OUTUBRO 2026

COMENTÁRIO TRIMESTRAL

REACH SMALL CAPS

Reach

COMENTÁRIO REACH SMALL CAPS 3T2026

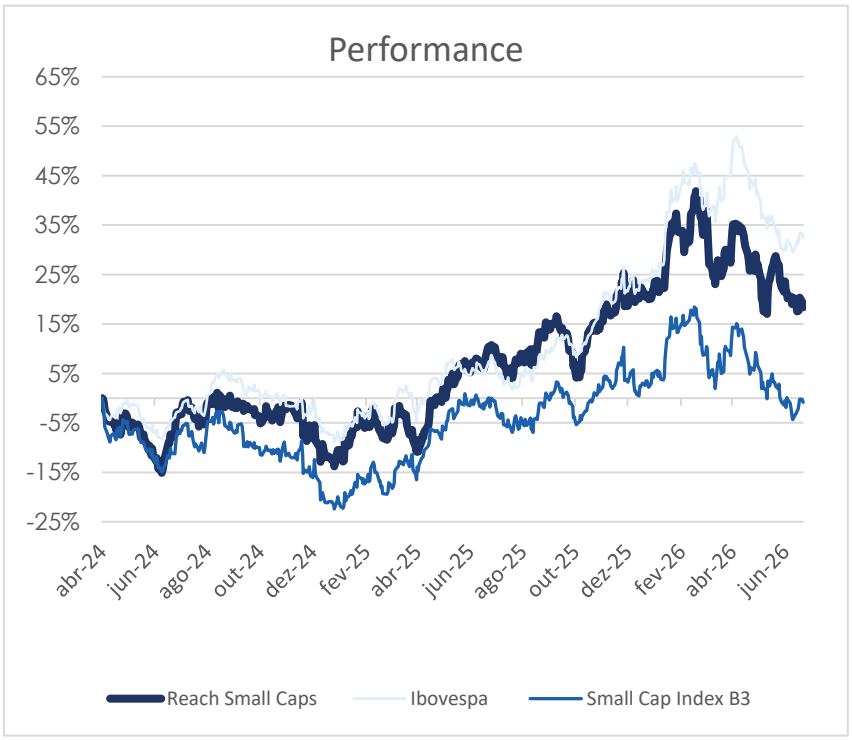
Prezados (as) cotistas,

De tempos em tempos uma tese fica largada, sem pai — e é aí que costumam estar as melhores assimetrias. Nesse trimestre trazemos como exemplo o case do **PicPay**: um banco digital lucrativo, crescendo 60% ao ano e negociado a cerca de 4x o lucro que projeta para 2027 — era menos de 3x até a semana passada.

▪ RENTABILIDADE DO FUNDO

Nota de outubro. Escrevemos esta carta ao longo de setembro, um mês em que o fundo andou de lado (+0,3%) enquanto o Ibovespa subia 5%, puxado pelas grandes empresas. O resultado do primeiro turno, em 4 de outubro, **mudou radicalmente o cenário**: a curva longa de juros caiu mais de um ponto percentual em um único dia— exatamente o ambiente positivo para as small caps, e a carteira do fundo foi uma das mais beneficiadas. Não reportamos neste comentário o desempenho de mês ainda em curso: a rentabilidade do fundo é a de 30 de setembro, enquanto os preços e múltiplos do PicPay já refletem o fechamento de 6 de outubro. A cota diária está disponível no site da Reach.

O fundo REACH SMALL CAPS acumulou queda de 0,4% nos nove primeiros meses de 2026, enquanto o Ibovespa subiu 15,6% e o índice de small caps caiu 6,9%. No acumulado desde o início o fundo subiu 20,3%, enquanto o Ibovespa subiu 43,5% e o índice de Small Caps caiu 3,7%.



Rentabilidade	2026 — mês a mês									anos fechados e acumulado			
	jan	fev	mar	abr	mai	jun	jul	ago	set	2026	2025	2024*	Desde o início*
Reach Small Caps	**11,7%**	**4,2%**	**-8,1%**	**-1,7%**	**1,2%**	**-8,0%**	**-0,3%**	**1,6%**	**0,3%**	**-0,4%**	**38,0%**	**-12,4%**	**20,3%**
Ibovespa	12,6%	4,1%	-0,7%	-0,1%	-7,2%	-1,0%	3,5%	-0,3%	5,0%	**15,6%**	**34,0%**	**-7,4%**	**43,5%**
Smallcaps B3	10,2%	1,9%	-5,7%	-3,1%	-3,6%	-3,2%	-0,2%	-4,1%	1,6%	**-6,9%**	**30,8%**	**-20,9%**	**-3,7%**
CDI	1,2%	1,0%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,1%	1,1%	**10,5%**	**14,3%**	**7,7%**	**36,0%**

* 2024 a partir de abril, início do fundo; acumulado de abril/2024 a 30/09/2026. Rentabilidade líquida de taxas e não líquida de impostos. Fontes: Reach Capital, B3. Rentabilidade passada não garante rentabilidade futura.

