

## Oportunidades em todo lugar

### Encontro com o CEO; Tudo sobre o micro; Macro fora da pauta

Tivemos a oportunidade de nos reunir com o CEO do Inter, Alexandre Riccio, e a diretora de RI, Rafaela Vitoria, em nossa sede em São Paulo para uma atualização sobre os eventos mais recentes. Em resumo, ficamos impressionados com como a conversa abordou múltiplas iniciativas que o Inter vem perseguindo para impulsionar crescimento, melhorar a satisfação dos clientes e, conseqüentemente, gerar valor para os acionistas. Normalmente, o (desafiador) macro, dado o ambiente de juros muito elevados, é sempre tema e motivo de reclamação na maioria das reuniões que temos com empresas no Brasil. Mas essa discussão esteve completamente fora da mesa. A gestão reiterou sua confiança e crença no plano “60-30-30” para 2027, mas observou que provavelmente apresentará um roteiro atualizado e de mais longo prazo no Investor Day do próximo ano. Embora evite um compromisso rígido com a meta de 30% de ROE, a administração expressou forte confiança na expansão contínua do ROE e destacou vários vetores de crescimento de produtos que sustentam seu otimismo. A seguir, compartilhamos os principais destaques do encontro.

### Dinâmica recente e considerações iniciais do CEO

O CEO destacou que as dinâmicas recentes têm sido positivas, com melhora na margem financeira líquida (NIM), melhor qualidade de ativos e diluição das despesas operacionais. A gestão descreveu a execução como “muito satisfatória”, sustentada por um crescimento de crédito equilibrado (tanto com garantia quanto sem garantia), aquisição consistente de clientes – com 2025 esperado como o ano mais forte em adições líquidas – e altos níveis de engajamento dos clientes. O banco vem investindo em modelagem de crédito para direcionar melhor os resultados da carteira, estabelecendo limites de inadimplência e garantindo resultados previsíveis. No lado da marca, o Inter observa um fortalecimento notável, com maior visibilidade entre a geração Z. Em produtos, o novo crédito consignado privado é visto como um motor adicional de crescimento, enquanto em home equity o banco já ocupa a 2ª posição nacionalmente. A concorrência se intensificou, mas grande parte do fluxo de clientes ainda vem dos incumbentes. O Inter acredita que mantém um forte “direito de vencer”, com perspectivas promissoras de crescimento, e que a combinação de expansão de receitas e alavancagem operacional deve elevar o ROE daqui para frente.

Valuation	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
ROE (%)	4.2	11.1	14.8	16.8	17.4
P/V	1.5	1.3	2.1	1.8	1.6
P/L	36.4	12.4	14.7	11.4	9.8
Dividend Yield %	0.2	0.7	1.4	2.2	3.1

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
Receita	5,091	6,887	8,287	9,603	10,486
LAIR	390	1,140	1,781	2,284	2,659
Lucro Líquido	302	907	1,400	1,800	2,106
LPA (R\$)	0.75	2.09	3.18	4.09	4.79
Dividendo/ação (R\$)	0.06	0.19	0.64	1.02	1.44
VP (R\$)	18.58	20.23	22.78	25.85	29.20

Fonte: relatórios da empresa, estimativas da Bovespa, BTG Pactual S.A. / Avaliações: com base na última cotação da ação do ano; (E) com base na cotação de 02 de outubro de 2025.

Rating  
**COMPRA**

#### Sumário

Ticker	INBR32
Preço Alvo (R\$)	54.0
Preço (R\$)	46.9
Listagem	BDR nível 2
Market Cap. (R\$ mn)	21220.0
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	8.00
Última atualização do preço-alvo	6-ago-25

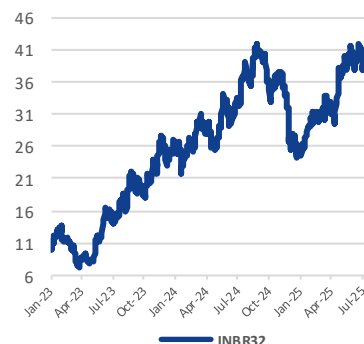
#### Valuation:

	2025E	2026E
P/L	14.7x	114x
P/VP	2.1x	18x

#### Performance:

Outubro (%)	-5.3%
LTM (%)	35.1%

Preço da ação (R\$)



#### Analistas

##### Eduardo Rosman

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

##### Ricardo Buchpiguel

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

##### Thiago Paura

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

##### Bruno Henriques

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

**O que mudou recentemente dentro da organização?**

Segundo o CEO, o Inter evoluiu significativamente nos últimos anos. Ele fez uma analogia de que, enquanto no passado agregava valor pessoalmente em quase todos os fóruns que participava, hoje as equipes estão muito mais preparadas e proativas, muitas vezes trazendo perspectivas avançadas por conta própria. Como resultado, o papel do CEO passou a ser mais voltado para liderança e definição de visão, apoiado por um time de talentos mais robusto. Controle, gestão e supervisão de despesas melhoraram de forma relevante em comparação ao passado. Cerca de 30% da equipe agora está baseada em São Paulo, refletindo a concentração de talentos de ponta na região. Embora ainda haja espaço para mais evolução, as oportunidades não são mais tão visíveis como antes. Ajustes táticos seguem em andamento, mas a equipe continua demonstrando qualidade e estabilidade, combinando funcionários de longa data — que ajudaram a construir o banco — com profissionais experientes vindos do mercado. A “seniorização” da equipe elevou as despesas operacionais recentemente, mas o quadro de pessoal está sendo gerido com cautela e agora parece estar próximo de um nível ótimo.

**Destravando o crescimento em PMEs além dos incumbentes**

O segmento de pequenas e médias empresas (PMEs) vem ganhando relevância e já figura entre os principais produtos do banco, embora os incumbentes ainda dominem, dado o alto custo de mudança, que limita a expansão da participação na carteira. Com mais de 2 milhões de clientes PMEs, a gestão enxerga avenidas significativas de crescimento em crédito, depósitos e produtos adjacentes. A unificação dos aplicativos de varejo e PMEs melhorou a experiência transacional, mas ainda não se traduziu em plena monetização de produtos mais complexos. Para acelerar o progresso, o banco criou uma divisão dedicada de produtos para PMEs, com ênfase na expansão da oferta de crédito. Embora anteriormente o crédito sem garantia para PMEs tivesse sido descartado, o banco agora se prepara para lançar tais produtos, começando de forma pequena, mas com potencial de escalar rapidamente, dada a infraestrutura já existente. Outras oportunidades incluem o sistema de duplicata escritural, programas governamentais como FGI e Pronampe, e o desconto de recebíveis — onde o banco atualmente não tem presença significativa. Dito isso, os números de contas PMEs devem ser interpretados com cautela, já que abrir uma conta PME exigia também uma conta de varejo, deixando muitas inativas e dificultando a medição da primazia real entre segmentos.

**Estratégia de depósitos: equilibrando o custo de captação (CoF), competitividade e crescimento**

Em relação a depósitos, a gestão enfatizou que o custo de captação (CoF) é importante principalmente para garantir competitividade, mais do que como uma meta absoluta. O grande spread em relação aos incumbentes observado no passado se reduziu, então a chave é evitar que o CoF se torne um gargalo, ao mesmo tempo em que se expande a margem financeira líquida — mesmo que o CoF suba um pouco. O Inter vem estimulando depósitos transacionais, mas sem ancorar o negócio exclusivamente neles. Um bom exemplo é a forte tração do produto “Meu Porquinho”, que direciona recursos para CDBs, impulsionando o cross-sell, o ARPAC e a fidelidade do cliente — tornando-o positivo no saldo líquido, mesmo com um CoF mais alto. A gestão também destacou a ativação contínua de clientes via investimentos, com os depósitos a prazo crescendo mais rápido do que os transacionais. Além disso, a nova isenção de imposto de renda para depósitos de até R\$ 5.000 pode dar

suporte adicional aos depósitos à vista, especialmente entre clientes de classe média, gerando entradas incrementais já no próximo ano.

