

JULHO 2025

COMENTÁRIO MENSAL

REACH SMALL CAPS



COMENTÁRIO REACH SMALL CAPS JULHO/2025

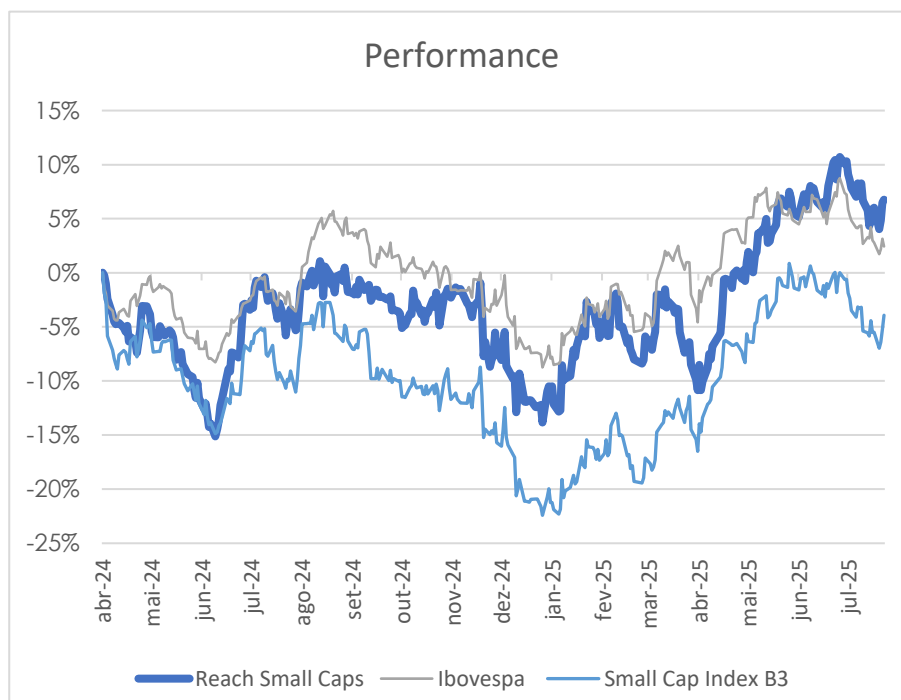
Caros investidores e amigos,

Esta carta mensal traz nossas impressões sobre o **Banco Mercantil**, uma nova posição no fundo. A instituição combina crescimento acelerado - com rentabilidade excepcional acima de 40% de ROE - e ainda negocia a apenas ~4x seus lucros anuais prospectivos. Bom demais para ser verdade?

Boa leitura!

RENTABILIDADE DO FUNDO

O fundo REACH SMALL CAPS acumulou queda de -3,1% em julho enquanto o Ibovespa caiu -4,2% e o índice de small caps caiu -3,8%. No acumulado desde o início fundo subiu +6,8% enquanto Ibovespa subiu +2,4% e o índice de Small Caps caiu -3,9%.



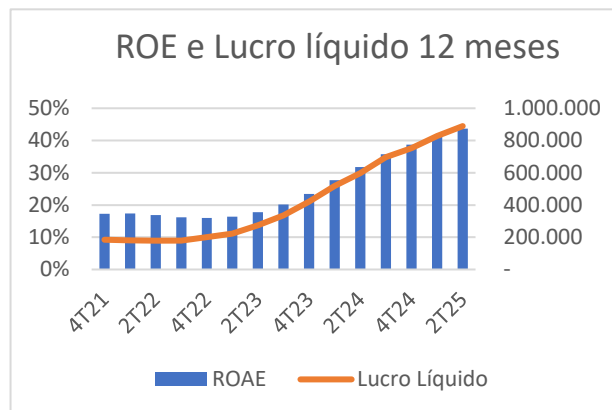
	jan/24	fev/24	mar/24	abr/24	mai/24	jun/24	jul/24	ago/24	set/24	out/24	nov/24	dez/24	2024
Reach Small Caps	-	-	-	-7,4%	-2,1%	2,1%	3,0%	4,5%	-2,1%	-0,1%	-3,9%	-6,4%	-12,4%
Ibovespa	-	-	-	-3,1%	-3,0%	1,5%	3,0%	6,5%	-3,1%	-1,6%	-3,1%	-4,3%	-7,4%
Smallcaps B3	-	-	-	-7,8%	-3,4%	-0,3%	1,5%	4,7%	-4,3%	-1,3%	-4,0%	2,0%	-20,9%

