

| Carta de Gestão

1º Semestre de 2026

*"When you got a job to do
You got to do it well"*

Trecho da letra da música Live and Let Die, de Paul McCartney.

Período	Porto SFA (Flagship)	Porto SFA Institucional	Porto SFA Equity Hedge	Ibovespa	CDI
1S26	0,73%	2,67%	3,26%	6,76%	6,84%
Últimos 3 anos	22,54%	27,61%	-	45,48%	44,04%
Últimos 5 anos	17,44%	22,30%	-	33,95%	77,55%
Desde o início	386,65% ¹	406,76% ¹	16,32% ²	221,50% ¹	22,20% ²

1: Desde 31/05/2013
2: Desde 31/12/2024

Introdução

O Porto SFA FIF CIC Ações encerrou o primeiro semestre com alta de 0,73%. O Institucional avançou 2,67%, enquanto o Equity Hedge, nosso multimercado, rendeu 3,26%, equivalente a 47,62% do CDI. Desde o início, em 2013, o Porto SFA FIF CIC acumula retorno de 386,65%, ante 221,50% do índice de referência.

O primeiro semestre de 2026 terminou muito diferente do que parecia provável em janeiro. A sequência de eventos reforçou um princípio importante do nosso processo: não construímos a carteira para um único cenário. Procuramos empresas capazes de atravessar ambientes adversos sem comprometer sua capacidade de gerar valor.

No exterior, o ano começou com as empresas de inteligência artificial ainda concentrando a atenção dos investidores. Em 28 de fevereiro, Estados Unidos e Israel iniciaram ataques ao Irã, dando início a um conflito que se estendeu pelo semestre. Os efeitos chegaram rapidamente aos mercados de energia e de outros insumos. O Brent superou US\$ 100 em abril, trazendo de volta uma pressão inflacionária que estava pouco refletida nas projeções do início do ano. Já em julho, depois do encerramento do semestre, a liquidação forçada de um grande fundo exposto a empresas de inteligência artificial provocou uma nova rodada de volatilidade nos mercados.

No Brasil, os efeitos do cenário externo se somaram ao aumento da incerteza eleitoral. O processo tem sido especialmente conturbado, em meio a tensões institucionais e a um desafio fiscal que exigirá credibilidade do próximo governo. Os problemas são conhecidos e, a nosso ver, têm solução, embora o caminho até ela provavelmente continue ruidoso.

Em um ambiente como esse, nosso processo não muda: buscamos bons negócios, conduzidos por gente competente e com margem de segurança para investimento. Não controlamos a sequência dos eventos, mas controlamos a qualidade dos negócios que escolhemos, o preço que pagamos e o tamanho das posições.

É com esse critério que olhamos para o Banco ABC Brasil, tema central desta carta. Trata-se de um banco de médio porte, com execução consistente e ainda pouco acompanhado pelo mercado. Desde o IPO, em 2007, entregou ao acionista retorno total próximo ao do Itaú e atravessou dois ciclos de crédito com inadimplência equivalente a cerca de um terço da observada no sistema. Apesar desse histórico, negocia atualmente abaixo do valor patrimonial. Mais importante do que o retorno passado é entender o que o sustentou, por que acreditamos que a rentabilidade pode avançar no curto prazo e quanto dessa melhora já está refletido no preço.

Alocações no Setor Financeiro

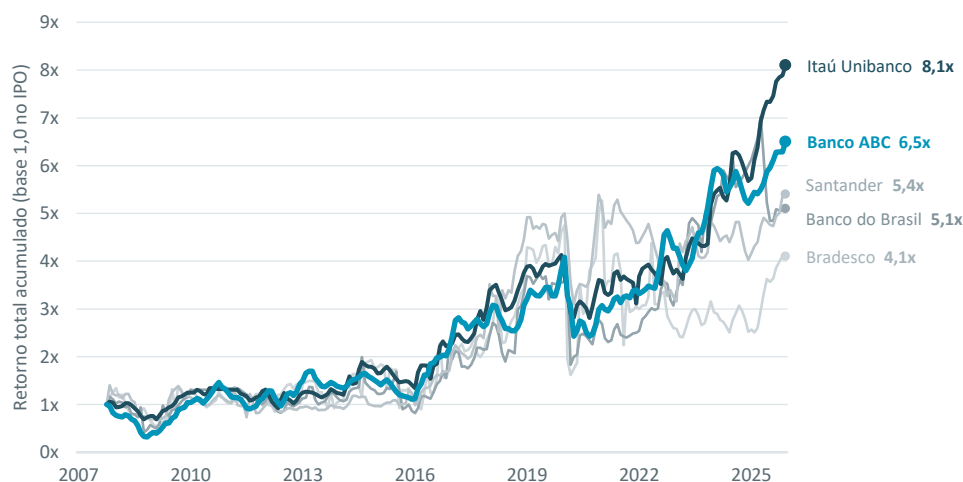
A SFA Investimentos sempre contou com empresas do setor financeiro como bancos, seguradoras, bolsas e corretoras no portfólio de seus fundos. Como dissemos em cartas anteriores, é um setor em que encontramos, com alguma frequência, o tipo de empresa que procuramos: vantagens competitivas identificáveis, governança que resiste ao teste do tempo e uma gestão que trata o capital do acionista com o mesmo cuidado com que trata o próprio.

Há uma razão estrutural para isso. O setor financeiro brasileiro é composto por instituições longevas que atravessaram um ambiente político e macroeconômico particularmente hostil, com sucessivas crises cambiais, hiperinflação, moratórias, planos econômicos, volatilidade extrema de juros, mudanças regulatórias profundas e, mais recentemente, uma transformação tecnológica que redesenhou a distribuição de produtos financeiros. Administrar ativos financeiros nesse ambiente é um exercício de sobrevivência antes de ser um exercício de rentabilidade. Acreditamos, por isso, que as boas empresas do setor, sobretudo as que estão no mercado há muitas décadas, passaram por uma seleção natural rigorosa. As mais aptas sobreviveram e se destacaram, entregando retorno adequado sobre o capital investido ao longo de ciclos inteiros; as menos afortunadas sucumbiram, foram incorporadas ou liquidadas.

Durante muitos anos, os fundos da SFA contaram com empresas como Porto, B3 e Itaú Unibanco, posições que permaneceram no portfólio por anos, algumas delas por mais de uma década. Em busca de novas oportunidades, decidimos partir de uma pergunta simples e desconfortável: ao longo dos últimos dez anos, quais empresas do setor financeiro brasileiro efetivamente entregaram o maior retorno ao acionista? Não a maior narrativa, não o maior crescimento de carteira, não o maior balanço: o maior retorno total, considerando valorização e proventos reinvestidos.

O resultado tem uma parte esperada e uma parte surpreendente. A parte esperada: Itaú Unibanco e Banco BTG Pactual figuram entre as melhores performances do período, o que é coerente com a qualidade e a escala de ambas as franquias. A parte surpreendente: um banco de porte médio, pouco coberto e raramente citado nas discussões de mercado, apareceu lado a lado com o Itaú na tabela de retorno acumulado desde 2007: o Banco ABC Brasil.

Retorno total ao acionista desde o IPO do ABC (2007 = 1,0)



Fonte: elaboração própria a partir de dados de mercado. Retorno total (preço mais proventos reinvestidos), indexado a 1,0 na data do IPO do Banco ABC Brasil, em 2007.

Nossa visão inicial sobre o ABC era a de um banco de crédito corporativo para grandes empresas: competente, conservador, previsível e sem grandes atrativos. O Banco ABC é bom no que faz, mas não parecia ter uma história que justificasse atenção. O gráfico acima nos obrigou a rever essa impressão. Um banco que entrega, ao longo de quase duas décadas, um retorno próximo ao do maior banco privado do país não é um coadjuvante; é um caso que merece ser entendido em profundidade.

Foi o que fizemos. E o que encontramos foi uma combinação incomum: um banco tradicional de crédito corporativo, com relacionamentos construídos ao longo de décadas e uma gestão de risco que é referência no mercado, executando muito bem o seu negócio principal e, ao mesmo tempo, perseguindo uma estratégia deliberada de elevar o retorno sobre o capital por duas avenidas distintas: o *cross-sell* de produtos financeiros dentro de uma base de clientes fiel e a expansão para o vasto e pouco bancarizado mercado das empresas de médio porte.

O Banco ABC Brasil reúne, ainda, um conjunto de características que valorizamos: direção estratégica definida por um conselho formado majoritariamente por ex-executivos da casa, que seguem sendo acionistas relevantes; uma

cultura que formou boa parte dos profissionais de crédito corporativo do mercado brasileiro; histórico de retorno consistente ao longo de ciclos; balanço sólido; distribuição recorrente e generosa de proventos; e, o mais importante, uma tese em que conseguimos identificar uma estratégia clara com potencial de gerar mais valor no futuro do que o preço atual embute.

Se tivéssemos de resumir a tese em uma frase, seria esta: o Banco ABC faz o essencial extraordinariamente bem, e o mercado paga por ele **menos** do que o seu patrimônio contábil, como se a franquia fosse destruir valor daqui para a frente. Nós acreditamos no contrário.

O Banco ABC Como Caso de *Compounding*

Há um ponto que merece ser dito antes de entrarmos na análise, porque é ele que organiza tudo o que vem depois. O Banco ABC é um exemplo quase didático daquilo que se convencionou chamar de efeito *compounding*, e vale descrever o mecanismo, porque ele é mais simples e mais poderoso do que a expressão sugere.

O banco gera lucro. Parte desse lucro é distribuída aos acionistas, quase sempre sob a forma de juros sobre capital próprio; o restante é retido e incorporado ao capital da instituição. Ocorre que, em um banco, o capital não é um detalhe contábil: é o insumo que limita tudo o que se pode fazer. A regulação define quanto crédito uma instituição pode carregar em função do capital que possui, de modo que cada real retido amplia diretamente a capacidade de gerar lucro no exercício seguinte. Esse lucro maior volta a se dividir entre proventos e capital, o capital maior volta a produzir lucro maior, e assim sucessivamente.

A força desse arranjo não está na velocidade, e sim na repetição. Entre 2010 e 2025, o lucro líquido recorrente do ABC cresceu 11,3% ao ano de forma quase ininterrupta, com uma única quebra relevante, a pandemia. O patrimônio líquido, por sua vez, saiu de R\$ 4,0 bilhões em 2019 para R\$ 7,3 bilhões em junho de 2026, e os juros sobre capital próprio declarados por ação triplicaram entre 2015 e 2025, de R\$ 0,87 para R\$ 2,62. O banco reteve historicamente entre 58% e 65% do que ganhou e devolveu o restante ao acionista, proporção que se inverteu em 2025, quando o *payout* excepcional de 63% reconheceu que a base de capital já estava adequada ao crescimento planejado.

Para o investidor de curto prazo, isso é entediante: nenhum trimestre isolado dessa série é emocionante. Para o acionista de longo prazo, é exatamente a razão de ser do investimento. Ele é remunerado hoje, em caixa, por um fluxo de proventos que rende dois dígitos sobre o preço de entrada; e, ao mesmo tempo, é dono de uma base de capital que cresce todos os anos e que produzirá mais lucro e mais proventos adiante. *Compounding* é isso, e ele só funciona quando a geração de lucro é consistente e crescente, que é precisamente a característica que nos atraiu ao caso. Além disso, um banco com essa consistência de resultados e com oportunidades de aumentar o seu retorno sobre o capital está sendo precificado abaixo do seu valor patrimonial.

Nesta carta procuramos percorrer o caminho que nos levou a essa conclusão. Começamos pela história do banco e pela sua estrutura societária peculiar, passamos pelas vantagens competitivas que enxergamos no negócio, examinamos o balanço, o *funding* e a qualidade do crédito, dissecamos a estratégia de diversificação de receitas e a retomada do *middle market*, discutimos os riscos e os respectivos contra-argumentos, e terminamos no ponto decisivo: o preço.

A História do Banco ABC Brasil

O Banco ABC Brasil nasceu em 1989, fruto de uma joint venture entre o Arab Banking Corporation, instituição sediada no Bahrein e controlada por órgãos de governos de Abu Dhabi, Kuwait e Líbia, e o Grupo Roberto Marinho, então dono da Rede Globo. A composição acionária era de 50% para cada sócio e a instituição recebeu o nome de Banco ABC Roma S.A. Naquele período, estrangeiros não podiam deter o controle de bancos no Brasil, e a associação com um sócio local era justamente a forma de contornar a restrição legal. Desde o primeiro dia, o banco se posicionou em crédito corporativo e tesouraria, voltado a empresas e não ao público de pessoas físicas, uma escolha de origem que nunca foi revista.

Os primeiros anos coincidiram com um dos momentos mais turbulentos da economia brasileira. Quando o ABC começou a operar no mercado local, o país havia acabado de decretar moratória, e o próprio Arab Banking Corporation era credor do governo brasileiro, uma das razões que motivaram o investimento, sob a lógica de que reinvestir no país seria a melhor forma de recuperar aqueles recursos. Em 1991, uma nova administração assumiu o comando, já incluindo executivos brasileiros, dando início a uma gestão local estruturada. Essa data importa: a linhagem de comando que dirige o banco hoje remonta a ela.

A virada societária aconteceu em 1997. Com a Globo decidindo concentrar-se em mídia e o mercado brasileiro se abrindo a investidores externos, o Arab Banking Corporation adquiriu a participação do Grupo Roberto Marinho e tornou-se acionista controlador. Os executivos da casa, na mesma operação, passaram a deter uma participação minoritária, um desenho de alinhamento de interesses que é uma das marcas do banco até hoje. Foi quando o nome mudou para Banco ABC Brasil S.A., encerrando o capítulo da parceria com a família Marinho.

Em 2007, o Banco ABC Brasil realizou sua oferta pública inicial e passou a ser listado no Nível 2 de Governança Corporativa da então BM&FBovespa, ampliando a base de acionistas e elevando o padrão de transparência e de prestação de contas. A partir daí, a diversificação foi ganhando forma de maneira gradual: em 2013 o banco iniciou as operações de banco de investimento, com Debt Capital Markets e fusões e aquisições; em 2019 retomou o atendimento ao segmento Middle, voltado a empresas com faturamento anual entre R\$ 30 e R\$ 300 milhões; em 2020 lançou a plataforma ABC Link e iniciou as operações da ABC Brasil Energia; em 2021 constituiu a corretora de seguros; em 2022, a recuperadora de crédito Visio; e em 2023 estruturou o ABC Brasil Investment Bank sob a forma de uma *partnership*, para atrair e reter talentos. Em julho de 2025, revisou sua segmentação de clientes, ampliando a faixa do Middle para até R\$ 500 milhões de faturamento.

Ano	Marco
1989	Constituição do Banco ABC Roma S.A., joint venture 50/50 entre o Arab Banking Corporation e o Grupo Roberto Marinho
1991	Nova administração assume o comando, com executivos brasileiros, origem da linhagem de gestão atual
1997	O Arab Banking Corporation adquire o controle; executivos tornam-se acionistas minoritários; nome muda para Banco ABC Brasil S.A.
2007	IPO na BM&FBovespa e listagem no Nível 2 de Governança Corporativa
2013	Início das operações de banco de investimento (DCM e M&A)
2019	Retomada do segmento Middle (faturamento de R\$ 30 a R\$ 300 milhões)
2020	Lançamento da plataforma ABC Link e início da ABC Brasil Energia
2021	Constituição da corretora de seguros
2022	Criação da recuperadora de crédito Visio
2023	Estruturação do ABC Brasil Investment Bank como <i>partnership</i>
2025	Nova segmentação de clientes; Middle passa a abranger faturamento de R\$ 30 a R\$ 500 milhões
2026	Homologação do aumento de capital de R\$ 314 milhões; carteira do Middle ultrapassa R\$ 5 bilhões

Fonte: elaboração própria a partir de documentos do banco e de divulgações ao mercado.

Hoje o ABC Brasil é uma companhia aberta negociada na B3, com uma estrutura peculiar no mercado nacional: é um dos pouquíssimos bancos brasileiros a combinar controle internacional com autonomia local efetiva, apoiado em processos decisórios conduzidos por comitês de crédito, tesouraria, investimentos e administração. Com cerca de 35 anos de atuação no país, segue controlado pelo Bank ABC, sediado em Manama, e está presente em 53 cidades brasileiras. É um banco múltiplo que opera as carteiras comercial, financeira, de investimento, de câmbio e de crédito imobiliário, com foco em empresas de médio e grande porte, oferecendo também soluções para pessoas físicas por meio do segmento ABC Personal.

A Independência da Operação Brasileira

Uma das perguntas que naturalmente se fazem sobre o ABC diz respeito ao seu controlador. O Banco ABC Brasil não é controlado diretamente por nenhum governo: seu controlador é o Arab Banking Corporation, sediado no Bahrein. O elo com a Líbia está um nível acima na cadeia societária. Os principais acionistas do Bank ABC são o Banco Central da Líbia, com 59,37%, e a Kuwait Investment Authority, com 40,63%.

A pergunta relevante para o acionista minoritário brasileiro não é por que esse arranjo existe, mas se ele já foi testado. E já foi, da pior forma possível.

A Primavera Árabe, a onda de levantes que varreu o mundo árabe a partir de 2010, chegou à Líbia como uma guerra civil contra Muammar Kadafi em 2011. O momento era particularmente delicado para o Bank ABC: em dezembro de 2010, o Banco Central da Líbia havia comprado a fatia de 17,72% da Abu Dhabi Investment Authority, elevando sua participação para 59,37% e assumindo o controle majoritário do grupo poucas semanas antes da eclosão do conflito. Quando a comunidade internacional reagiu à repressão do regime, o Conselho de Segurança da ONU autorizou zona de exclusão aérea e impôs sanções severas, embargo de armas e congelamento de ativos contra instituições líbias, incluindo o Banco Central, a National Oil Corporation e o fundo soberano. Na prática, o acionista majoritário do Bank ABC passou a estar sob sanção e bloqueado do sistema financeiro internacional.

