente de crédito desafiador para os bancos, como se posicionar? Nesse cenário, acreditamos que as características defensivas do BTG ganham ainda mais relevância. O banco se beneficia de um mix de negócios estruturalmente menos exposto à deterioração da qualidade do crédito no varejo, enquanto seus resultados são sustentados por uma plataforma diversificada, com franquias resilientes como *Asset* e *Wealth Management*, *Corporate Lending* e *Interest & Others*.

Menor dependência de crédito ao consumidor. Reconhecemos o ganho de participação de mercado do BTG no crédito ao consumidor. No entanto, apesar do forte crescimento da carteira (+35% a/a no 2T26), esse segmento representava apenas 19% da carteira de crédito do banco e respondia por somente 11% das receitas totais (excluindo seguros). Além disso, nossas projeções não apontam para um aumento relevante de sua contribuição ao longo do tempo.

Visibilidade de resultados. Desde que iniciamos a cobertura do BTG Pactual, em agosto de 2019, esta continua sendo a única empresa de nosso universo de cobertura para a qual nunca reduzimos nossas estimativas de resultados. Tanto em condições normais de mercado quanto em períodos de estresse significativo, incluindo a crise do Covid-19, o banco consistentemente atingiu ou superou nossas expectativas. Esse padrão se manteve em 2026, com o BTG apresentando mais uma sequência sólida de resultados trimestrais. Como consequência, não realizamos alterações relevantes em nossas projeções de resultados, apesar do cenário desafiador de crédito e macroeconômico.

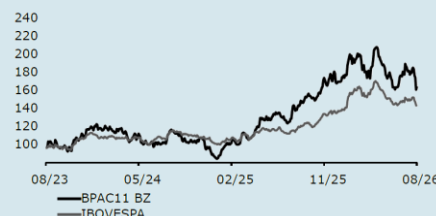
Uma observação sobre o ROE na perpetuidade. O ROE de 23% na perpetuidade que atribuímos ao BTG é o mais elevado entre os grandes bancos brasileiros de nossa cobertura, e justificamos esse nível com três argumentos: (i) o BTG apresentou ROAE ajustado dos últimos 12 meses de 26,7% no 2T26; (ii) esse ROE foi alcançado mesmo com excesso de capital (CET1 de 11,6%), o que implica que seu ROE subjacente – caso o CET1 fosse reduzido aos níveis mínimos – teria ficado próximo de 30%; e (iii) *equity capital markets* (ECM), importante componente do ROE devido à sua baixa intensidade de capital, tem operado bem abaixo dos níveis históricos nos últimos anos.

O que mudou:

Introduzimos o preço-alvo (2027E) de R\$ 71,00 vs. R\$ 72,00 em 2026E.

Preço-alvo anterior foi definido em 26/02/2026.

Desempenho Relativo (R\$)



Fonte: FactSet.

Principais dados da empresa

R\$ mn

2025A 2026E 2027E 2028E

P&L Account

Fees and Commissions	35,765	42,434	48,456	54,081
Revenues	35,765	42,434	48,456	54,081
Non-Interest Expenses	(13,769)	(15,454)	(17,352)	(19,183)
Profit Before Taxes	21,996	26,980	31,104	34,898
Net Profit	15,947	20,158	23,109	25,928
Adj Net Profit	16,734	21,163	24,261	27,220

Balance Sheet

Loans (Net)	188,259	226,183	259,077	292,074
Total Assets	805,968	989,926	1,170,811	1,322,051
Deposits	176,167	226,621	259,579	292,640
Shareholders' Equity	69,970	84,008	100,184	115,740
Common Equity Tier 1	65,951	78,764	94,940	110,497
Risk Weighted Assets	582,740	711,781	847,447	968,259

Key Ratios (%)

C/I Ratio	38.5	36.4	35.8	35.5
Tax rate	21.0	20.1	22.0	22.0
Core Tier 1 Ratio	11.3	11.1	11.2	11.4

Other Metrics

Investment banking	2,497.9	2,065.7	2,353.6	2,549.1
Corporate lending	8,431.9	10,123.4	11,548.1	12,923.3
Sales and trading	7,175.2	7,567.3	8,172.7	8,826.5
Asset management	2,966.8	3,360.0	3,824.2	4,203.4
Wealth management	5,022.7	6,027.8	6,733.9	7,452.2
Consumer Finance and Banking	3,605.4	6,013.1	7,633.2	9,412.5
Others Revenues	262.3	316.6	362.7	408.9
Corporate + SMEs Loans	1,248.0	1,472.7	1,662.0	1,826.4
AuM + AuA (R\$bn)	1,233.8	1,418.9	1,603.3	1,795.7

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. ("Santander") e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão e/ou veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

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

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

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

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

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

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

Nós, **Henrique Azevedo Navarro Vieira; Anahy Rios Damitto Spaggiari Souza e Lorenzo Pedroso Giglioli**, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo do objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

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

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelos analistas responsáveis do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

As informações apresentadas podem não ser adequadas para todos os perfis de *suitability*. Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas e as relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.