	jan/25	fev/25	mar/25	abr/25	mai/25	jun/25	jul/25	ago/25	set/25	out/25	nov/25	dez/25	2025	Acumulado
Reach Small Caps	10,1%	-4,6%	0,7%	7,9%	6,5%	3,5%	-3,1%	-	-	-	-	-	21,9%	6,8%
Ibovespa	4,9%	-2,6%	6,1%	3,7%	1,5%	1,3%	-4,2%	-	-	-	-	-	10,6%	2,4%
Smallcaps B3	6,1%	-3,8%	6,8%	8,3%	5,9%	1,1%	-3,8%	-	-	-	-	-	21,5%	-3,9%

Too Good to Be True?

Desde a primeira vez que vimos os resultados do banco mercantil tivemos dificuldade de entender como eles conseguem ser um dos bancos mais rentáveis do sistema financeiro nacional tendo uma carteira de crédito concentrada em crédito consignado.

Esse relatório é uma tentativa de desvendar o *secret sauce* dessa instituição que deve entregar ~1 bilhão de lucro e mais de 40% de ROE nesse ano.



Fonte: Banco Mercantil

Histórico e posicionamento

Com mais de 80 anos de história, o Banco Mercantil foi fundado em Minas Gerais e se reposicionou estrategicamente a partir de 2019, com a chegada do Gustavo Araújo, da terceira geração da família controladora. A empresa migrou de um banco focado em PJ para PF, mirando o **público 50+**, segmento que mais cresce e consome no Brasil.

Mudança de CEO trouxe também uma pegada mais tecnológica e moderna e uma expansão mais agressiva de crédito a partir de 2021.



CEO Gustavo Araújo, CFA

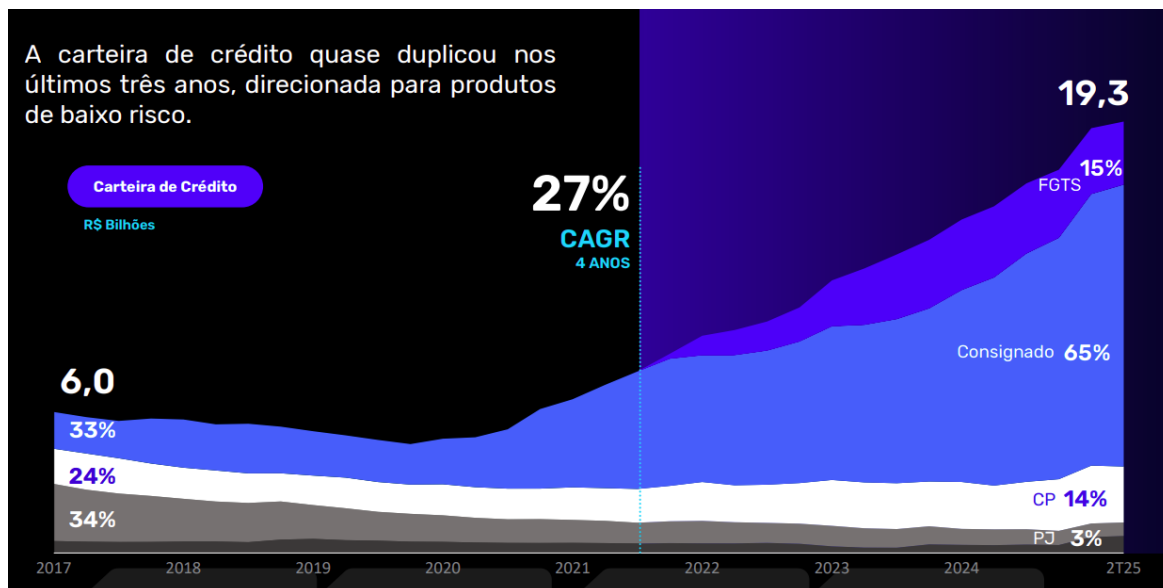
Impossível entender o posicionamento do banco mercantil atual sem estudar como foram os leilões da folha de pagamento do INSS