O impacto global foi contido e temporário. Kadafi foi deposto e morto em outubro de 2011 e, com a queda do regime, o congelamento sobre o controlador do banco foi rapidamente revertido: em 16 de dezembro de 2011 o Tesouro dos Estados Unidos emitiu a Licença Geral nº 11, desbloqueando mais de US\$ 30 bilhões em ativos do governo e do Banco Central da Líbia, e em 21 de dezembro a União Europeia também descongelou os fundos do Banco Central líbio. As sanções que permaneceram recaíram sobre o fundo soberano e sobre membros do regime deposto, não sobre o Banco Central, que seguiu, já sob as novas autoridades, como acionista majoritário do Bank ABC, posição que mantém até hoje.

As operações brasileiras atravessaram todo esse episódio intactas, e a razão é essencialmente estrutural. O Banco ABC Brasil é uma pessoa jurídica distinta, constituída e regulada no Brasil pelo Banco Central brasileiro, capitalizada localmente e listada na B3 com participação relevante de acionistas minoritários. Diferentemente do resto do grupo, manteve inclusive a própria identidade de marca como Banco ABC Brasil mesmo depois de a matriz unificar a marca global como “Bank ABC”, em 2015. As sanções miravam ativos soberanos líbios no topo da cadeia societária, não a subsidiária brasileira. As operações são segregadas por regulação, capital e governança próprios. Mesmo com o governo de seu controlador final deposto e brevemente sancionado, o banco no Brasil continuou operando normalmente, sem interrupção.

Essa autonomia também se traduz na prática operacional e na execução. Desde 1991, a administração é conduzida por executivos brasileiros de longa experiência no segmento financeiro, e a liderança tem sido construída a partir de quadros formados dentro da própria casa. O alinhamento de interesses entre controlador e gestão local foi desenhado desde a aquisição do controle, quando os executivos adquiriram participação minoritária, e foi posteriormente ampliado com a criação da *partnership* do banco de investimento. O resultado é um banco que, embora pertença a um grupo internacional, define e executa sua estratégia comercial, sua política de crédito e seu desenvolvimento de produtos com forte protagonismo da equipe brasileira.

É raro poder observar um teste de estresse societário dessa magnitude com resultado documentado. O risco de controlador existe e não deve ser ignorado, mas, quando ele se materializou na sua forma mais extrema, a estrutura brasileira se comportou exatamente como deveria.

Governança, Cultura e Alinhamento

O comando do banco é marcado por uma cultura de executivos formados internamente, muitos dos quais migraram da diretoria para o Conselho de Administração. O CEO atual, Sérgio Lulia Jacob, assumiu o cargo em 2021, tendo começado a trabalhar no banco em 1991 e passado a integrar o Comitê Executivo em 1997, um percurso de

mais de três décadas dentro da própria instituição. Ele substituiu Anis Chacur Neto, que comandou o banco por dez anos e hoje integra o Conselho de Administração.

Esse modelo, de líderes experientes que ascendem na operação e depois migram para o órgão de governança, tem duas consequências que consideramos relevantes para o acionista de longo prazo. A primeira é a continuidade estratégica: decisões de crédito e de alocação de capital não mudam de filosofia a cada troca de comando, porque quem chega foi formado por quem saiu. A segunda é a qualidade do controle: um conselho composto por gente que passou anos aprovando operações no comitê de crédito faz perguntas que um conselho puramente formal não faria.

Há um custo nesse arranjo. Bancos dirigidos por quadros internos tendem a se mover mais devagar. O ABC entrou no *middle market* tarde, saiu, e voltou depois; montou banco de investimento quase uma década depois do IPO; chegou a seguros e a energia quando o mercado já estava formado. Boa parte das críticas ao banco se resume a isso, e não achamos que sejam críticas injustas. Mas há um outro lado: essa mesma lentidão é a razão pela qual o ABC atravessou 2014-2016 sem deteriorar o balanço, enquanto vários bancos de nicho focados em empresas menores simplesmente deixaram de existir. Preferimos que seja o último a chegar à festa, contanto que seja também o último a ficar de pé.

O Modelo de Negócio: Como o Banco ABC Ganha Dinheiro

O crédito corporativo é o coração do Banco ABC Brasil e a base sobre a qual toda a sua história foi construída. A instituição cresceu junto com os negócios que ajudou a alavancar, tendo a concessão de crédito como carro-chefe e a relação de longo prazo com o cliente como método, filosofia que o próprio banco resume no conceito de *Return on Relationship*. Mais do que vender produtos avulsos, o ABC se posiciona como parceiro financeiro de médias e grandes empresas ao longo de anos, o que gera previsibilidade de receita e fidelização.

Em julho de 2025 o banco revisou sua segmentação de clientes, passando a trabalhar com três faixas. A composição da carteira reflete com clareza o seu posicionamento histórico e a direção para onde ele está se movendo.

Segmento	Faturamento anual do cliente	% da carteira	Crescimento em 12 meses
Large Corporate	acima de R\$ 4 bilhões	28%	abaixo da média
Corporate	de R\$ 500 milhões a R\$ 4 bilhões	63%	+11,0%
Middle	de R\$ 30 milhões a R\$ 500 milhões	9%	+28,7%
Carteira expandida total	—	100% — R\$ 56,5 bilhões	+8,3%

Fonte: divulgação de resultados do 2T26 do Banco ABC Brasil.

A oferta combina crédito corporativo, fianças e garantias, financiamentos e repasses governamentais, *trade finance* e câmbio, além de áreas que ganharam relevância nos últimos anos: o banco de investimento, com operações de DCM e M&A; a comercializadora de energia; e a corretora de seguros. O banco atende hoje quase 4.500 clientes corporativos.

Vale reforçar também o que o ABC deliberadamente não é. Ele não é um banco de varejo, não disputa conta corrente de pessoa física, não tem rede de agências relevante, não opera cartão de crédito em escala e não compete por *funding* de baixo custo via depósitos à vista. Essa ausência é uma escolha que elimina uma fonte de rentabilidade que os grandes bancos possuem, mas também elimina uma fonte enorme de custo fixo, de risco de crédito pulverizado e de exposição a disrupção tecnológica. Enquanto o varejo bancário brasileiro foi profundamente redesenhado pelos entrantes digitais na última década, o crédito corporativo estruturado permaneceu, em essência, o mesmo negócio: relacional, informacional e intensivo em julgamento humano.

Vale lembrar também que grande parte do prêmio de risco que o mercado atribui a bancos médios brasileiros vem do trauma de 2011-2016, quando instituições focadas em crédito consignado, veículos e empresas menores foram dizimadas. O ABC opera em um nicho estruturalmente diferente, com tickets maiores, garantias reais, análise individualizada e uma base de clientes que ele conhece há décadas.

Vantagens Competitivas

Quando analisamos empresas no Brasil, partimos de uma constatação incômoda: poucas têm *moat* amplo, muitas têm *moat* estreito ou nenhum, e o que importa é avaliar honestamente quais fontes de vantagem se aplicam e se elas tendem a se ampliar ou a se estreitar. Aplicando esse arcabouço ao Banco ABC Brasil, a conclusão é que o banco não possui uma grande vantagem competitiva isolada, mas reúne um conjunto de *moats* estreitos com tendência positiva, o que, no preço certo, é suficiente para um bom investimento.

1 – Marca e Ativos Intangíveis

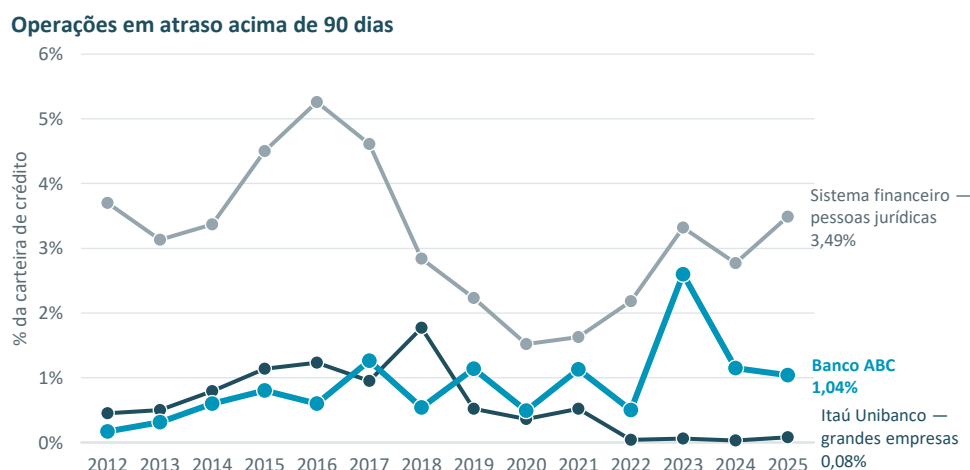
A reputação construída em 35 anos no segmento corporativo, o rating AAA.br (o topo da escala nacional de crédito) e o respaldo de um controlador internacional de grande porte funcionam, no nicho em que o ABC atua, como um ativo intangível real. Não se trata de uma marca de varejo poderosa, capaz de sustentar preço ao consumidor final. Trata-se de algo mais discreto e, nesse mercado, mais útil: quando um diretor financeiro de uma empresa de médio porte precisa de uma fiança para participar de uma licitação, ou quando um investidor institucional avalia comprar uma letra financeira, a reputação de solidez e de disciplina de crédito do emissor entra diretamente na conta.

Interessante observar que o ponto notável não é o rating em si, mas o fato de um banco de porte médio partilhar a classificação máxima de instituições muito maiores, o que sinaliza uma solidez creditícia desproporcional ao seu tamanho, e que se traduz em menor custo de captação.

Há também um intangível mais subjetivo, e por isso mesmo mais difícil de replicar: uma cultura organizada em torno da sustentabilidade do banco no longo prazo, que permeia os processos de aprovação e as decisões estratégicas. É a mesma cultura que explica a lentidão criticada acima e a resiliência elogiada adiante.

2 – Processo Diferenciado: a Análise de Crédito

O gráfico abaixo abrange catorze anos e dois ciclos de crédito completos: a recessão de 2014-2016 e a deterioração de 2022-2023, que levou grandes companhias brasileiras à recuperação judicial e derrubou vários bancos de nicho. Ao longo de todo esse período, a inadimplência média do Banco ABC foi de 0,88% da carteira de crédito, contra 3,18% do sistema financeiro no crédito a pessoas jurídicas. O banco atravessou dois ciclos inteiros com um terço da inadimplência do sistema.



Fonte: Banco ABC — apresentação interna da SFA (2012 a 2019), release de resultados do 4T20 e planilha de séries históricas do RI (2021 a 2025); Itaú Unibanco — planilha de séries históricas do RI, linha “NPL 90 dias – Grandes Empresas – Brasil”; sistema financeiro — Banco Central, série SGS 21086 (inadimplência da carteira de crédito com recursos livres, pessoas jurídicas). Posição de dezembro de cada ano, medida sobre a carteira de crédito.

A comparação com o Itaú merece cuidado, porque é a mais exigente das três. Entre 2012 e 2019, as duas curvas praticamente se sobrepõem: em alguns anos o ABC está melhor, em outros o Itaú, um banco com estrutura de risco incomparavelmente maior, apresenta métrica superior. A partir de 2022, o Itaú descola para baixo, com a inadimplência de grandes empresas próxima de zero, enquanto o ABC sobe. A explicação não é deterioração de processo e sim a composição da carteira. A carteira de grandes empresas do Itaú é comparável apenas ao segmento

Large Corporate do ABC, onde a inadimplência do banco também é praticamente nula, 0,06% no segundo trimestre de 2026. A série do ABC no gráfico é a da carteira inteira, que desde 2019 incorpora o *middle market*, um segmento que carrega risco por definição e que o Itaú classifica separadamente.

O ano de 2023 é o teste mais informativo de todos. Foi o pior exercício do ABC no período, com 2,61% da carteira em atraso acima de 90 dias, resultado de um punhado de casos grandes e idiossincráticos que atingiram todo o mercado de crédito corporativo brasileiro. Mesmo naquele ano, o banco ficou abaixo do sistema, que marcou 3,31%. E a recuperação foi rápida: 1,14% em 2024 e 1,04% em 2025. Um processo de crédito que, no seu pior momento em catorze anos, entrega inadimplência inferior à média do mercado em um ano normal é uma evidência empírica de que a disciplina existe.

Uma observação: esta série é medida sobre a carteira de crédito, que é a base em que o Itaú e o Banco Central divulgam seus indicadores e a única que permite a comparação. Nas demais seções, usamos o indicador que o próprio ABC destaca hoje, medido sobre a carteira expandida, que inclui garantias prestadas e títulos privados e é, portanto, um denominador maior. Os 0,59% do segundo trimestre de 2026 e os 1,04% de 2025 deste gráfico descrevem o mesmo dado, mas com metodologias diferentes.

3 – Custo de Troca

Aplicado ao Banco ABC Brasil, o custo de troca é coerente com seu modelo relacional e sob medida. Diferentemente de um banco de varejo, o ABC estrutura crédito corporativo customizado, muitas vezes contrato a contrato, combinado com câmbio, garantias, fiança, derivativos de hedge, cash management e serviços de banco de investimento.

Essa combinação cria aderência por várias vias simultâneas:

- **Relação de informação.** O banco acumula conhecimento profundo do risco de crédito e da operação do cliente (do ciclo de caixa às idiossincrasias do setor) que um concorrente precisaria reconstruir do zero, sob incerteza e com preço pior.
- **Empacotamento de produtos.** Crédito, câmbio, garantias e mercado de capitais chegam juntos; trocar de banco significa desmontar várias frentes ao mesmo tempo, com custo operacional e de coordenação relevante.
- **Atritos contratuais.** *Covenants*, garantias reais, cronogramas de amortização e cartas de fiança em vigor tornam a saída lenta e cara, mesmo quando economicamente desejável.
- **Risco de disponibilidade.** Romper um relacionamento bancário estruturado envolve o risco de perder linhas justamente quando elas mais fazem falta, um risco que um tesoureiro experiente não corre por alguns pontos-base.

É importante, porém, não superestimar esse *moat*, e esta carta não seria honesta se o fizesse. No segmento de grandes empresas, o custo de troca não é tão forte. Elas trabalham com múltiplos bancos simultaneamente, fazem leilão de taxas e têm forte poder de barganha, parte da razão pela qual o retorno histórico do ABC no modelo tradicional era comprimido. Além disso, crédito é, em boa medida, uma commodity: se um concorrente oferece taxa materialmente menor, o custo de troca pode não ser suficiente para segurar o cliente.

Por isso, a leitura mais defensável é que o Banco ABC tem, na melhor das hipóteses, um *moat* estreito baseado em custo de troca, real e mensurável na baixa inadimplência e na recorrência da base, mas não uma barreira intransponível como a de uma rede de pagamentos ou de uma instituição com escala dominante.

No segmento *middle market*, entretanto, que é a avenida de rentabilidade que o banco vem priorizando, empresas de médio porte tendem a manter menos relacionamentos bancários e a depender mais de um banco “principal”, o que torna a relação mais exclusiva e mais aderente do que no Large Corporate. É plausível argumentar que a migração do ABC para o Middle não apenas eleva o spread, como discutiremos adiante, mas também aprofunda o *moat* de custo de troca, porque troca clientes de baixa aderência por clientes de aderência relativa maior. Um ponto

importantíssimo é que essa vantagem no Middle ainda precisa ser conquistada: é um desafio da nossa tese e, por isso, o tratamos como *upside* e avenida de crescimento. O retorno ao capital desta avenida e o ganho de custo de troca, porém, são uma tese de médio e longo prazo.

4 – Oligopólio Racional

O quarto pilar não é uma vantagem do ABC especificamente, mas da estrutura do mercado em que ele opera. O crédito corporativo estruturado no Brasil é disputado por um número pequeno de instituições com capacidade real de originar, analisar, precificar e carregar operações de grande porte. Não é um mercado de entrada trivial: exige capital regulatório, exige rating, exige *funding* longo e exige, sobretudo, um histórico de crédito que só se constrói ao longo de ciclos. E o Banco ABC participa dos principais sindicatos de contratos dos segmentos Corporate e Large Corporate.

Uma consequência prática é que a concorrência tende a ser mais disciplinada do que no varejo. Isso não significa ausência de pressão sobre spreads. Os spreads ajustados ao risco no crédito corporativo ainda não estão adequados, e a liquidez abundante tem atrasado a repactuação de preços. Significa apenas que, quando o ciclo vira, a reprecificação tende a ser coletiva e relativamente rápida, porque os participantes são poucos e conhecem os mesmos clientes.

– Síntese: Um *Moat* Estreito com Tendência Positiva

Em síntese, o ABC Brasil é mais bem descrito como um banco de *moats* estreitos em sua atuação no Large Corporate, ancorado em processo diferenciado e em ativos intangíveis, e não como uma franquia de *moat* amplo. Suas vantagens competitivas protegem a sua base de clientes existente e a previsibilidade dos resultados, mas são menos eficazes para impedir que grandes concorrentes disputem novos negócios.

Quanto à tendência que enxergamos para seus *moats*, um conceito que consideramos mais importante do que a sua amplitude atual, entendemos que os movimentos de diversificação de produtos e o aprofundamento do relacionamento por meio do *middle market* podem ampliar gradualmente os custos de troca, ao tornar o banco mais central para o cliente.