### **Atualização sobre o plano 60-30-30**

Sobre o plano 60-30-30, a administração reconheceu que investidores internacionais tendem a levar o framework de forma mais literal, enquanto o Inter enxerga mais como uma meta direcional. Foi observado que os níveis de capital podem não ser os ideais em torno do marco dos “30%” e, portanto, o plano está atualmente em revisão, podendo estender o horizonte além de 2027. Ainda assim, a gestão reafirmou que o “norte” e os principais indicadores permanecem intactos, destacando que um crescimento de crédito mais acelerado (ex.: 40% vs. 30%) poderia acelerar a trajetória rumo às metas. Uma visão de longo prazo atualizada deve ser compartilhada no próximo Investor Day, provavelmente no início de 2026, com o objetivo de esclarecer a interpretação literal do plano e ao mesmo tempo redefinir expectativas, de modo a não ser percebido como guidance formal.

### **Índice de eficiência pode ficar abaixo dos 30%**

Em relação à eficiência, a administração destacou que a escala é o principal motor de diluição de custos, e o Inter poderia potencialmente atingir um patamar inferior aos 30% planejados, embora veja como desafiador colocar isso em prática. Importante destacar que não há limite rígido, e o ROE deve continuar a se expandir, apoiado por um nível “ótimo” de índice de Basileia em torno de 15%. A gestão reforçou a preferência por manter níveis sólidos de capital em vez de maximizar o ROE a qualquer custo, com flexibilidade adicional vinda de dívidas subordinadas e estruturas nas Ilhas Cayman. Em relação ao capital, o grupo mantém uma postura conservadora, mirando Basileia próximo de 15%. Qualquer excesso de capital provavelmente seria distribuído, mas o crescimento continua sendo a prioridade, com ambições de renovação constante à medida que o negócio escala.

### **Expansão nos EUA e licenças necessárias**

Nos EUA, o Inter já opera com uma “licença de pagamentos” em 42 estados, além de possuir licenças de corretora (broker-dealer), gestão de ativos (asset management) e hipotecas (mortgage). O banco também está trabalhando para estruturar uma filial nos EUA, que futuramente poderia ser convertida em uma licença bancária plena. Para atender clientes brasileiros no exterior, não é necessária licença adicional, mas uma filial local facilitaria operações de funding e daria suporte à originação de crédito nos EUA. Atualmente, o Inter administra um portfólio imobiliário de cerca de US\$ 1 bilhão no país e está autorizado a conceder hipotecas, mas não empréstimos pessoais. Sem uma licença bancária plena, o Inter depende de parceiros, o que torna as operações mais caras. A administração destacou que, por ora, a estrutura atual é suficiente para as prioridades estratégicas, mas reconheceu que uma licença completa seria necessária para escalar de forma relevante os negócios nos EUA.

**E quanto às tendências recentes do InterPag?**

O InterPag está posicionado principalmente como complemento ao portfólio de produtos para PMEs, mas a gestão admite que ainda há espaço significativo para melhorias. A penetração na base de aquisição de lojistas segue abaixo de 5%, com avanços acontecendo de forma gradual em vez de acelerada, embora se espere uma aceleração nos próximos 9 a 12 meses. Até o momento, a iniciativa gerou mais ganhos de eficiência de custos do que de receitas, em parte devido à reestruturação da força de vendas, que levou a algum churn. Embora a adoção do tap-on-phone entre clientes de varejo esteja crescendo, esse movimento tende a ser mais pontual, enquanto as maquininhas tradicionais permanecem praticamente estáveis. As principais deficiências identificadas incluem um parque de POS defasado e a ausência de integração adequada com e-commerce — algo que a administração vê como uma lacuna relevante e uma grande oportunidade de expansão.

## Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

- (i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;
- (ii) Nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

## Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes; (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis.

Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou possa ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse:

[www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)