Leilões da folha de pagamento do INSS

Desde 2009, o INSS realiza leilões a cada cinco anos para definir os bancos que administram a folha de pagamentos, invertendo a lógica anterior em que o governo pagava os bancos - agora são as instituições que pagam por esses clientes, gerando receita extra aos cofres públicos sem custo para os beneficiários. O Mercantil é o único banco médio a ter participado de todos os certames desde então, garantindo acesso potencial ao universo de mais de 40 milhões de aposentados e pensionistas, o que lhe confere uma vantagem competitiva relevante frente a novos entrantes

O leilão de 2019 foi decisivo para o Mercantil: além de vencer lotes importantes em regiões como Minas Gerais e o Distrito Federal, o banco se consolidou entre os principais pagadores de benefícios do INSS num pregão marcado por concorrência acirrada e ágios recordes. A partir daí, acelerou seu crescimento, ampliando a base de clientes beneficiários, expandindo a rede de atendimento e se posicionando como

especialista no público 50+, o que sustentou a trajetória de alta rentabilidade e ganhos de participação de mercado nos anos seguintes



Fonte: Banco Mercantil

No certame mais recente (2024), conquistou boas posições em 22 dos 26 lotes, com custo de aquisição 30% menor que no leilão anterior, ficando em primeiro lugar em apenas um lote e em segundo lugar em 13 lotes atrás da Crefisa (uma posição competitiva).

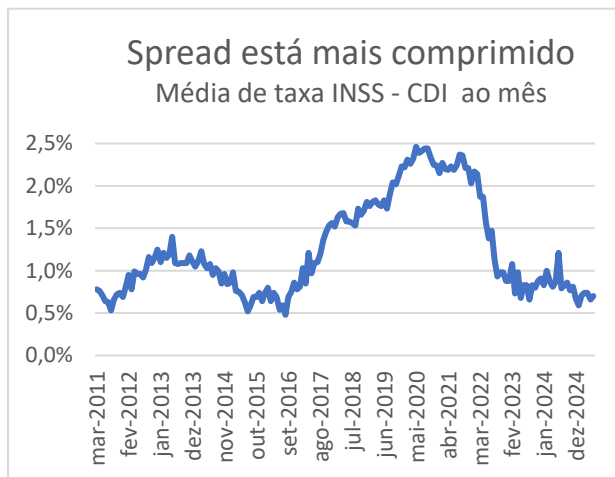
Em 2024, mesmo vencendo apenas um lote, o fato de o Mercantil ter ficado em segundo lugar em 13 dos 26 leiloados acabou sendo positivo: graças à exigência de presença física mínima, o banco passou a ter prioridade em diversas regiões onde a Crefisa - grande vencedora - não possui agências bancária próprias. Assim, o Mercantil garantiu acesso a uma fatia expressiva de novos beneficiários sem precisar arcar com os lances mais caros do certame, preservando rentabilidade e reforçando sua vantagem competitiva.

Mas crédito consignado INSS é rentável?

Com a Selic em alta, o **custo de funding** – ou seja, o quanto o banco paga para captar os recursos que depois empresta – aumentou de forma significativa. Ao mesmo tempo, os empréstimos consignados do INSS estão sujeitos a um **cap (teto de juros)** definido pelo governo, que limita quanto os bancos podem cobrar dos aposentados e pensionistas. Essa combinação pressiona a rentabilidade do produto, já que os spreads ficam comprimidos, gerando recorrentes reclamações do setor. Ainda assim, o consignado INSS segue sendo estratégico, pois apresenta **baixo risco de crédito** (as parcelas são descontadas diretamente da folha de pagamento) e demanda **menos capital regulatório**.