Os atributos que sustentam a franquia:

Atributo	O que significa na prática
<i>Corporate bank</i>	Foco exclusivo em empresas, sem a exposição do varejo à disrupção digital e ao risco pulverizado
Banco de relacionamento	Forte fidelização da base, que viabiliza o <i>cross-sell</i> de produtos financeiros sem custo de aquisição adicional
<i>Top-notch management</i>	Executivos formados na casa, com décadas de experiência e participação acionária relevante
<i>Partnership</i>	Modelo societário no banco de investimento que atrai e retém talentos alinhados ao acionista
Referência em análise de crédito	Processo de comitês que sustenta inadimplência estruturalmente baixa através de ciclos
Crescimento com segurança	Expansão consistente da carteira sem abrir mão de capital confortável e de provisionamento prudente

Fonte: apresentação interna da SFA sobre o Banco ABC Brasil.

O Setor Bancário Brasileiro e o Lugar do Banco ABC

Vale situar o ABC no mapa do sistema financeiro brasileiro, porque boa parte do desconto que ele carrega vem de uma classificação “banco médio”, que agrupa instituições com modelos de negócio radicalmente diferentes.

O sistema bancário brasileiro é, na prática, três mercados distintos que compartilham a mesma regulação. O primeiro é o varejo bancário, dominado por quatro ou cinco instituições de escala, no qual as vantagens decisivas são rede de distribuição, base de depósitos à vista e capacidade de processar volume, e no qual a última década trouxe a disrupção mais profunda, com entrantes digitais capturando conta corrente, meios de pagamento e crédito ao consumo. O segundo é o crédito especializado a pessoas físicas como consignado, veículos e cartão, historicamente o território dos bancos médios e historicamente o cemitério deles: foi ali que se concentraram as falências e as liquidações dos últimos vinte anos. O terceiro é o crédito corporativo estruturado, que é onde o ABC opera.

Esse terceiro mercado tem características econômicas distintas dos outros dois. As operações são individualizadas, os tickets são grandes, as garantias são reais e negociadas, e a decisão de crédito depende de julgamento humano construído ao longo de anos de relacionamento. Não é um negócio que se automatiza com um aplicativo, e não é um negócio em que um entrante com capital e tecnologia ganha participação em dois anos. É, por outro lado, um negócio de spread estruturalmente comprimido no topo da pirâmide de clientes, porque grandes empresas têm acesso direto ao mercado de capitais e poder de barganha sobre os bancos.

A consequência prática é que o ABC é frequentemente avaliado com a régua errada. Quando o mercado aplica ao papel o desconto que reserva a “bancos médios”, está precificando um risco, o de deterioração de uma carteira pulverizada de crédito ao consumo em um ciclo adverso, ao qual o ABC simplesmente não está exposto. E quando o compara aos grandes bancos de varejo, cobra dele uma escala que ele nunca pretendeu ter.

Uma consequência concreta dessa classificação equivocada aparece nos proventos, como mostraremos adiante: o ABC lidera hoje o setor bancário listado em *dividend yield*, com 10,9% nos últimos doze meses. Em boa parte dos casos, um *yield* dessa magnitude sinaliza ceticismo do mercado quanto à sustentabilidade do lucro que o financia. Aqui ele vem de um *payout* historicamente situado entre 35% e 42%, aplicado sobre um lucro que cresceu a 11,3% ao ano, de forma quase ininterrupta, ao longo dos últimos quinze anos.

Há ainda um ponto de posicionamento: o ABC compete, no crédito corporativo, com os grandes bancos e com bancos de investimento; mas compete com vantagens específicas em relação a cada grupo. Contra os grandes, oferece agilidade decisória e atendimento personalizado que uma estrutura de comitês centralizada não consegue replicar. Contra os bancos de investimento, oferece balanço próprio e a disposição de carregar risco de crédito de longo prazo. É um posicionamento intermediário, e posicionamentos intermediários costumam ser frágeis, mas neste caso ele é sustentado por um custo de captação que muito poucos concorrentes do mesmo porte conseguem igualar.

Como Analisamos um Banco

Antes de entrar no caso específico, vale explicitar o método. Bancos são empresas peculiares: o produto que vendem é o próprio dinheiro, o estoque é o risco, e a contabilidade permite antecipar receita e postergar perda com uma facilidade que nenhum outro setor oferece. Isso exige um arcabouço de análise próprio, e o nosso se organiza em torno de quatro perguntas.

1 – Quanto Custa o Dinheiro Que o Banco Vende?

Um banco compra dinheiro no passivo e vende no ativo. A diferença entre os dois preços, líquida de perdas e de custos, é o lucro. Parece óbvio, mas a implicação é forte: o custo de captação é uma vantagem competitiva tão legítima quanto uma marca ou uma patente, e é muito mais difícil de replicar do que se imagina, porque depende de rating, histórico e confiança acumulados ao longo de anos. Dois bancos com a mesma carteira e o mesmo risco podem ter rentabilidades completamente distintas apenas em função de onde e a que preço comprou *funding*.

2 – O Risco Está Sendo Precificado ou Apenas Postergado?

Crescimento de carteira é a variável mais fácil de manipular em um banco: basta afrouxar o critério de concessão e o crescimento aparece no trimestre seguinte. A perda, no entanto, só aparece dois ou três anos depois. Por isso olhamos crescimento de carteira sempre ao lado da migração entre estágios de risco, do índice de cobertura e do custo do crédito, e desconfiamos de qualquer combinação em que a carteira acelera enquanto a provisão

desacelera. No caso do ABC, a carteira do Middle cresceu 28,7% em doze meses enquanto a soma dos Estágios 2 e 3 recuava e os atrasos acima de 90 dias da carteira total saíam de 0,95% para 0,59%. É o sinal contrário ao que nos preocuparia.

3 – O Capital é Escasso e Está Sendo Bem Empregado?

Todo real de crédito consome capital regulatório. Um banco que cresce depende, portanto, de reter lucro, emitir instrumentos de capital ou chamar capital dos acionistas. É aqui que a diversificação de receitas muda a natureza do negócio: uma corretora de seguros ou uma assessoria de M&A gera receita sem consumir praticamente nada de capital. Por construção, cada real de receita migrado para essas linhas eleva o retorno sobre o patrimônio. É aritmética.

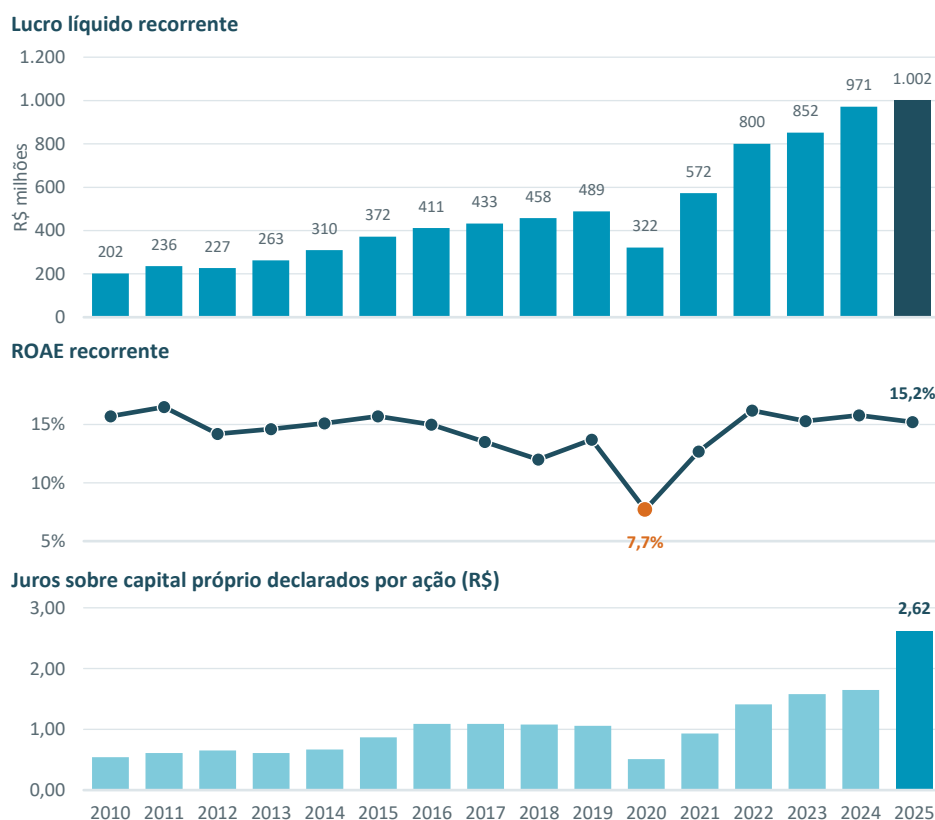
4 – O Preço Embute Criação ou Destruição de Valor?

Esta é a pergunta que amarra as três anteriores, e é a que mais usamos na SFA. Se um banco remunera o capital próprio acima do seu custo de capital, ele deveria valer mais do que o patrimônio que possui; se remunera abaixo, deveria valer menos. A distância entre o valor de mercado e o capital investido é, portanto, uma medida direta do que o mercado acredita que a instituição fará com o capital daqui para a frente. Quando essa distância é negativa em uma instituição financeira com a qualidade do Banco ABC e consistência de entrega de resultados, temos uma divergência entre preço e fundamento.

Aplicando as quatro perguntas ao Banco ABC: o *funding* é barato e longo; o risco vem sendo precificado e não postergado; metade das receitas com clientes já não consome capital; e o preço embute destruição futura de valor em uma franquia que hoje gera um ROE consistente de 14% a 16%. As três primeiras respostas descrevem um bom banco, enquanto a quarta transforma um bom banco em um bom investimento.

Efeito *Compounding*: o Histórico de Resultados

Do ponto de vista do crescimento do lucro, o Banco ABC construiu um dos históricos mais consistentes entre os bancos de médio porte listados na B3. A instituição entregou expansão praticamente ininterrupta do lucro líquido recorrente ao longo de quase duas décadas, com uma única quebra relevante, a pandemia.



Fonte: planilha de séries históricas do Banco ABC Brasil (Central de Resultados, 2T26). O lucro recorrente evoluiu de R\$ 202,2 milhões em 2010 para R\$ 1.002,0 milhões em 2025 (crescimento composto de 11,3% ao ano). Os proventos correspondem ao JCP bruto declarado por ação em cada exercício.

Esses dados trazem três leituras:

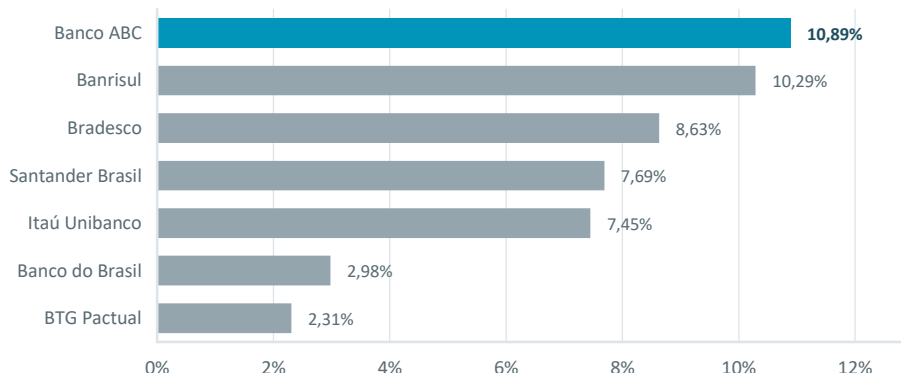
A primeira é a consistência do crescimento. Um crescimento composto de 11,3% ao ano durante quinze anos, em um país que atravessou nesse período uma recessão profunda, um impeachment, uma pandemia e dois ciclos completos de juros, não é um resultado trivial. Ele não vem de um ano excepcional puxando a média: vem do acúmulo de anos razoáveis, quase todos positivos. Em 2025 o banco cruzou pela primeira vez a marca de R\$ 1 bilhão de lucro recorrente, com R\$ 1.002,0 milhões, alta de 3,2% sobre 2024.

A segunda é o vale de 2020. O ROAE recuou para 7,7% naquele ano, praticamente metade do patamar histórico. A leitura superficial diria que o banco é frágil. A leitura, a nosso ver, é outra: o modelo pré-diversificação, concentrado em Large Corporate e tesouraria, era estruturalmente dependente do nível da Selic. Quando a taxa básica caiu para 2% ao ano, a rentabilidade do capital próprio aplicado em tesouraria evaporou e o spread de crédito com grandes empresas, já estreito por natureza, não compensou. O vale de 2020 é, portanto, menos um atestado de fragilidade e mais um diagnóstico de que aquele modelo (pré-diversificação) tinha um teto e um piso postos por uma variável que o banco não controla.

A terceira é a recuperação e o que ela contém. A volta ao patamar de 15% a 16% entre 2022 e 2025 (com 15,2% no encerramento do ano passado) coincidiu, no tempo, com a rampa do *middle market* e das receitas de tarifas. Voltaremos a esse ponto adiante, porque ele é o eixo da tese.

No que se refere a proventos, o ABC tem uma política de distribuição estável e previsível, característica valorizada por investidores que buscam renda. O banco distribuiu juros sobre capital próprio em todos os exercícios desde 2008, e o *payout* ficou entre 35% e 42% dos lucros entre 2021 e 2024. O ano de 2025 foi excepcional nesse quesito: o JCP declarado somou R\$ 630,8 milhões, equivalentes a R\$ 2,62 por ação e a um *payout* de 63% do lucro recorrente (mais do que o dobro, em valor por ação, do que o banco distribuía em 2021). Nos últimos doze meses o *dividend yield* alcançou 10,9%, colocando o ABC no topo do setor bancário listado.

Dividend yield dos últimos doze meses — bancos listados



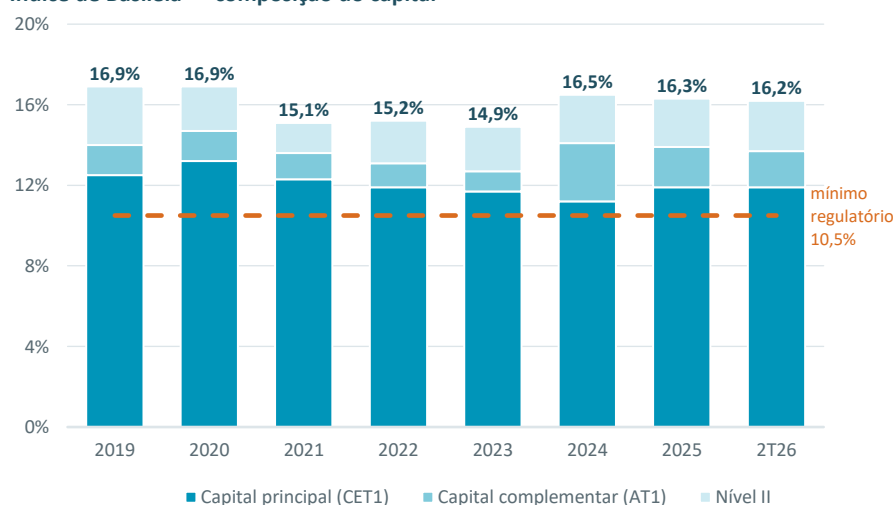
Fonte: elaboração própria a partir de dados de mercado, com posição de setembro de 2026.

Reunindo tudo sob a ótica do retorno total (valorização mais proventos reinvestidos), o desempenho histórico foi bastante favorável, como mostra o gráfico de abertura desta carta. Somando o crescimento estrutural do lucro, a rentabilidade consistente, o fluxo previsível de proventos e a postura conservadora de risco, o ABC se firmou como um caso com bom equilíbrio entre renda e apreciação de capital, o que explica a fama de “ação de perfil previdenciário” que o papel carrega.

Solidez: Capital, Risco e Rating

O balanço do Banco ABC Brasil é frequentemente citado como um de seus principais ativos, sustentado por níveis de capital confortáveis e qualidade de ativos consistente. É um ponto em que praticamente não há divergência entre os analistas que acompanham o papel, inclusive entre os mais céticos quanto ao *valuation*.

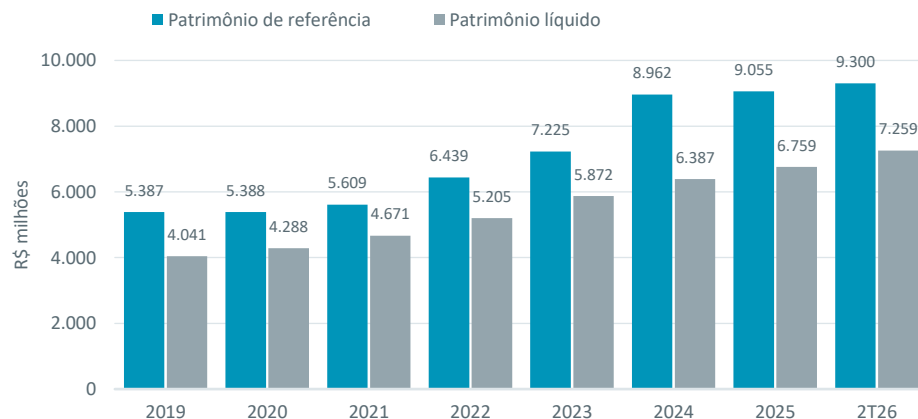
Índice de Basileia — composição do capital



Fonte: planilha de séries históricas do Banco ABC Brasil (Central de Resultados, 2T26). Posição de dezembro de cada exercício; último ponto em 30 de junho de 2026.