O grande diferencial para o mercantil na **originação direta, que reduz custos**: mais de 70% do crédito já é concedido por canais digitais próprios (app e WhatsApp), com custo marginal próximo de zero e total controle da experiência do cliente. Isso elimina a dependência dos “pastinhas” (correspondentes bancários), reduz despesas, fortalece a fidelização e preserva a qualidade da base.

	Cenário hipotético de rentabilidade consignado INSS	
	Com comissão	Sem comissão
Valor do empréstimo	100	100
Receita de juros	1,80	1,80
Despesa de juros	1,25	1,25
NII	0,55	0,55
Custo de risco	0,04	0,04
Comissão	0,10	0,00
Opex	0,23	0,23
EBT	0,18	0,28
Impostos	0,08	0,13
Lucro	0,10	0,16
ROA anual	1,2%	1,9%
ROE anual	15,8%	25,0%



Fonte: BCB

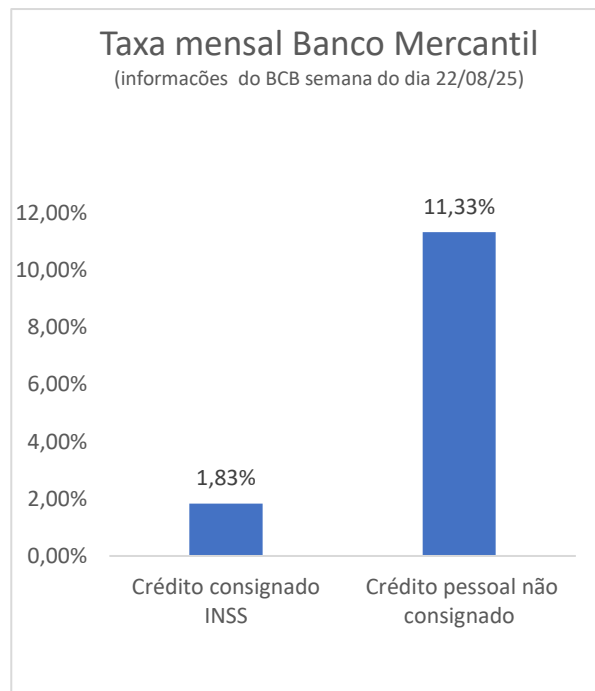
O consignado também viabiliza a **principalidade do cliente**, fator central da estratégia. O banco busca ser a instituição principal do beneficiário do INSS, integrando pagamento de benefícios, crédito consignado, crédito pessoal, seguros e investimentos. Essa abordagem já alcança mais de 9 milhões de clientes e viabiliza três pilares de retorno elevado: **1) expansão do crédito pessoal, 2) crescimento da receita de serviços e 3) maior alavancagem operacional e financeira**.

#1 Crédito pessoal

A estratégia de crédito pessoal do Banco Mercantil se concentra em ser um produto complementar ao crédito consignado, oferecido predominantemente a clientes que já recebem benefícios do INSS e mantêm relacionamento com o banco. Essa abordagem permite ao banco registrar taxas de inadimplência significativamente mais baixas que a média do mercado para essa linha, que geralmente apresenta maior risco.

Além disso, o banco conta com a **visibilidade do fluxo de caixa dos clientes** - decorrente do recebimento recorrente de benefícios no Mercantil - o que mitiga riscos adicionais e reforça a qualidade da carteira.

Embora represente cerca de **15% da carteira de crédito**, o crédito pessoal é bastante



Fonte: BCB

relevante, já que a taxa de juros praticada é, em média, **5 vezes maior** que a do consignado. Isso contribui para spreads mais favoráveis, impulsionando a margem financeira líquida do banco e o ROE.