Desde 2019, o índice de Basileia oscilou entre 14,9% e 16,9%, contra um mínimo regulatório de 10,5%: nunca menos de quatro pontos percentuais de folga. No encerramento do segundo trimestre de 2026, o índice estava em 16,2%, com capital de nível 1 de 13,7% (dos quais 11,9% de capital principal) e Nível II de 2,5%. Um ponto interessante diz respeito ao capital complementar, que cresceu na composição (de 1,0% em 2023 para 2,9% em 2024) com a emissão de instrumentos perpétuos. Esses patamares são sustentados pela geração consistente de resultados, com reinvestimento de boa parte dos lucros, e por um planejamento de capital deliberadamente conservador.

Base de capital em expansão



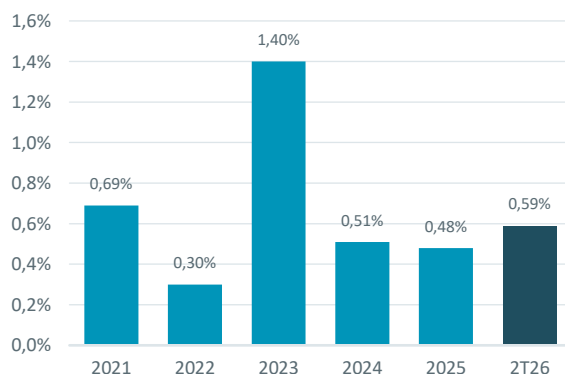
Fonte: planilha de séries históricas do Banco ABC Brasil (Central de Resultados, 2T26). Posição de dezembro de cada exercício; último ponto em 30 de junho de 2026.

A base de capital quase dobrou em seis anos e meio: o patrimônio líquido saiu de R\$ 4,04 bilhões em 2019 para R\$ 7,26 bilhões em junho de 2026, e o patrimônio de referência, de R\$ 5,39 bilhões para R\$ 9,30 bilhões. A diferença entre as duas colunas, que se ampliou de forma expressiva a partir de 2024, reflete o uso de instrumentos de capital complementar e de Nível II, que permitem sustentar o crescimento da carteira sem diluir o acionista na mesma proporção. É uma gestão de capital ativa, e não meramente passiva.

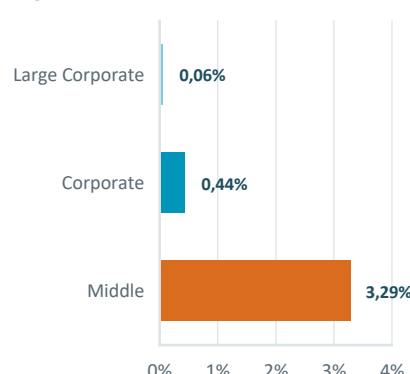
Qualidade da Carteira

A qualidade do crédito é o outro pilar da solidez, e aqui os números do primeiro semestre de 2026 são particularmente bons, ainda que precisem ser lidos com atenção.

Atrasos acima de 90 dias — carteira total



Por segmento — 2T26



Fonte: planilha de séries históricas do Banco ABC Brasil (Central de Resultados, 2T26). Posição de dezembro de cada exercício; último ponto em 30 de junho de 2026. A companhia divulga o indicador sobre a carteira expandida a partir de 2021.

As operações em atraso acima de 90 dias representavam 0,59% da carteira expandida no encerramento do semestre, patamar muito inferior ao do sistema. A série anual mostra por que consideramos esse número confiável: o indicador ficou abaixo de 0,70% em cinco dos seis exercícios observados, com uma única exceção relevante, 2023, quando chegou a 1,40% em meio ao pior momento do ciclo de crédito corporativo brasileiro. Ou seja, mesmo o pior ano recente do banco produziu inadimplência inferior à média do sistema. Já em 2024 o índice voltou para 0,51% e encerrou 2025 em 0,48%. A carteira classificada no Estágio 2 recuou para 3,6%, o Estágio 3 subiu marginalmente para 2,9%, e a soma dos dois caiu de 6,9% para 6,5% no trimestre. O índice de cobertura permanece em 377%, um nível bastante confortável.

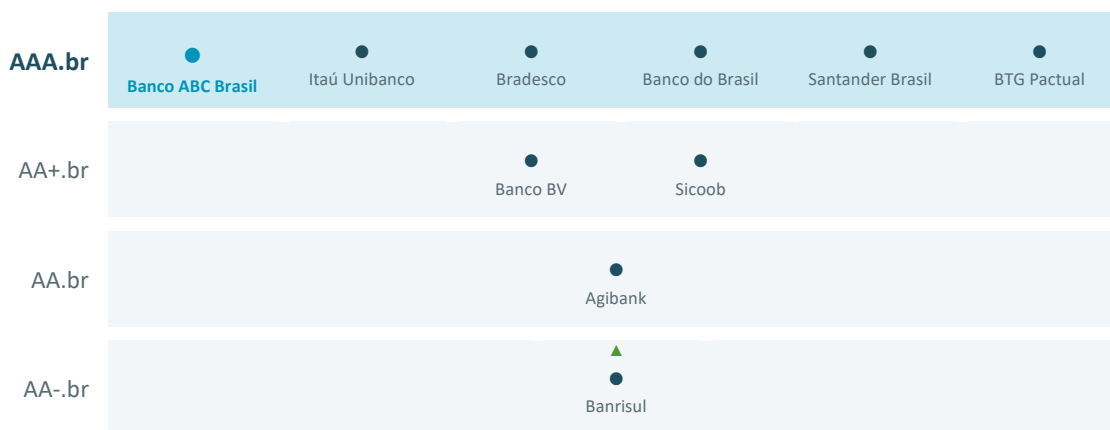
A abertura por segmento (gráfico acima à direita) é o dado que consideramos mais rico em informação. No Large Corporate a inadimplência é praticamente nula, em 0,06%; no Corporate, que responde por 63% da carteira, está em 0,44%; e no Middle, em 3,29%. O Middle é, por construção, o segmento que carrega risco, e é justamente por isso que ele paga mais. O que importa acompanhar é se esse 3,29% se mantém estável enquanto a carteira do segmento cresce quase 30% ao ano.

Porém, precisamos sempre monitorar: o provisionamento sobre o Estágio 3 recuou de 82% para 76%, e o custo do crédito de 0,8% para 0,6% (este último, segundo a própria administração, beneficiado por recuperações acima da média no trimestre). Em outras palavras, parte da melhora aparente do semestre tem componente não recorrente. Um investidor que projetar 0,6% de custo do crédito para os próximos anos estará, em nossa perspectiva, sendo otimista demais. Trabalhamos com uma normalização em direção ao patamar de 0,8% a 1,0%, coerente com uma carteira que cresce no *middle market*.

Rating e Percepção de Risco

No campo dos ratings, o ABC Brasil ocupa o topo da escala nacional de crédito. A Moody's Local Brasil afirma os ratings AAA.br do banco (a categoria mais elevada da escala doméstica), complementados por classificação de curto prazo ML A-1.br, com perspectiva estável. A agência destaca a consistência de métricas como risco de ativos, rentabilidade e capitalização, já testadas ao longo de diferentes condições de mercado e ciclos econômicos, além da franquia bem estabelecida no segmento de atacado e da elevada probabilidade de suporte do controlador.

Escala nacional brasileira de crédito — bancos avaliados



▲ perspectiva positiva

Fonte: ações de rating publicadas pela Moody's Local Brasil e páginas de relações com investidores de cada instituição; posição de setembro de 2026. A escala nacional ordena os emissores pela qualidade de crédito relativa dentro do Brasil, e AAA.br é o seu degrau mais alto.

A figura acima é, para nós, bem importante. O Banco ABC Brasil ocupa o mesmo degrau da escala nacional de crédito que Itaú Unibanco, Bradesco, Banco do Brasil, Santander Brasil e BTG Pactual, instituições cujos ativos são, em alguns casos, vinte vezes maiores que os seus. Não se trata de estar próximo dos grandes: é a mesma nota, na mesma escala, atribuída pela mesma agência. E o contraste com os degraus de baixo mostra que a escala tem espaço: Banco BV e Sicoob em AA+.br, Agibank em AA.br, Banrisul em AA-.br. Ser um banco de porte médio não coloca ninguém automaticamente no topo.

Na escala nacional, o ABC iguala os maiores bancos do país; ele não os supera, porque AAA.br é o teto e não há degrau acima. É na escala global que aparecem as duas diferenças a favor do banco. A primeira: a Moody's atribui ao ABC perspectiva positiva para o rating de depósito de longo prazo em moeda estrangeira, enquanto os grandes bancos brasileiros carregam perspectiva estável; ou seja, o ABC é o único do grupo cuja nota está sinalizada para cima. A segunda: a Fitch classifica o ABC em BB+, um degrau acima do BB atribuído ao Banco do Brasil, e no mesmo nível do Itaú Unibanco.

Ratings do Banco ABC Brasil:

Agência	Escala global	Perspectiva	Escala nacional	Perspectiva
Moody's	Ba1	positiva	AAA.br	estável
Fitch	BB+	estável	AAA (bra)	estável
S&P	BB	estável	brAAA	estável

Fonte: página de ratings do Banco ABC Brasil, atualizada em 5 de agosto de 2026. Na escala global, as notas de bancos brasileiros são limitadas pelo rating soberano do país

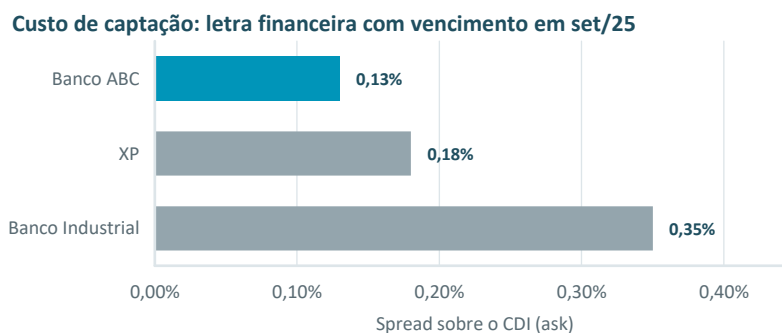
Há uma leitura estrutural por trás desses números. Os ratings em escala global de qualquer banco brasileiro são, na prática, limitados pelo rating soberano do Brasil: nenhuma instituição do país consegue ser classificada muito acima do governo que a regula e cuja dívida ela carrega. É por isso que Itaú, Bradesco, Banco do Brasil e ABC convergem todos para a faixa BB/Ba1 lá fora. O teto é o país, não o banco. Já na escala nacional, que compara emissores brasileiros entre si e expurga o risco soberano, a qualidade relativa de cada instituição aparece com nitidez, e é justamente ali que o ABC se senta à mesa dos grandes.

O relatório da Moody's também é útil pelo que aponta como risco: a manutenção da qualidade da carteira enquanto o banco expande operações. É exatamente a tensão central da tese que discutiremos adiante: crescer no Middle sem deteriorar o crédito. E é justo registrar que, na escala nacional, o rating já está no teto: não há para onde subir, apenas para onde cair, se a rentabilidade recuar de forma prolongada ou os índices de capital se aproximarem dos mínimos regulatórios.

Funding: Aspecto Subestimado

Se tivéssemos de eleger o aspecto mais subestimado do Banco ABC Brasil, escolheríamos a estrutura de captação. É um tema árido, que raramente aparece em manchete, e que, no entanto, determina boa parte da margem de um banco de atacado.

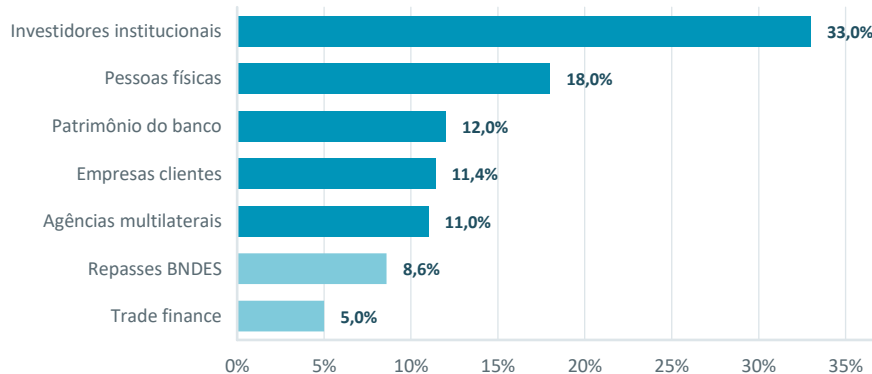
A lógica é simples. Um banco que não tem varejo não tem depósito à vista gratuito; ele precisa comprar o seu *funding* no mercado. O preço que paga por esse *funding*, e, tão importante quanto, o prazo pelo qual consegue comprá-lo, é a variável que separa um bom banco de atacado de um banco de atacado medíocre. E aqui o ABC se destaca de forma mensurável.



Fonte: apresentação interna da SFA a partir de cotações de mercado secundário.

O gráfico compara o spread sobre o CDI exigido pelo mercado para carregar letras financeiras de emissores distintos com vencimento equivalente. O ABC capta a 0,13% sobre o CDI; a XP, a 0,18%; o Banco Industrial, a 0,35%. São diferenças que parecem pequenas quando lidas isoladamente e que, aplicadas sobre uma base de captação da ordem de R\$ 60 bilhões, representam centenas de milhões de reais de margem ao longo de alguns anos. Isso, naturalmente, é o reflexo de seu rating AAA.br.

Estrutura de captação — 2T26 (≈ R\$ 60 bilhões)

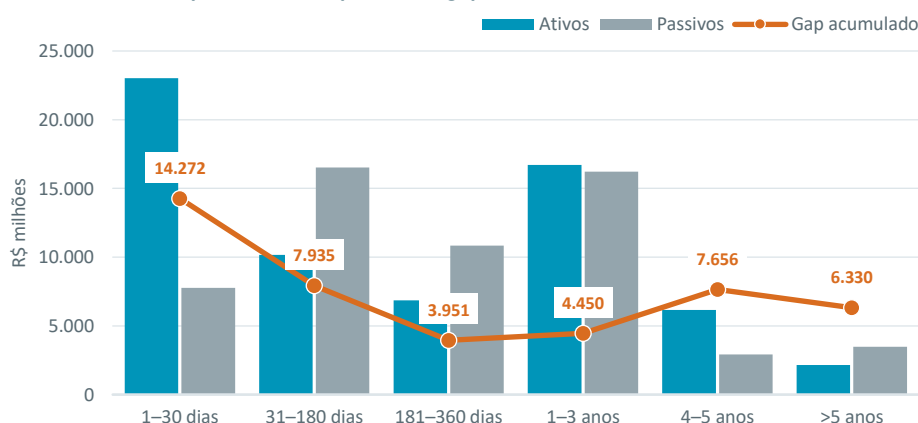


Fonte: elaboração própria a partir da apresentação de resultados do 2T26.

A estrutura é notavelmente diversificada. Investidores institucionais e pessoas físicas respondem por metade da captação; empresas clientes contribuem com 11,4%, e aqui há um ponto elegante do modelo, porque o mesmo cliente que toma crédito também deixa recursos no banco, o que reduz o custo efetivo do relacionamento. Agências multilaterais e repasses do BNDES somam quase 20%, *funding* tipicamente longo e de custo competitivo. O patrimônio do próprio banco financia 12% dos ativos.

Tão relevante quanto a composição é o prazo. O banco mantém, de forma consistente, uma estrutura de captação com prazos superiores ao prazo médio da carteira de crédito, o que reduz risco de refinanciamento e dá previsibilidade ao custo de *funding*.

Descasamento de prazos: ativos, passivos e gap acumulado



Fonte: apresentação interna da SFA a partir de dados da companhia.

Nas faixas de 31 a 180 dias e de 181 a 360 dias, vencem mais passivos do que ativos, ou seja, o gap de cada uma dessas faixas, visto isoladamente, é negativo. Isso é normal em um banco, uma vez que a transformação de prazos é uma função econômica da instituição. O que importa é o gap acumulado, que soma as diferenças entre ativos e passivos faixa a faixa, a partir do prazo mais curto. Na faixa de até 30 dias, ele é positivo em R\$ 14,3 bilhões, e esse saldo inicial cobre os gaps negativos das faixas seguintes: o acumulado permanece positivo em todas as faixas e termina em R\$ 6,3 bilhões. Na prática, o banco tem folga de liquidez imediata suficiente para absorver um estresse de captação sem precisar liquidar ativos a preço de mercado. É a definição operacional de prudência.

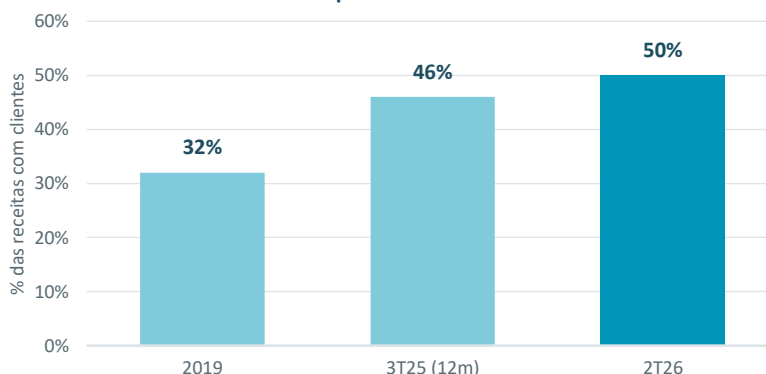
Um banco de atacado é, em essência, uma máquina de arbitrar risco de crédito e prazo. A qualidade dessa máquina se mede tanto pela consistência que ela ganha no ativo quanto pelo custo que ela paga no passivo. O ABC possui *funding* diversificado, barato e de longo prazo.

Diversificação de Receitas

A diversificação de receitas para além do crédito corporativo é o ponto central da tese. Vale explicitar por quê.

Um banco tem duas formas de elevar o retorno sobre o patrimônio. A primeira é ganhar mais por real de capital alocado, ou seja, elevar o spread. A segunda é ganhar receita que não consome capital regulatório algum, ou que consome muito pouco. A primeira é difícil no Large Corporate, porque grandes empresas têm poder de barganha. A segunda é uma escolha estratégica, e é exatamente a escolha que o ABC vem fazendo há cerca de cinco anos.

Receitas de baixo consumo de capital

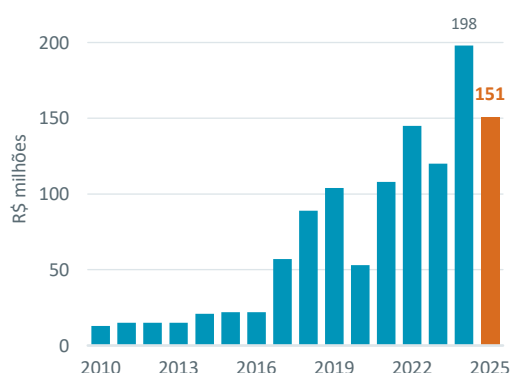


Fonte: elaboração própria a partir de divulgações do banco. Percentual das receitas com clientes que consomem pouco ou nenhum capital regulatório.

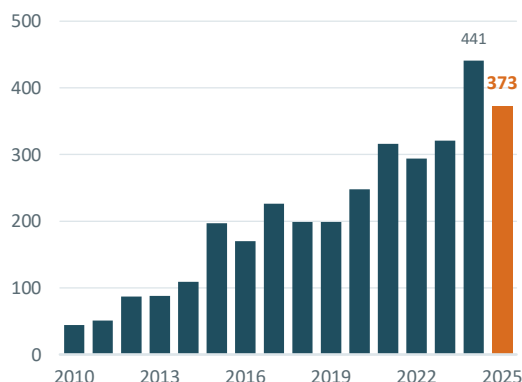
A proporção de receitas de baixo consumo de capital subiu de 32% em 2019 para cerca de 50% das receitas com clientes no segundo trimestre de 2026. É uma transformação estrutural do modelo econômico do banco, não um ajuste de margem. Cada ponto percentual migrado dessa forma é retorno sobre o patrimônio por construção, independentemente do que aconteça com o ciclo de crédito.

– Banco de Investimento e Tesouraria

Banco de investimento



Tesouraria (margem com mercado)



Fonte: planilha de séries históricas do Banco ABC Brasil (Central de Resultados, 2T26). Valores em R\$ milhões; a coluna em laranja destaca 2025.

O banco de investimento saiu de R\$ 12,7 milhões de receita em 2010 para R\$ 197,6 milhões em 2024, um crescimento de quinze vezes. O salto relevante acontece a partir de 2017, quando a operação deixa de ser um apêndice e passa a ter equipe, mandato e balanço. O ABC figura hoje entre os principais *underwriters* de renda fixa do mercado de capitais brasileiro e atua também em assessoria de fusões e aquisições.

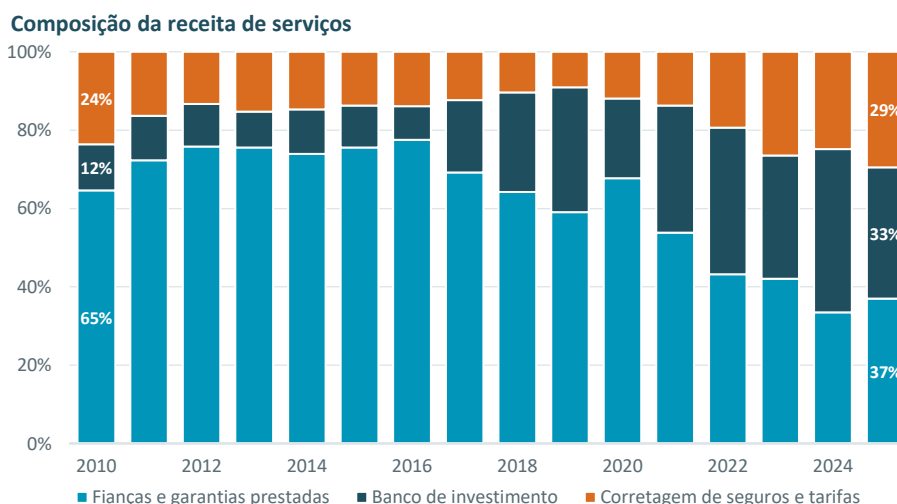
É preciso, porém, observar que em 2025 a receita recuou para R\$ 151,4 milhões, queda de 23% sobre o ano recorde. E o primeiro semestre de 2026 foi ainda mais fraco, com R\$ 49,0 milhões acumulados. A administração reconhece que a operação está abaixo do seu potencial e atribui o desempenho ao ritmo do mercado de capitais. Concordamos com o diagnóstico, mas registramos a consequência: essa é a linha mais volátil da diversificação e não deve ser projetada em linha reta.

A margem com mercado (a linha da tesouraria) seguiu trajetória semelhante, de R\$ 43,6 milhões em 2010 para R\$ 440,8 milhões em 2024, recuando para R\$ 373,1 milhões em 2025. Aqui vale o mesmo cuidado interpretativo: parte da receita de tesouraria de um banco de atacado é estruturalmente correlacionada ao nível de juros e à volatilidade de mercado, e, portanto, menos previsível do que a receita de crédito. Não a tratamos como receita

recorrente de mesma qualidade, e vale ressaltar que as duas linhas mais cíclicas do banco recuaram no mesmo ano em que o lucro bateu recorde.

Observa-se também que a transição ainda enfrenta oscilações. A receita de serviços somou R\$ 452,1 milhões em 2025, 4,6% abaixo dos R\$ 474,1 milhões de 2024; recuou 13,7% no primeiro trimestre de 2026, para R\$ 88,5 milhões; e se recuperou para R\$ 102,8 milhões no segundo. Um mercado de capitais mais ativo devolveria essa linha ao patamar recorde. É uma opcionalidade não precificada, mas também não é uma certeza.

– Seguros, Energia e a Nova Geração de Receitas



Fonte: planilha de séries históricas do Banco ABC Brasil (Central de Resultados, 2T26).

No gráfico acima podemos ver que em 2010 dois terços da receita de serviços do banco vinham de fianças e garantias prestadas (um produto excelente, ligado ao crédito, mas único); o banco de investimento respondia por 12% e a corretagem de seguros e tarifas, por 24%. Em 2025, as garantias caíram para 37% da linha, o banco de investimento subiu para 33% e a corretagem de seguros e tarifas alcançou 29%. Não houve queda em valor absoluto das garantias: elas cresceram de R\$ 69,8 milhões para R\$ 167,6 milhões no período. O que houve foi a construção, ao lado delas, de duas outras fontes de receita de tamanho comparável, mudando o mix. A corretora de seguros já opera com mais de vinte seguradoras, cobrindo de seguro de performance a seguro de crédito, e sua receita cresceu de forma ininterrupta nos últimos cinco anos, inclusive em 2025.

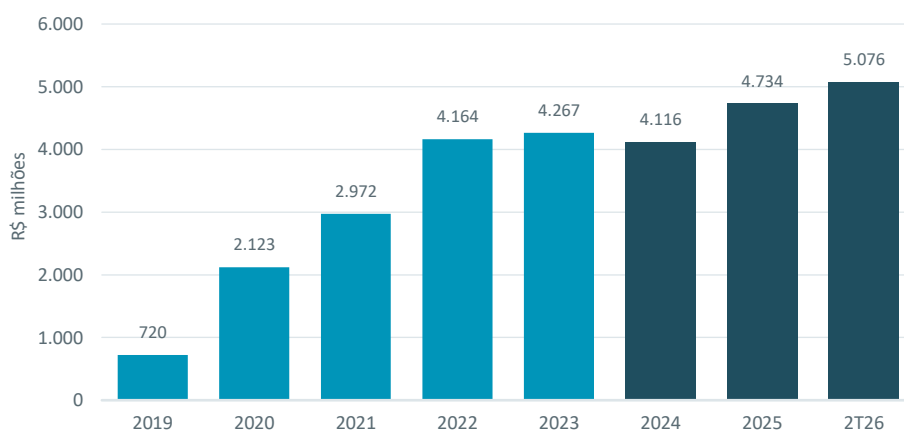
O padrão que esse gráfico mostra é que o banco demonstrou capacidade de construir, dentro da própria base de clientes, linhas de receita relevantes sem custo de aquisição e sem consumo de capital. Se ele conseguiu fazê-lo duas vezes, com banco de investimento e com seguros, a probabilidade de conseguir fazê-lo de novo com outros produtos é materialmente maior do que zero. O ano de 2020 marcou o lançamento da plataforma ABC Link e o início da ABC Brasil Energia; 2022 trouxe a recuperadora de crédito Visio; e o banco chegou a desenvolver uma mesa de crédito de carbono.

O mecanismo por trás disso é o *cross-sell*. Não é venda cruzada de “catálogo”, do tipo que um banco de varejo faz por aplicativo. É o *banker* que atende aquela empresa há doze anos identificando que ela vai precisar de hedge cambial para uma importação, de seguro garantia para um contrato público e de uma emissão de debêntures para alongar o passivo, e trazendo três produtos para dentro de um relacionamento que já existia. É por isso que a fidelização da base e a diversificação de receitas não são duas vantagens separadas: são a mesma vantagem, vista de dois ângulos.

O Middle Market: a Principal Avenida de Crescimento

O *middle market* é hoje a aposta de crescimento do Banco ABC Brasil, mas não é a primeira vez que o banco entra nesse segmento.

Carteira de crédito expandida do segmento Middle



Fonte: planilha de séries históricas do Banco ABC Brasil (Central de Resultados, 2T26). Posição de dezembro de cada exercício; último ponto em 30 de junho de 2026. Até 2023 vale a segmentação anterior (faturamento anual de R\$ 30 a R\$ 300 milhões); de 2024 em diante, a vigente (R\$ 30 a R\$ 500 milhões).

A operação atual começou em 2019, atendendo empresas com faturamento anual de R\$ 30 a R\$ 300 milhões, faixa depois ampliada para até R\$ 500 milhões. A trajetória fala por si: a carteira saiu de R\$ 720 milhões no encerramento de 2019 para R\$ 5,08 bilhões em junho de 2026, um crescimento de sete vezes. O gráfico também revela o ritmo dessa construção, que não foi linear. Houve um avanço muito forte entre 2019 e 2022, quando a carteira saltou de R\$ 0,7 bilhão para R\$ 4,2 bilhões; uma estabilização entre 2022 e 2024, com o segmento praticamente estagnado em torno de R\$ 4 bilhões enquanto o banco calibrava modelos e digeriria um ciclo de crédito adverso; e uma retomada a partir de 2025, com alta de 28,7% nos doze meses encerrados em junho, muito acima do *guidance* de 12% a 18% estabelecido para o ano. O segmento representa hoje 9% da carteira de crédito expandida.

Adotando um rigor maior na comparação, vale mencionar que há uma quebra metodológica entre 2023 e 2024: a segmentação foi revista e a faixa do Middle passou a ir até R\$ 500 milhões de faturamento, com realocação de clientes entre os segmentos.

A lógica estratégica é dupla: capturar margens mais altas, elevando a rentabilidade, e diversificar o risco, já que o cliente de médio porte ajuda a reduzir a exposição do banco a grandes tickets, pulverizando a carteira. Vale notar que esses dois objetivos puxam em direções opostas do ponto de vista do risco de crédito (margem mais alta é, por definição, compensação por risco mais alto), e a reconciliação entre eles depende inteiramente da qualidade do processo.

– A Primeira Tentativa, e Por Que Ela Falhou

A palavra “retomada” é proposital. O ABC já havia estruturado uma operação de *middle market* muito antes, em meados da década de 2000: montou a estrutura por volta de 2005, mirando empresas com faturamento anual entre R\$ 30 e R\$ 250 milhões, e em 2010 esse segmento já representava cerca de 14% da carteira, contra 86% do Corporate. Foi um período de expansão geográfica, com abertura de plataformas de negócios em várias praças do país.

A primeira metade dos anos de 2010 a 2020 foi marcada por forte recessão entre 2014-2016 e a consequente deterioração da qualidade de crédito entre empresas menores. Isto derrubou vários bancos de nicho focados nesse público. Neste período, o ABC decidiu recuar e voltar a concentrar esforços no Large Corporate, onde sua expertise em análise de risco era mais profunda. O retorno formal ao Middle só veio em 2019.

Entendemos que esse episódio merece destaque porque ele é o principal contra-argumento à tese, e um investidor que o ignore está sendo displicente. Então, a pergunta não é se “o Middle vai crescer?”, pois o segmento Middle do ABC está crescendo. A pergunta é: o que mudou para que desta vez o resultado seja diferente?

– O Que Mudou

Enxergamos três frentes:

- **A forma de operar.** A primeira tentativa apoiava-se em um modelo sob medida, com cada contrato customizado, abordagem que simplesmente não escala. Atender milhares de empresas de médio porte com processos manuais é caro, lento e arriscado. Desta vez o banco fez uma mudança estrutural: passou a calibrar seus modelos de crédito com maior uso de tecnologia e de dados de terceiros, recalibrou a oferta e o timing dos produtos, e investiu pesado em automação de esteiras e em sistemas de CRM para gerar e qualificar leads em escala. O ciclo de investimentos começou em 2019 e, segundo a direção, atingiu maturação a partir do fim de 2021.
- **O portfólio de produtos.** O banco passou a ser muito mais ativo em derivativos, cash management e câmbio (produtos que antes não faziam parte da oferta ao Middle) e a usar seu balcão para distribuir produtos de terceiros, como seguros. A iniciativa ABC Link associa escritórios parceiros para ampliar o alcance comercial. Esse leque melhora a margem por cliente e dilui o risco de uma relação puramente de crédito. É a diferença entre emprestar para uma empresa e ser o banco dela.
- **A postura de crescimento.** Em 2024, diante de um cenário mais adverso, a cautela deliberada no segmento contribuiu para a queda da inadimplência total, um crescimento disciplinado que prioriza qualidade sobre velocidade. O banco demonstrou, na prática, que está disposto a desacelerar o Middle quando o ciclo pede, o que é precisamente o que faltou a boa parte dos bancos de nicho que sucumbiram na década passada.

Nada disso elimina o risco. O grande teste de 2026 e 2027 será expandir o Middle no ritmo projetado sem deteriorar a qualidade do crédito, em um ambiente de juros ainda altos. Mas tecnologia, portfólio de produtos e prudência demonstrada (ausentes ou incompletos na primeira investida) fazem desta uma avenida de crescimento estruturalmente mais sustentável do que a anterior.

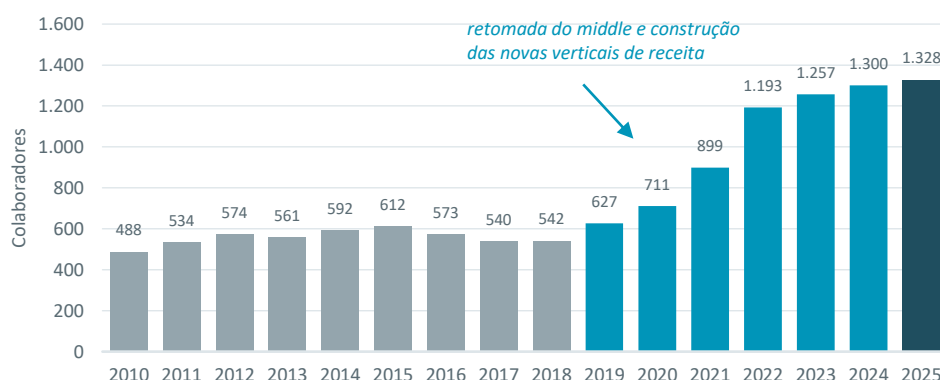
Observamos, aliás, um sinal que consideramos positivo e que passa despercebido: o Middle cresceu 28,7% em doze meses e, no mesmo período, os atrasos acima de 90 dias caíram para 0,6% e a soma dos Estágios 2 e 3 recuou. Crescer rápido com risco caindo é a combinação que a primeira tentativa não conseguiu entregar. Um semestre não é uma tendência, mas é o tipo de evidência que procurávamos.

Alavancagem Operacional: o Custo Que Já Foi Pago

Há uma visão do Banco ABC que é bastante comum no mercado e, a nosso ver, equivocada: a de que o banco tem um problema de custos. O índice de eficiência encerrou 2025 em 39,2% e o segundo trimestre de 2026 em 41,2%, acima da faixa de 37,5% a 39,5% prometida no *guidance*, com as despesas crescendo 13,9% em doze meses contra uma meta de 4% a 8%. Lido isoladamente, é um dado ruim.

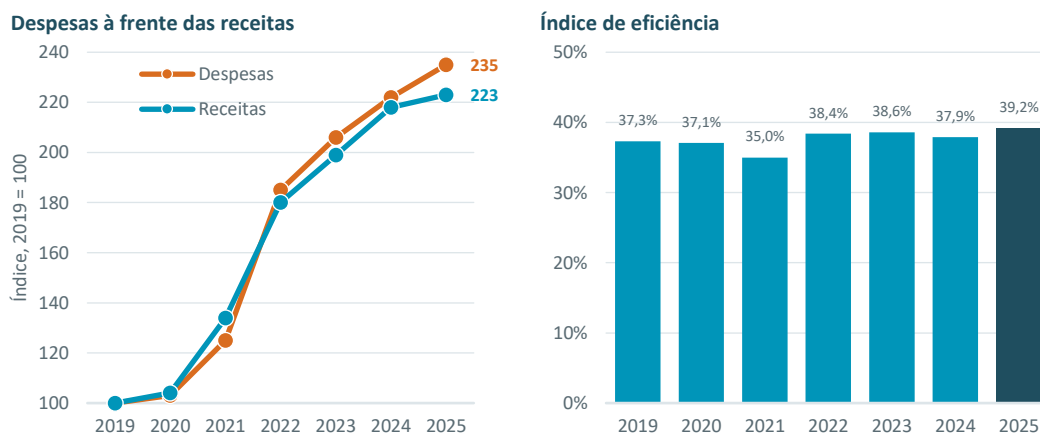
Lido em contexto, é outra coisa. Observe o que aconteceu com o quadro de pessoal do banco.