#2 Serviços e seguros

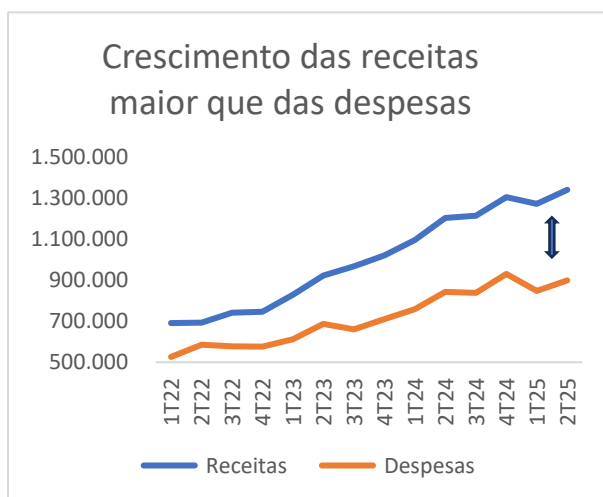
O Banco Mercantil tem na receita de serviços financeiros um pilar estratégico para rentabilidade, engajamento e retenção de clientes, sem risco de crédito. O destaque é seguros e assistências (72% da receita em Q2 25), impulsionados pela plataforma Meu Mais, que oferece pacotes de assinaturas acessíveis para o público 50+. Também contribuem cartões (TPV de R\$1,7 bi em Q2 24, +25%), o portal de conteúdo Viva (parceria com Estadão) e tarifas bancárias, que vêm perdendo peso (22,7% em Q1 25). A receita atingiu R\$207 mi em Q2 25 (+18% YoY) e cerca de R\$700 mi em 2024, com margens altas e papel essencial para compensar a pressão nos spreads do consignado.



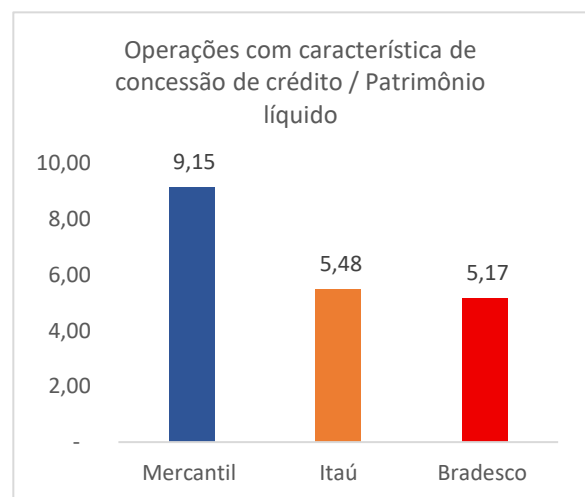
Fonte: Banco Mercantil

#3 Alavancagem operacional e financeira

O crescimento das receitas, tanto da margem financeira líquida quanto dos serviços, tem superado consistentemente o avanço das despesas operacionais, resultando em maior eficiência e rentabilidade. A alavancagem operacional vem da digitalização, com destaque para o uso do WhatsApp e outros canais escaláveis. Já a alavancagem financeira se apoia no foco em crédito consignado, que pelas regras contábeis exige apenas 50% de capital regulatório, permitindo uma relação carteira de empréstimos/PL mais elevada e reforçando a rentabilidade.