Quadro de colaboradores



Fonte: 2010 a 2021, apresentação interna da SFA a partir de dados da companhia; 2022 a 2025, planilha de séries históricas do Banco ABC Brasil (Central de Resultados, 2T26).

Entre 2010 e 2018, o quadro do ABC ficou praticamente estável: oscilou entre 488 e 592 pessoas, com uma redução proposital entre 2016 e 2017. A partir de 2019, ele mais que dobrou, chegando a 1.328 colaboradores no encerramento de 2025 e a 1.357 no segundo trimestre de 2026. Isto é a construção simultânea de uma operação de *middle market* do zero, de um banco de investimento triplicado, de verticais dedicadas para agronegócio e mercado imobiliário, de uma corretora de seguros, de uma comercializadora de energia e de uma recuperadora de crédito. Note, porém, o ritmo: entre 2022 e 2025 o quadro cresceu apenas 11%, contra 120% nos três anos anteriores. A fase de contratação pesada terminou.



Fonte: planilha de séries históricas do Banco ABC Brasil (Central de Resultados, 2T26). Índices com base 100 em 2019; receitas e despesas conforme a composição do índice de eficiência divulgada pela companhia.

O painel da esquerda é a fotografia do investimento. Entre 2019 e 2025, as receitas do banco cresceram 123%, de R\$ 1,27 bilhão para R\$ 2,83 bilhões, e as despesas cresceram 135%, de R\$ 472 milhões para R\$ 1,11 bilhão. A diferença de doze pontos percentuais entre as duas curvas é, literalmente, o custo de construção da franquia, e é ela que aparece no índice de eficiência do painel da direita: 37,3% em 2019, 39,2% em 2025 e 41,2% no segundo trimestre de 2026.

Vale notar um detalhe que o gráfico revela e que raramente é mencionado: a maior parte do descolamento se deu entre 2021 e 2023, quando as despesas dispararam com a montagem das novas estruturas. De 2023 em diante, as duas curvas voltaram a correr praticamente em paralelo: as receitas cresceram 12,2% e as despesas, 13,9% no biênio. O problema de eficiência do ABC não está piorando; ele está estabilizado no patamar para o qual foi levado pelo ciclo de investimento.

A questão, para o investidor, é o que fazer com essa informação. Há duas leituras possíveis.

A leitura pessimista: o banco gastou e não entregou; o índice de eficiência deteriorou de 35,0% em 2021 para 39,2% em 2025; o ROE caiu de 16,2% em 2022 para 13,9% no primeiro semestre de 2026; a diversificação não funcionou.

A leitura que nos parece mais fiel aos fatos: o banco fez, de uma só vez e em um intervalo de cinco anos, o conjunto de investimentos estruturantes que sustentam a operação pelos próximos dez. Esses investimentos têm natureza de custo fixo: a esteira automatizada de crédito ao Middle, o CRM, a plataforma de produtos, a equipe de banco de investimento. Uma vez construídos, o custo marginal de atender o próximo cliente é uma fração do custo de atender o primeiro. Isto é, existe alavancagem operacional, e essa é a razão pela qual a administração sinaliza que pretende elevar o retorno sobre o patrimônio em dois a três pontos percentuais no médio prazo.

Reconhecemos que essa é uma leitura e não um fato. O que a torna verificável é o comportamento futuro da relação entre receita e despesa: se a receita passar a crescer acima das despesas nos próximos trimestres, a leitura se confirma; se o descolamento persistir por mais dois ou três anos, ela se desmancha. É um dos pontos que acompanhamos com mais atenção.

O Contrafactual: o ROAE Seria Melhor Sem a Diversificação?

Um cético faria a seguinte pergunta: o ABC gastou muito, viu a eficiência piorar e o ROE recuar. Não teria sido melhor ficar como estava, um banco de Large Corporate e tesouraria, enxuto, previsível e sem aventuras?

O banco não divulga rentabilidade por segmento, então o raciocínio que segue parte da dinâmica de spreads e da própria trajetória histórica, e não de uma decomposição exata. Feita essa ressalva, a conclusão estrutural nos parece clara: não. Sem diversificar com receitas para além do crédito, o retorno do ABC muito provavelmente seria mais baixo e mais volátil, e não melhor.

O argumento é direto. O modelo pré-diversificação é, por natureza, de spread baixo: grandes empresas operam com dezenas de bancos, fazem leilão de taxas e têm poder de barganha. Foi precisamente por isso que o ROE do banco ficava abaixo dos pares e desabou para 7,7% quando o ciclo de juros virou em 2020. A recuperação para 15% a 16% coincide, no tempo, com a rampa do *middle market* e das receitas de tarifas. Em outras palavras, a diversificação foi o mecanismo que tirou o banco de uma faixa de retorno estruturalmente mais baixa e o levou a um patamar mais alto e menos dependente do nível da Selic.

Dito isso, há três observações que impedem uma resposta simplista.

- No curto prazo, a diversificação chegou a deprimir o retorno. O Middle carrega mais risco de crédito, então as provisões sobem quando ele acelera; somados os investimentos estruturantes, a rentabilidade recente foi pressionada: o ROAE recuou para 13,5% no primeiro trimestre de 2026, antes de se recuperar para 14,3% no segundo. Em um trimestre isolado, o retorno pareceria opticamente melhor sem esses gastos. Mas isso confunde o custo de construção de uma franquia de maior retorno com o retorno em si.
- O modelo tradicional entregava algo que a diversificação sacrifica em parte: previsibilidade e inadimplência mínima. Quem valoriza um retorno mais baixo, porém extremamente estável e defensivo, pode argumentar que o mix antigo era melhor em base ajustada ao risco em certos cenários. É uma questão de preferência entre retorno e volatilidade, não de superioridade absoluta.
- A execução ainda não está comprovada. A tese depende de o Middle amadurecer com qualidade de crédito preservada e de a receita passar a crescer acima das despesas. Nenhuma das duas coisas está garantida.

Nossa posição é a de sempre: buscamos empresas que procuram ampliar a geração de valor, ainda que ao custo de alguma volatilidade de curto prazo. No caso do Banco ABC, enxergamos uma oportunidade real de expansão do retorno e do lucro, e aceitamos conscientemente o ruído de curto prazo que acompanha essa transição.

– Síntese da Década

Na década, o ABC saiu de um ROAE de cerca de 15% para um vale de 7,7% em 2020 e de volta para 15% a 16% entre 2022 e 2025, sustentado por Selic alta, disciplina de custos, qualidade de crédito e, sobretudo, pela migração para segmentos de spread mais alto e receitas de baixo consumo de capital. O contrafactual mais plausível é que, sem diversificar, o banco teria um retorno estruturalmente mais baixo e mais refém do ciclo de juros, mais estável e defensivo, sim, mas não mais rentável.

O paradoxo do momento atual é que a fase de investimento e o maior provisionamento do Middle estão segurando o retorno no curto prazo, justamente para destravar os dois a três pontos percentuais adicionais que a direção persegue no médio prazo. É nesse paradoxo, e no preço que o mercado atribui a ele, que a oportunidade se forma.

A Decomposição do Retorno

Para entender o que move o retorno do Banco ABC e, portanto, o que precisa acontecer para que ele suba, é útil decompor o resultado em suas forças elementares. Quatro delas explicam praticamente toda a evolução da rentabilidade do banco ao longo da última década.

1 – Primeira Força: o Spread de Crédito

O spread está ligado diretamente ao mix de clientes. No Large Corporate, ele é estruturalmente estreito, porque o cliente tem acesso ao mercado de capitais e negocia com dezenas de bancos. No Corporate, é intermediário. No Middle, é significativamente maior, porque a empresa de médio porte tem menos alternativas e valoriza disponibilidade e velocidade tanto quanto preço. Essa é a razão aritmética pela qual a migração de mix é positiva à rentabilidade: cada real de carteira que sai do Large e entra no Middle rende mais.

O que observamos no primeiro semestre de 2026 é que essa força está funcionando, mas parcialmente neutralizada. A margem com clientes cresceu 6,7% enquanto a carteira cresceu 8,3%, ou seja, a melhora de mix está sendo compensada por compressão de preço no crédito corporativo. É por isso que o retorno não subiu apesar de o mix ter melhorado.

2 – Segunda Força: o Mix de Receitas

Distinta da primeira, e mais poderosa no longo prazo. Enquanto o spread depende de quem é o cliente, o mix de receitas depende do que se vende a ele. Uma comissão de corretagem de seguros, uma taxa de estruturação de uma emissão de debêntures ou uma tarifa de cash management não consomem capital regulatório. Como o retorno sobre o patrimônio é lucro dividido por capital, qualquer receita cujo denominador é próximo de zero eleva o índice mecanicamente.

Essa é a força que mais avançou: as receitas de baixo consumo de capital saíram de 32% para cerca de 50% das receitas com clientes em sete anos. E é a força de que menos se fala, porque ela não aparece em nenhuma linha isolada do resultado, e sim na composição.

3 – Terceira Força: a Disciplina de Custos

Historicamente um ponto forte do banco: o índice de eficiência ficou entre 35,0% e 38,6% em todos os anos de 2019 a 2024, um patamar competitivo mesmo em comparação com instituições muito maiores. É justamente essa história que torna os números atuais, 39,2% em 2025 e 41,2% no segundo trimestre de 2026, um desvio digno de nota, e não um estado natural. O banco sabe operar com eficiência de 35%; a questão é quando volta a fazê-lo.

4 – Quarta Força: a Qualidade do Crédito

A força mais silenciosa e a mais decisiva. Um banco com inadimplência de 0,6% e cobertura de 377% converte praticamente toda a margem bruta em resultado; um banco com inadimplência de 3% entrega o mesmo spread ao acionista na forma de provisão. O ABC manteve as operações em atraso acima de 90 dias em patamares consistentemente inferiores a 1% da carteira: o indicador ficou em 0,95% no pior trimestre do último ano e meio e em 0,48% no melhor. Isso significa que a provisão nunca foi a variável que definiu o resultado do banco.

As quatro forças apontam na mesma direção, com velocidades diferentes. O mix de receitas já entregou; o mix de clientes está entregando; a qualidade do crédito não é um problema; e a disciplina de custos é a única que atualmente subtrai. Como as três primeiras são estruturais e a quarta é, na nossa leitura, conjuntural, a assimetria nos parece favorável.

– O Que Isso Implica Para o Retorno Futuro

Combinando as quatro forças, chegamos ao caminho aritmético para os dois a três pontos percentuais de expansão de retorno que a administração sinaliza. Aproximadamente um ponto vem da normalização do índice de eficiência de 41% para a faixa de 38%. Outro ponto vem da continuidade da migração de mix, tanto de clientes quanto de receitas, mantido o ritmo dos últimos anos. E o terceiro, mais incerto, depende de reprecificação dos spreads no crédito corporativo, que não está sob controle do banco.

– Concentração, Garantias e o Desenho do Risco

Uma pergunta importante sobre qualquer banco de atacado diz respeito à concentração. Tickets grandes significam que a inadimplência de um único cliente pode mover o resultado de um trimestre, risco que um banco de varejo não possui devido a milhões de contratos pequenos.

O ABC administra esse risco por três mecanismos. O primeiro é a diversificação setorial: a carteira é distribuída entre setores da economia de forma deliberadamente equilibrada, evitando exposições que se correlacionem em um mesmo choque. A Moody's Local destaca esse ponto ao afirmar que a concentração do banco é controlada e a diversificação setorial adequada.

O segundo é a estrutura de garantias. Diferentemente do crédito ao consumo, praticamente toda operação corporativa relevante do banco vem acompanhada de garantias reais, recebíveis cedidos, avais ou *covenants* financeiros que disparam renegociação antes da inadimplência. É a razão pela qual a migração entre estágios de risco é, para o ABC, um indicador antecedente muito mais informativo do que a inadimplência em si, e por isso o acompanhamos com atenção.

O terceiro, e talvez o mais importante, é a própria migração para o *middle market*. Ao adicionar milhares de tickets menores à carteira, o banco reduz mecanicamente a sua concentração. É um efeito colateral positivo da estratégia de crescimento que raramente entra na discussão: o Middle não apenas eleva o spread, como pulveriza o risco que o modelo de Large Corporate concentrava.

Vale registrar o que as três medidas de qualidade do 2T26 dizem em conjunto. Com 93,5% da carteira no Estágio 1, cobertura de 377% e atrasos acima de 90 dias em 0,6%, o banco tem provisão constituída equivalente a mais de três vezes e meia o volume de operações efetivamente inadimplentes. Isso significa que seria necessária uma deterioração muito significativa, não um trimestre ruim, mas uma reversão de ciclo, para que a provisão existente se mostrasse insuficiente.

As Novas Verticais, Uma a Uma

A diversificação de receitas do ABC é um conjunto de negócios específicos, cada um com sua lógica econômica. Vale examiná-los individualmente, porque a qualidade dessas receitas varia bastante e o mercado tende a tratá-las como um bloco único.

1 – Banco de Investimento

Estruturado em 2013 com Debt Capital Markets e M&A, e reorganizado em 2023 sob a forma de *partnership*, o banco de investimento é a vertical mais relevante em receita e a mais cíclica em comportamento. O ABC figura entre os principais *underwriters* de renda fixa do mercado brasileiro, o que não é uma posição trivial para uma instituição do seu porte: ela decorre diretamente do relacionamento de crédito, porque o banco que já conhece o emissor e já carrega risco dele é o candidato natural a estruturar a emissão.

A receita saiu de R\$ 12,7 milhões em 2010 para R\$ 197,6 milhões em 2024, recuando para R\$ 151,4 milhões em 2025 e acumulando apenas R\$ 49,0 milhões no primeiro semestre de 2026. A administração reconhece que a operação está abaixo do seu potencial, à espera de um mercado de capitais mais ativo. Tratamos isso como opcionalidade: não projetamos recuperação nos nossos números, mas reconhecemos que um ciclo favorável de emissões adicionaria receita de alta margem sem consumo relevante de capital.

2 – Corretagem de Seguros

Constituída em 2021, é a vertical que mais nos impressiona, não pelo tamanho absoluto, mas pela regularidade: a linha de corretagem de seguros e tarifas saiu de R\$ 31,2 milhões em 2020 para R\$ 133,1 milhões em 2025, crescendo em todos os anos do período, inclusive naquele em que o banco de investimento e a tesouraria recuaram. Responde hoje por 29% da receita de serviços. Opera com mais de vinte seguradoras e cobre desde seguro de performance até seguro de crédito. A lógica econômica é quase perfeita para um banco de atacado: o cliente já

existe, o *banker* já o atende, o produto é distribuído sem capital e a receita é uma comissão recorrente. É o caso mais puro de *cross-sell* dentro da base.

3 – ABC Brasil Energia

Iniciada em 2020, a comercializadora de energia atende empresas que migraram ou pretendem migrar para o mercado livre. É um negócio de margem menor e mais operacional do que os anteriores, mas cumpre duas funções: gera receita adicional por cliente e, sobretudo, aumenta a frequência de contato comercial com empresas de médio porte, justamente o segmento que o banco quer penetrar. Vemos essa vertical como fonte de lucro e como instrumento de aquisição e retenção de relacionamento.

4 – ABC Link

Lançada em 2020, a plataforma associa escritórios parceiros para ampliar o alcance comercial do banco. É a resposta do ABC a um problema estrutural: atender empresas de médio porte espalhadas pelo país exigiria uma rede de agências que o banco não tem e não quer ter. A solução por meio de parceiros terceiriza a capilaridade sem carregar o custo fixo. É também, convém dizer, a iniciativa com mais pontos de interrogação, porque o controle de qualidade da originação em canal terceirizado é historicamente o calcanhar de Aquiles de modelos assim.

5 – Visio

Criada em 2022, a recuperadora de crédito internaliza um processo que antes era terceirizado ou simplesmente abandonado. Para um banco com inadimplência de 0,6%, a Visio não é uma fonte relevante de receita, mas é um instrumento de gestão de risco. As recuperações acima da média que reduziram o custo do crédito para 0,6% no segundo trimestre de 2026 passam, em alguma medida, por essa estrutura.

6 – Verticais de Agronegócio e Mercado Imobiliário

Diferentemente das anteriores, estas não são novas empresas, mas especializações setoriais dentro da operação de crédito. A lógica é a mesma que sustenta a análise de crédito do banco: conhecimento específico do setor reduz assimetria de informação, melhora a precificação e permite competir em nichos onde os grandes bancos aplicam modelos padronizados. São, na nossa leitura, as extensões mais naturais da competência central do ABC.

As verticais e a qualidade da receita que geram:

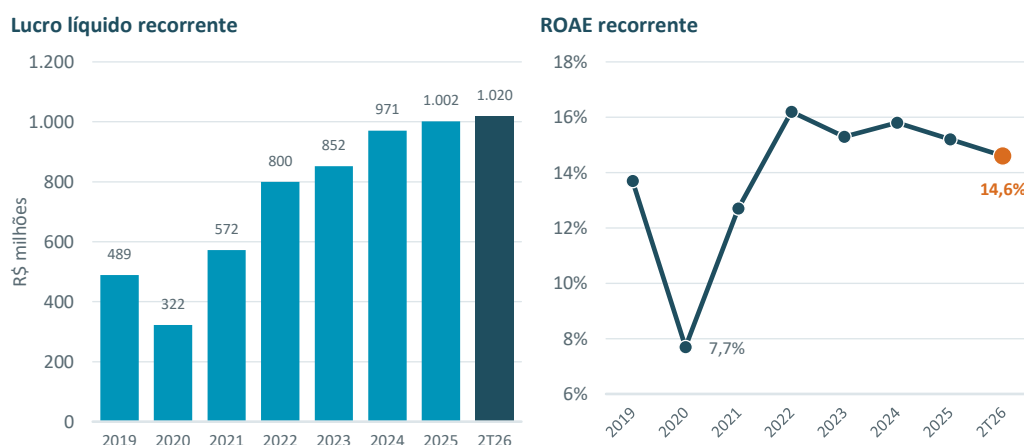
Vertical	Ano	Consumo de capital	Previsibilidade da receita
Banco de investimento	2013	Baixo	Cíclica
Corretagem de seguros	2021	Nenhum	Alta e recorrente
ABC Brasil Energia	2020	Baixo	Média
ABC Link	2020	Indireto (via crédito)	Média
Visio	2022	Nenhum	Contracíclica
Agro e imobiliário	—	Alto (crédito)	Alta
Fianças e garantias	histórico	Baixo	Alta e recorrente

Fonte: elaboração própria a partir de divulgações do banco.

A leitura consolidada do quadro é a que sustenta a tese: a maior parte das receitas construídas nos últimos cinco anos consome pouco ou nenhum capital regulatório, e uma parte relevante delas é recorrente. Foi isso que levou as receitas de baixo consumo de capital de 32% para cerca de 50% das receitas com clientes, e é isso que, mantida a trajetória, eleva o retorno sobre o patrimônio independentemente do ciclo de crédito.

O Banco ABC Atual

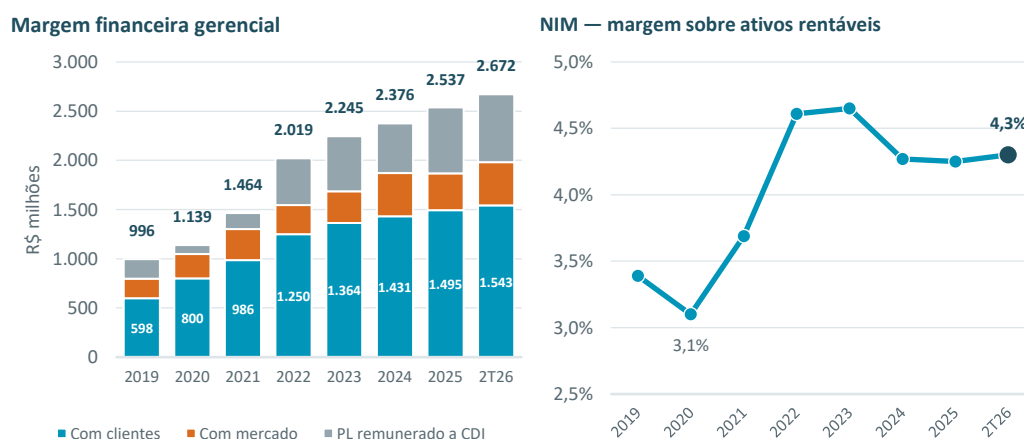
O semestre que se encerrou trouxe um conjunto de números que ilustra bem a fase de transição do banco: crescimento sólido de carteira e de margem, risco de crédito em melhora, rentabilidade abaixo do padrão histórico e despesas acima do prometido.



Fonte: planilha de séries históricas do Banco ABC Brasil (Central de Resultados, 2T26). O último ponto corresponde aos doze meses encerrados em 30 de junho de 2026.

O lucro líquido recorrente somou R\$ 230,2 milhões no primeiro trimestre e R\$ 257,3 milhões no segundo, este último com alta de 5,4% em doze meses e de 11,8% sobre o trimestre anterior. Nos doze meses encerrados em junho, o acumulado chegou a R\$ 1.019,9 milhões, ainda acima dos R\$ 1.002,0 milhões de 2025. É a rentabilidade, e não o lucro, que desacelerou: o ROAE recuou de 15,2% no ano fechado para 14,6% na janela de doze meses, com leituras trimestrais de 13,5% e 14,3% no semestre, depois de 16,3% no quarto trimestre de 2025.

É uma desaceleração real, e não vale minimizá-la. Mas vale notar que parte dela é aritmética e não operacional: o patrimônio líquido saltou de R\$ 6,76 bilhões para R\$ 7,26 bilhões entre dezembro e junho por conta do aumento de capital, aumentando o denominador antes que o capital tivesse tempo de ser empregado. Na leitura anual do gráfico acima, o que se vê é um banco que segue no patamar de 14% a 16% para onde voltou em 2022, e não um banco em deterioração.



Fonte: planilha de séries históricas do Banco ABC Brasil (Central de Resultados, 2T26). O último ponto corresponde aos doze meses encerrados em 30 de junho de 2026; o NIM anual é a média das leituras trimestrais do período.

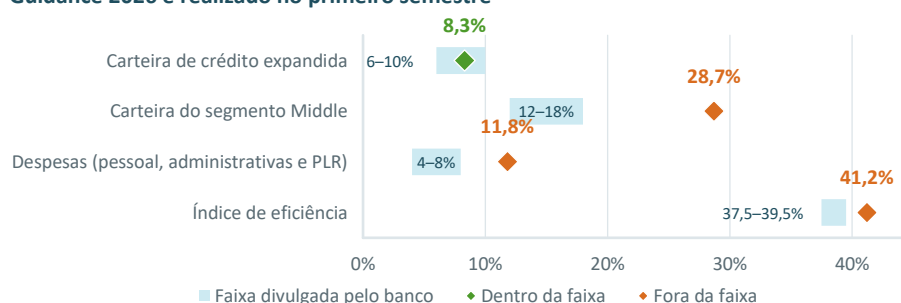
A margem financeira gerencial cresceu 9,1% em doze meses, alcançando R\$ 659,2 milhões no segundo trimestre, e acumula R\$ 2.672 milhões na janela de doze meses, contra R\$ 2.537 milhões em 2025 e R\$ 996 milhões em 2019. Em seis anos e meio, a margem quase triplicou. A decomposição anual, no painel da esquerda, mostra de onde veio esse crescimento: a margem com clientes saiu de R\$ 598 milhões para R\$ 1.543 milhões, a margem com mercado, a parcela ligada à tesouraria, de R\$ 198 milhões para R\$ 432 milhões, e a remuneração do patrimônio líquido aplicado ao CDI, de R\$ 200 milhões para R\$ 698 milhões.

Três observações. A primeira: no semestre, a margem com clientes cresceu 6,7%, abaixo do crescimento da carteira de 8,3%, sinal de que o spread médio continua sob pressão. A segunda: a margem com mercado é a linha menos previsível do resultado, como se vê na oscilação entre 2022 e 2025, e não projetamos repetição do desempenho recente. A terceira, e mais importante na leitura longa: a remuneração do próprio patrimônio ao CDI respondeu por 26% da margem na janela de doze meses, contra 20% em 2019, ou seja, o peso do nível da Selic no resultado aumentou, e não diminuiu. É um lembrete de que a desvinculação do banco em relação ao ciclo de juros avançou nas receitas de serviços, mas ainda não na margem financeira.

Na leitura anual do painel da direita, o NIM saiu de 3,4% em 2019 e de um piso de 3,1% em 2020, o ano da Selic a 2%, para 4,3% nos doze meses encerrados em junho, tendo alcançado 4,6% em 2022 e 2023. Ou seja: o banco opera hoje com margem estruturalmente superior à da era pré-diversificação, mas ainda abaixo do pico do ciclo de juros altos. No trimestre isolado, o NIM ficou em 4,08%, praticamente no mesmo nível de um ano antes e bem abaixo do pico de 4,74% do quarto trimestre de 2025; a administração espera recuperação no segundo semestre, seguindo o padrão sazonal em que o último trimestre é o mais forte do ano.

– Guidance: Onde o Banco Está Entregando e Onde Não Está

Guidance 2026 e realizado no primeiro semestre



Fonte: elaboração própria a partir do *guidance* divulgado pelo banco e dos números do 2T26.

O quadro é bastante claro. A carteira de crédito expandida cresceu 8,3% em doze meses, confortavelmente dentro da faixa de 6% a 10%. O Middle cresceu 28,7%, muito acima da faixa de 12% a 18%, uma boa notícia com uma nota de rodapé, porque crescer acima do planejado em um segmento de maior risco é exatamente o tipo de coisa que exige acompanhamento. As despesas cresceram 11,8% no semestre contra uma faixa de 4% a 8%, e o índice de eficiência ficou em 41,2% contra uma faixa de 37,5% a 39,5%.

Assim, nota-se que o banco está entregando volume acima do prometido e custo acima do prometido. A tese depende de que a primeira parte se converta em receita antes que a segunda comprometa a rentabilidade. E esse é o principal ponto a que estaremos atentos nos próximos trimestres.

Indicadores-chave do Banco ABC Brasil — 2T26:

Indicador	2T26	Referência
Lucro líquido recorrente	R\$ 257,3 milhões	+5,4% em 12 meses
ROAE anualizado	14,3%	15,2% em 2025
Margem financeira gerencial	R\$ 659,2 milhões	+9,1% em 12 meses
NIM	4,08%	4,74% no 4T25
Receita de serviços	R\$ 102,8 milhões	R\$ 88,5 milhões no 1T26
Carteira de crédito expandida	R\$ 56,5 bilhões	+8,3% em 12 meses
Atrasos acima de 90 dias	0,59% da carteira	índice de cobertura de 377%
Patrimônio líquido	R\$ 7,26 bilhões	R\$ 6,76 bilhões em dez/25
Custo do crédito	0,6%	0,8% no 1T26

Indicador	2T26	Referência
Índice de Basileia	16,2%	mínimo regulatório de 10,5%
Capital de nível 1	13,7%	capital principal de 11,9%
Índice de eficiência	41,2%	<i>guidance</i> de 37,5% a 39,5%
Captação total	cerca de R\$ 60 bilhões	prazo médio superior ao da carteira
Receitas de baixo consumo de capital	cerca de 50%	32% em 2019
Clientes corporativos	4.467	—

Riscos: o Que Pode Dar Errado

Vamos nos debruçar agora sobre o que pode invalidar a tese. Estes são os riscos que consideramos materiais, por ordem de importância:

– Execução no Middle Market

É o risco número um, pelo simples fato de que o banco já tentou e já falhou uma vez. Um ciclo de crédito adverso que atinja empresas de faturamento entre R\$ 30 e R\$ 500 milhões testaria simultaneamente os modelos de crédito recalibrados, as esteiras automatizadas e a disciplina da administração. Se o resultado desse teste for uma repetição de 2014-2016, a avenida de crescimento vira um passivo e, pior, o banco terá gastado cinco anos e um balanço para construí-la. Acompanhamos esse risco pelo comportamento da inadimplência do segmento e pelo ritmo de provisionamento.

– Compressão de Spreads no Crédito Corporativo

A liquidez abundante no mercado de capitais brasileiro tem permitido que grandes empresas se financiem diretamente, a custos que o crédito bancário não consegue acompanhar. Players de mercado apontam que os spreads ajustados ao risco no crédito corporativo ainda não voltaram a níveis adequados. Se essa situação persistir, a margem com clientes continuará crescendo abaixo da carteira, que foi exatamente o que vimos no semestre. A consequência é um ROE que se acomoda em torno de 14% em vez de subir para 16% ou 17%.

– Despesas Que Não se Convertem em Receita

Toda a leitura otimista sobre alavancagem operacional depende de uma premissa: a de que os investimentos dos últimos cinco anos são custo fixo já pago. Se, em vez disso, o crescimento das despesas se revelar estrutural porque atender o Middle exige mais gente do que se imaginava, ou porque a competição por talentos no banco de investimento pressiona a folha, o índice de eficiência não volta para a faixa de 37% e a expansão de retorno simplesmente não acontece.

– Sensibilidade a Juros e ao Ciclo

Apesar da diversificação, o ABC continua sendo um banco. Um ciclo de queda acentuada da Selic reduz a rentabilidade do capital aplicado em tesouraria e comprime a margem com mercado, que, como vimos, respondeu por parte relevante do crescimento do semestre. Um ciclo de alta prolongada, por outro lado, pressiona a capacidade de pagamento dos tomadores.

– Porte, Liquidez e Cobertura

O ABC é um banco de porte médio disputando espaço com instituições muito maiores, e a ação tem liquidez modesta em comparação com os grandes bancos. Isso tem duas consequências práticas: primeiro, movimentos de entrada e saída de investidores institucionais podem deslocar o preço de forma desproporcional ao fluxo de notícias;

segundo a cobertura de *sell side* é reduzida (sete casas acompanham o papel), o que significa menos olhos sobre a tese e menos gatilhos de reprecificação.

– Estrutura de Controle

Discutimos acima a resiliência demonstrada durante a Primavera Árabe e seguimos confortáveis com a segregação regulatória e patrimonial da operação brasileira. Ainda assim, seria intelectualmente desonesto classificar como nulo o risco de que uma deterioração no controlador final afete a percepção de risco do papel, o custo de captação ou o apetite de investidores estrangeiros. É um risco de percepção mais do que de substância, mas percepção move preço.

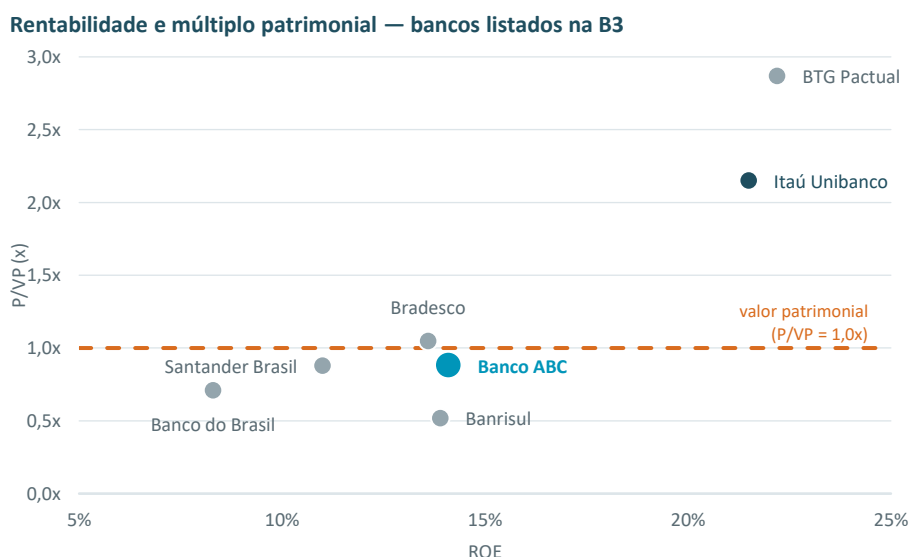
Vale registrar o que consideramos que não é um risco relevante neste caso: solvência. Com Basileia de 16,2%, cobertura de 377% e uma carteira em que 93,5% das operações estão no Estágio 1, a discussão sobre o ABC é sobre a taxa de retorno, não sobre a preservação do capital. Essa distinção é o que nos permite carregar a posição com tranquilidade através do ruído de curto prazo.

Valuation: o Que o Preço Está Dizendo

Chegamos ao ponto que, em nossa leitura, transforma um bom banco em um bom investimento.

A ação negocia a R\$ 24,80, com valor de mercado de aproximadamente R\$ 6,4 bilhões contra um patrimônio líquido de R\$ 7,26 bilhões e um valor patrimonial por ação de R\$ 28,17 no encerramento do segundo trimestre. Isso corresponde a um P/L em torno de 6,3x, a um P/VP de 0,88x, portanto abaixo do seu valor patrimonial, e a um *dividend yield* de 10,9% nos últimos doze meses.

O fato de a ação negociar abaixo do valor patrimonial merece ser observado com cuidado, porque ele carrega uma afirmação econômica implícita bastante forte. Na teoria financeira, uma instituição que remunera o capital próprio consistentemente igual ou acima do seu custo de capital deveria valer pelo menos o patrimônio que possui. O contrário, negociar abaixo do patrimônio, é a afirmação de que a instituição vai destruir valor sobre cada real adicional de capital que reter.



Fonte: elaboração própria a partir de dados de mercado, com posição de setembro de 2026.

Entre os bancos privados listados, o ABC apresenta uma combinação favorável de rentabilidade e *valuation*. O banco entrega ROE superior ao do Santander, apesar de negociar a um múltiplo semelhante, e rentabilidade próxima à do Bradesco, com um múltiplo patrimonial inferior. Esse ROE, no entanto, representa apenas a fotografia atual e nossa expectativa é de expansão da rentabilidade no curto prazo, reforçando a assimetria entre retorno e *valuation*.