Fonte: Banco Mercantil



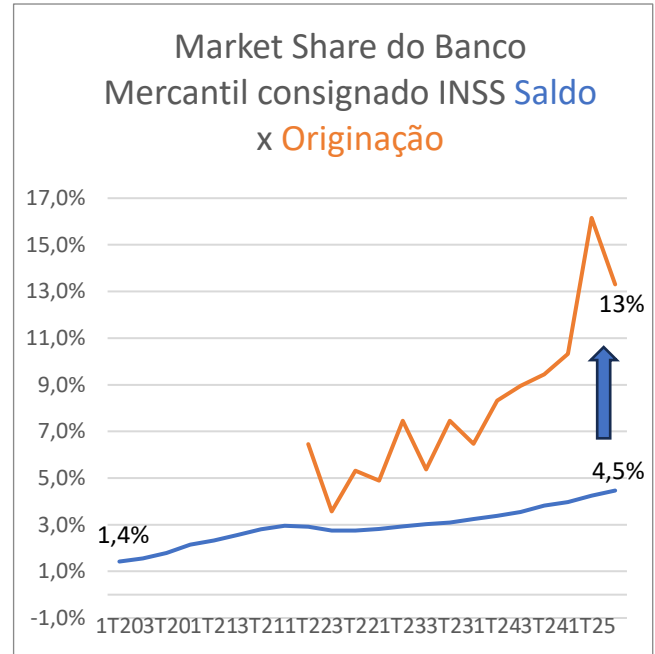
Fonte: Mercantil, Itaú e Bradesco

Os lucros recordes vêm sendo constantemente reinvestidos em tecnologia, expansão física e crescimento da carteira, alimentando um ciclo virtuoso que reforça a capacidade de gerar resultados crescentes com eficiência

Crescimento acelerado deve continuar!

O saldo do Mercantil no consignado INSS já evoluiu de 1,4% para 4,5% do mercado, enquanto o volume de novas concessões ultrapassou 10% nos últimos trimestres. Isso indica que há espaço relevante para seguir ganhando participação, já que no longo prazo esses números tendem a convergir.

Se a fatia do banco dobrar para 9% em cinco anos, com o mercado crescendo 8% ao ano, a carteira do Mercantil avançará cerca de 24% ao ano - triplicando de tamanho no período. Esse movimento reforça o forte potencial de crescimento e a consistência da trajetória projetada.



Fonte: BCB e Banco Mercantil

Cenário competitivo e riscos

O Banco Mercantil atua em um mercado de consignado bastante competitivo, com mais de 90 players e 55 bancos ativos, marcado por margens apertadas devido ao teto de juros que não acompanha a Selic. Essa dinâmica pressiona os spreads e dificulta a originação, além da concorrência acirrada e, por vezes, desleal de alguns players. Mesmo nesse cenário desafiador, o Mercantil vem performando bem, conseguindo manter tração e rentabilidade.

O segmento de consignado enfrenta maior escrutínio regulatório, com investigações e penalidades aplicadas a alguns players relevantes. Nossa pesquisa indica que o Mercantil mantém práticas idôneas e sua reputação sólida o mantém incólume até aqui.



Fonte: BCB

Ainda assim, a atual “caça às bruxas” no setor pode representar um risco indireto, diante da fiscalização mais rigorosa e mudanças operacionais impostas pelo regulador. Um exemplo é o novo processo de desbloqueio por biometria (via base do TSE), implementado em maio, que reduziu em até 2/3 a originação do mercado, já que 30%–40% dos aposentados não possuem biometria cadastrada e o sistema apresenta falhas.

Essa restrição reprimiu a demanda no curto prazo, acreditamos pode gerar uma retomada acelerada quando solucionada com ganho de *share* relevante para o Mercantil.

Conclusão

O Banco Mercantil alia escala, eficiência e reputação num segmento amplo e resiliente. Sua combinação de principalidade, distribuição direta, rede física estratégica, alavancagem operacional e reinvestimento constante reforça o direito de vencer e sugere que o desempenho recente não só é sustentável, como também replicável nos próximos anos.

Embora seja natural esperar alguma normalização do ROE ao longo do tempo, o banco demonstra que ainda há oportunidade em reinvestir seus lucros, ampliando a base de clientes, fortalecendo canais digitais e expandindo sua rede física. Esse ciclo virtuoso de crescimento, somado à possibilidade de eventos como uma futura oferta pública, aponta para significativo potencial de valorização ainda por destravar.

Adicionalmente, o múltiplo atual de aproximadamente **~4x lucros** mostra-se incompatível com níveis de **ROE elevados e taxas de crescimento consistentes**, reforçando a assimetria positiva do case e o espaço para reprecificação.

Esse ciclo virtuoso de crescimento, somado à possibilidade de eventos como uma possível futura oferta pública, que aumentaria a liquidez das ações, aponta para significativo potencial de valorização ainda por destravar.