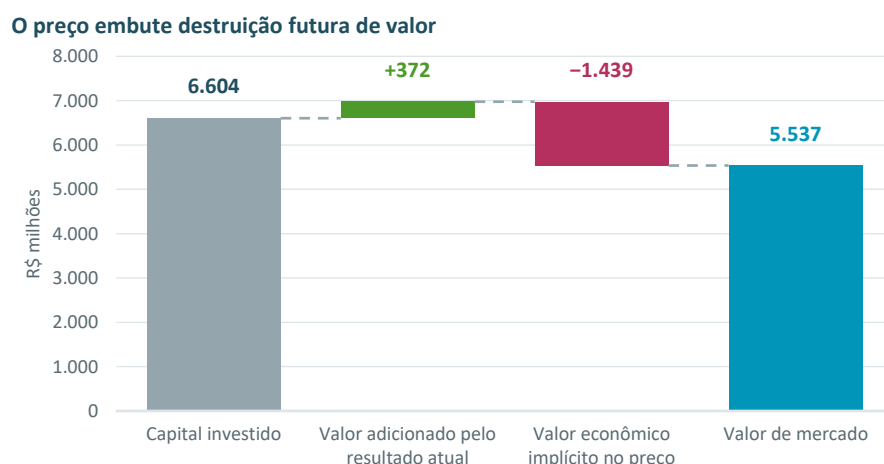
Comparativo de múltiplos — bancos listados na B3:

Banco	P/L	P/VP	ROE	Dividend yield
Banco ABC Brasil	6,3x	0,88x	15,2%	10,9%
Itaú Unibanco	10,0x	2,15x	23,4%	7,5%
BTG Pactual	13,0x	2,87x	26,9%	2,3%
Bradesco	7,7x	1,05x	14,8%	8,6%
Banco do Brasil	8,6x	0,71x	11,4%	3,0%
Banrisul	3,7x	0,52x	14,9%	10,3%

Fonte: elaboração própria a partir de dados de mercado, com posição de setembro de 2026. Dividend yield referente aos últimos doze meses.

– Quanto de Destruição de Valor o Preço Embute?

Gostamos de traduzir o múltiplo em uma pergunta econômica, e não em uma comparação relativa. Se o capital investido no banco é conhecido e o valor de mercado é observável, a diferença entre os dois é uma medida direta do que o mercado acredita que a franquia fará com o capital daqui para a frente.



Fonte: elaboração própria a partir de dados da companhia, com base nos preços vigentes quando construímos a análise.

A leitura é a seguinte:

O capital investido no banco era de aproximadamente R\$ 6,6 bilhões, com resultado corrente, capitalizado, adicionando cerca de R\$ 372 milhões de valor econômico sobre esse capital. Ou seja, o banco cria valor hoje, ainda que modestamente. Somados, capital e valor adicionado sugeririam um valor econômico de cerca de R\$ 7,0 bilhões.

O mercado, no entanto, pagava R\$ 5,5 bilhões. A diferença, de aproximadamente -R\$ 1,4 bilhão, é o valor que o preço embute de destruição futura. Esta é a afirmação implícita de que o ABC vai, ao longo dos próximos anos, aplicar capital a um retorno inferior ao custo de capital.

Não vemos uma instituição prestes a destruir valor, conforme precificado. Vemos uma instituição que acabou de pagar o custo de construir duas avenidas de crescimento e cujo retorno ainda não reflete os benefícios delas.

– O Que a TIR Implica

Uma forma de estressar a tese é perguntar: partindo do preço atual, que combinação de rentabilidade sustentável e múltiplo de saída produz que retorno? A tabela abaixo faz esse exercício em cinco anos, considerando reinvestimento parcial do lucro e distribuição do excedente.

TIR esperada em 5 anos a partir de R\$ 24,00 por ação

P/V/P de saída	ROE sustentável					
	13,0%	14,5%	16,0%	17,5%	19,0%	
	0,8x	15%	17%	18%	20%	22%
	1,0x	19%	21%	22%	24%	25%
	1,2x	23%	24%	26%	27%	29%
	1,4x	26%	27%	29%	30%	32%

Fonte: elaboração própria. Premissas: valor patrimonial por ação de R\$ 28,17 (2T26), crescimento de 6% ao ano do patrimônio, distribuição do lucro excedente e preço de entrada de R\$ 24,80.

O que esse quadro mostra é a assimetria que nos interessa. No cenário mais pessimista da tabela, com ROE sustentável de 13,0% (abaixo do que o banco entregou no semestre mais fraco dos últimos anos), e com o papel negociando a 0,8x o patrimônio daqui a cinco anos, a taxa interna de retorno é de aproximadamente 15% ao ano. Não é uma perda de capital.

No cenário central, que consideramos o mais provável, ou seja, com ROE convergindo para 16% e o papel simplesmente voltando a negociar no valor patrimonial, a TIR é de cerca de 22% ao ano.

E se a administração entregar os dois a três pontos percentuais de expansão de retorno que promete, levando o ROE para a faixa de 17% a 18%, e o múltiplo acompanhar essa rentabilidade, a TIR sobe para a faixa de 24% a 32% ao ano.

Nossa divergência em relação ao consenso de mercado não está no diagnóstico do negócio; nesse ponto, há bastante convergência. Está no horizonte. O mercado projeta os próximos doze meses, onde compressão de spreads e custo elevado continuam visíveis. Nós projetamos o período em que a plataforma construída começa a operar com custo marginal decrescente.

Nossas Projeções

Explicitamos abaixo as premissas com que trabalhamos, para que o cotista possa acompanhar a tese e, sobretudo, verificar quando ela estiver errada.

Premissa	Nossa projeção
Dividend yield	acima de 10%
ROE estimado de 2028 em diante	acima de 15,5%
Crescimento do lucro líquido em 5 anos	8% ao ano
TIR estimada em 5 anos	22% ao ano

Fonte: projeções da SFA Investimentos. O múltiplo de entrada reflete o custo médio de construção da nossa posição, e não a cotação corrente.

O que nos dá confiança não é otimismo sobre o ciclo, e sim aritmética sobre o mix. Metade das receitas com clientes já vem de linhas que consomem pouco ou nenhum capital; o segmento de maior spread cresce quase três vezes mais rápido que a carteira; e a base de custo que sustenta ambos já foi construída. Se essas três coisas permanecerem verdadeiras, o retorno sobe por construção.

Cinco Perguntas Que Fizemos

Ao longo da diligência, cinco perguntas se mostraram decisivas. Registramos abaixo as perguntas e respostas para que o cotista acompanhe nossa estrutura de pensamento e não apenas a conclusão.

1 – Por Que um Banco com a Qualidade do ABC Negocia Abaixo do Patrimônio?

A resposta tem três camadas. A primeira é conjuntural: o retorno recuou para 13,5% no primeiro trimestre de 2026, e o mercado extrapola o trimestre mais recente. A segunda é estrutural: os spreads no crédito corporativo estão comprimidos e não há sinal claro de reprecificação, o que limita a visibilidade de expansão de margem. A terceira é técnica: o papel tem liquidez modesta e cobertura reduzida, o que reduz a pressão compradora mesmo quando o *valuation* se descola do fundamento.

Nenhuma dessas três razões é irracional. Mas todas as três são sobre os próximos doze meses. Nossa discordância é com o horizonte.

2 – O Crescimento do Middle é Qualidade ou é Afrouxamento de Crédito?

É a pergunta que mais nos preocupava, dada a história de 2014-2016. A evidência disponível aponta para qualidade: no mesmo período em que o Middle cresceu 28,7%, os atrasos acima de 90 dias ficaram em 0,6%, a soma dos Estágios 2 e 3 recuou de 6,9% para 6,5% e o índice de cobertura permaneceu em 377%. Se o crescimento estivesse vindo de afrouxamento, esperaríamos ver migração de estágios antes da inadimplência, e não vemos.

Existe uma ressalva quanto ao prazo: safras de crédito com maior duration levam mais tempo para revelar o seu comportamento verdadeiro. O crescimento acelerado dos últimos meses deve ser continuamente testado. Ponto muito relevante de acompanhamento.

3 – As Despesas Voltam Para a Faixa do Guidance?

Não temos convicção sobre o prazo, e é justo dizê-lo. As despesas cresceram 11,8% no semestre contra uma faixa de 4% a 8%, e o índice de eficiência está em 41,2% contra uma meta de 37,5% a 39,5%. A administração atribui o desvio a investimentos estruturantes e à participação nos resultados.

O que nos dá conforto não é a promessa, e sim a natureza do gasto. Uma esteira automatizada de crédito, um CRM e uma equipe de banco de investimento são despesas cujo benefício se distribui ao longo de anos. Então, se em quatro a seis trimestres a receita não estiver crescendo acima das despesas, revisitaremos a tese.

4 – O Controlador é um Risco?

É um risco de percepção mais do que de substância, e a distinção importa. Em substância, a operação brasileira é pessoa jurídica separada, regulada pelo Banco Central brasileiro, capitalizada localmente e listada na B3, e essa segregação foi testada no episódio mais extremo possível, com o controlador final sob sanção internacional, sem qualquer interrupção da operação local. Em percepção, a estrutura societária afasta uma parcela de investidores institucionais e pode, em momentos de tensão geopolítica, pressionar o custo de captação ou o múltiplo.

Tratamos isso como um componente permanente do desconto do papel, e não como um risco que se resolverá.

5 – O Que Faria a Tese Estar Errada?

Três coisas, em ordem de gravidade. A primeira: inadimplência do Middle subindo de forma consistente por três ou quatro trimestres seguidos, com migração para o Estágio 3 e elevação do custo do crédito acima de 1,2%. Isso invalidaria a premissa central de que o modelo desta vez é diferente. A segunda: despesas continuando a crescer acima da receita por mais de dois anos, o que transformaria o argumento de alavancagem operacional em uma racionalização. A terceira: compressão adicional e prolongada de spreads no crédito corporativo, que travaria o retorno em torno de 13% a 14% independentemente do mix.

O Que Acompanharemos

Terminamos com o que, para nós, é a parte mais útil de uma carta: a lista objetiva do que monitoraremos nos próximos trimestres, com os limites que nos fariam rever a posição. O cotista pode acompanhar esses mesmos indicadores nas divulgações trimestrais do banco.

Indicador	Situação no 2T26	O que confirmaria a tese	O que a invalidaria
Atrasos > 90 dias do Middle	3,29% (carteira total em 0,59%)	Estabilidade com a carteira do segmento crescendo acima de 15%	Três a quatro trimestres seguidos de alta, com migração ao Estágio 3
Custo do crédito	0,6%, beneficiado por recuperações	Normalização em torno de 0,8% com carteira em expansão	Acima de 1,2% de forma sustentada
Relação entre receita e despesa	Despesas +11,8%, receita +8,2% no semestre	Inversão do sinal em quatro a seis trimestres	Descolamento mantido por mais de dois anos
Índice de eficiência	41,2% (39,2% em 2025)	Convergência para a faixa de 37,5% a 39,5%	Acomodação estável acima de 41%
Margem com clientes por real de carteira	Crescendo abaixo da carteira	Reprecificação de spreads no crédito corporativo	Compressão adicional e prolongada
Receitas de baixo consumo de capital	Cerca de 50% das receitas com clientes	Continuidade da migração do mix	Estagnação ou reversão
ROAE	14,3% anualizado	Convergência para 16% ou mais	Acomodação abaixo de 14% por mais de um ano
Índice de Basileia	16,2%, com capitalização em curso	Manutenção acima de 15% com carteira crescendo	Aproximação dos mínimos regulatórios

Fonte: elaboração própria.

Registramos, por fim, os eventos que podem antecipar a reprecificação do papel: a maturação do banco de investimento em um ciclo de mercado de capitais mais ativo, a conclusão da capitalização em curso, a convergência do índice de eficiência para a faixa prometida, e, o mais provável de todos, simplesmente a passagem do tempo, à medida que o custo de construção sai da base de comparação e a receita construída com ele permanece.

Resumo da Tese

Seguindo o formato que adotamos nas cartas anteriores, resumimos abaixo a nossa tese sobre o Banco ABC Brasil.

– Qualidades da Empresa

- Gestão formada internamente, com décadas de experiência no próprio banco e participação acionária relevante;
- Cultura de risco conservadora, comprovada em ciclos de crédito adversos;
- Governança com autonomia local efetiva, testada em um episódio extremo envolvendo o controlador final;
- Balanço sólido, com capital confortável, *funding* longo e barato, e rating máximo na escala nacional;
- Histórico de resultados consistente, com crescimento composto de 11,3% ao ano ao longo dos últimos quinze anos, culminando em R\$ 1.002,0 milhões de lucro recorrente em 2025.

– Vantagens Competitivas

- Ativos intangíveis (reputação de 35 anos no atacado, rating AAA.br e respaldo do controlador internacional);
- Processo diferenciado (expertise em concessão e gestão de crédito, que sustenta inadimplência estruturalmente baixa);

Além destes *moats*, podemos mencionar a estrutura de mercado concentrada, com barreiras reais de capital, rating e histórico de crédito e fricções de troca, dada a relação de informação, empacotamento de produtos e atritos contratuais;

– Tese

- Curto prazo: o banco atravessa o ponto mais baixo do ciclo de investimento. As despesas cresceram acima do *guidance*, o índice de eficiência está em 41,2% contra uma meta de 37,5% a 39,5%, e o ROE recuou para a faixa de 13,5% a 14,3%. O mercado está precificando esse momento como se ele fosse permanente, levando a ação a negociar a 0,88x o patrimônio. Entendemos que se trata de custo de construção, e não de deterioração da franquia.
- Médio prazo: a maturação da plataforma de *middle market* e a consolidação das receitas de baixo consumo de capital em torno de 50% das receitas com clientes devem elevar o retorno sobre o patrimônio para a faixa de 16% a 18%, movimento que a própria administração sinaliza como objetivo de dois a três pontos percentuais.
- Longo prazo: o aprofundamento do relacionamento com uma base de clientes que paga por mais produtos torna o banco mais central para o cliente e, portanto, amplia o próprio *moat* de custo de troca, que é uma notável vantagem competitiva. A tendência do *moat*, e não a sua largura atual, é o que sustenta a posição.

– Tese do Ponto de Vista Financeiro

- *Dividend yield* acima de 10%, remunerando o acionista enquanto a tese se desenvolve, com eficiência tributária via JCP;
- TIR estimada de 24% ao ano em cinco anos no cenário central, com um piso em torno de 10% ao ano no cenário conservador, uma assimetria favorável;
- Proteção de capital ancorada em Basileia de 16,2%, cobertura de 377% e 93,5% da carteira no Estágio 1.

Conclusão

O Banco ABC Brasil reúne os atributos que costumam definir um bom investimento em um banco: gestão de qualidade, consistência de resultados e solidez. Do lado da gestão, o banco combina uma cultura de risco conservadora (que se traduz em uma das menores inadimplências do setor, com operações em atraso acima de 90 dias em 0,59% da carteira) e uma base de capital confortável, com índice de Basileia historicamente acima de 15% e bem superior ao mínimo regulatório. Esse tripé sustentou um histórico de lucro consistente: mesmo tendo atravessado o vale da pandemia, o banco reconstruiu sua rentabilidade e entregou lucro recorrente crescente ao longo da década, culminando em R\$ 1.002,0 milhões em 2025 com crescimento composto de 11,3% ao ano desde 2010.

Além da solidez, o que torna a tese interessante é o espaço de crescimento da lucratividade a novos patamares. Historicamente concentrado em Large Corporate e tesouraria, o banco vem migrando para negócios estruturalmente mais rentáveis: o *middle market*, que cresce quase três vezes mais rápido do que a carteira total e carrega spreads maiores; e a diversificação de receitas de baixo consumo de capital, que adiciona retorno sem consumir capital. Se essa transição for bem executada, o ABC deixa de ser apenas um banco sólido e previsível para se tornar um banco sólido com rentabilidade estruturalmente mais alta. Uma combinação atraente para o nosso portfólio, uma empresa que combina, ao mesmo tempo, defesa e crescimento.

A esses fundamentos soma-se o *valuation*. A ação negocia a 6,3x o lucro, 0,88x o valor patrimonial e com *dividend yield* de 10,9% nos últimos doze meses. O mercado precifica abaixo do patrimônio uma instituição que entrega retorno de dois dígitos sobre o capital de forma consistente há quase duas décadas, algo que só faz sentido se acreditarmos que a franquia destruirá valor daqui para a frente. Esse desconto sugere que boa parte do ceticismo sobre a desaceleração recente já está embutida no preço, deixando espaço relevante para reprecificação caso a estratégia de *middle market* e de diversificação de receitas destrave os ganhos de rentabilidade esperados.

Reconhecemos os contrapontos, e eles não são triviais. O banco já tentou o *middle market* uma vez e recuou; os spreads seguem pressionados; as despesas cresceram acima do prometido; e o porte médio e a liquidez reduzida da ação impõem limites. Divergimos do cético em um ponto específico e o assumimos com clareza: a avenida do Middle, somada ao *cross-sell* dentro de uma base fiel, é concreta, está funcionando e ainda não está no preço.

Enquanto essa tese amadurece, somos remunerados com um fluxo generoso e recorrente de dividendos e JCP, o que, para um investidor de longo prazo, é a forma mais confortável de esperar. Em resumo, combina-se aqui um ativo sólido e barato: múltiplos comprimidos, *yield* elevado, proteção de capital e opcionalidade de alta se a expansão da lucratividade se concretizar. O essencial bem-feito e mais.

Agradecemos a confiança,

Equipe SFA Investimentos

Gestão
SFA INVESTIMENTOS LTDA
 Rua Gomes de Carvalho, 768 - 8º andar
 Vila Olímpia - CEP: 04547-003
 São Paulo - Brasil
 Tel: +55 11 2780-0690
 ri@sfainvestimentos.com.br

Administração
BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM.
 Praia de Botafogo, nº 501, 5º andar (parte), Torre
 Corcovado, Botafogo, CEP
 22250-040
 Tel: +55 0800 772 2827
 www.btgpactual.com

Este material foi preparado pela SFA Investimentos Ltda., e tem caráter meramente informativo e não deve ser considerado como recomendação de investimento ou oferta para a aquisição de cotas de fundos ou outros investimentos, nem deve servir como única base para tomada de decisões de investimento. Leia o regulamento do fundo antes de investir. O fundo gerido utiliza estratégia com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. O fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade ajustada considera o reinvestimento dos dividendos, juros sobre capital próprio ou outros rendimentos advindos de ativos financeiros que integrem a carteira do fundo repassados diretamente ao cotista. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Este fundo está sujeito a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de