UMA TESE FORA DO CONSENSO

O PicPay é o terceiro maior banco digital do Brasil — 45 milhões de clientes ativos, R$ 36 bilhões em depósitos, carteira de crédito de R$ 32 bilhões crescendo R$ 4 bilhões por trimestre — e abriu capital em janeiro de 2026 na Nasdaq, não na B3. Isso definiu quem é o acionista: fundos estrangeiros, que compraram uma história de crescimento e viram a ação cair de ~US$ 15 para US$ 8,20 no fim de setembro. O float é de 20%, giram US$ 4 milhões por dia, não há BDR e o controlador — controverso, para dizer o mínimo — é a J&F. Quem comprou a tese perdeu dinheiro e perdeu o interesse; quem investe somente no Brasil não pode comprar. O noticiário também não ajuda: todos os dias ouvimos notícias sobre o hiper endividamento da população.

O resultado é um preço sem comprador marginal — e é exatamente o tipo de situação que pode criar oportunidades assimétricas.

HISTÓRICO

Nasceu como carteira de pagamentos em 2012 e hoje tem **70 milhões de contas e 45 milhões de clientes ativos** — só o Nubank e o Mercado Pago têm mais. Só em 2023 passou a emprestar com o próprio balanço: a carteira foi de **R$ 3,7 bilhões no início de 2024 para R$ 31,9 bilhões em junho de 2026**, crescendo cerca de R$ 4 bilhões por trimestre, enquanto a base de clientes cresceu 27%. Ou seja, o crescimento não vem de comprar cliente: vem de emprestar para quem já está no app (R$ 36 bilhões de depósitos, a 96% do CDI).

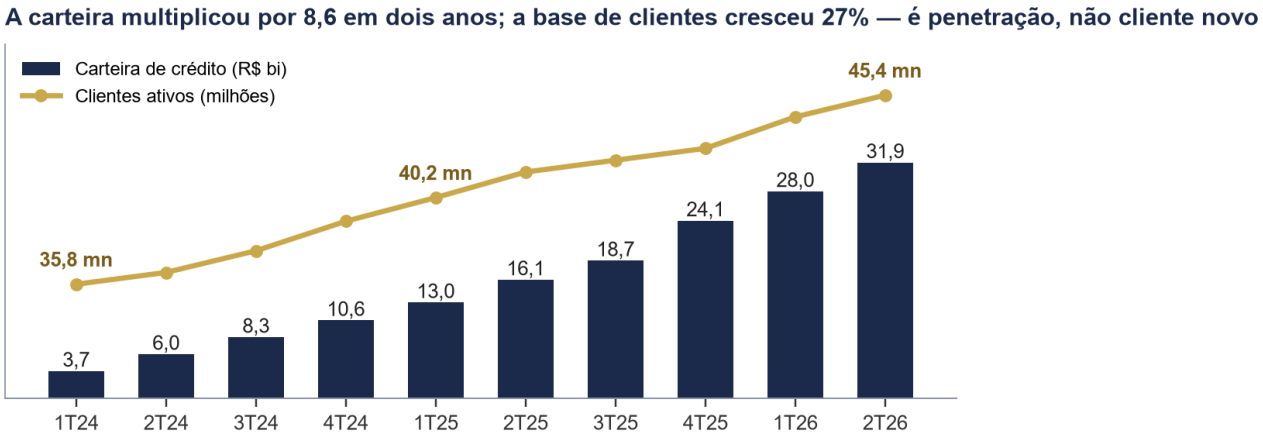


Figura 1. Carteira de crédito (R$ bilhões) e clientes ativos (milhões), 1T24-2T26.
Fonte: PicPay (planilha de resultados 2T26). Compilação Reach Capital.

A carteira é **55% garantida ou parcialmente garantida** (FGTS, consignado público e privado, supply chain) e 45% sem garantia (cartão e crédito pessoal). **Cobra caro** — o crédito pessoal rende ~8% ao mês, o cartão rotativo/parcelado ~10%, o consignado privado 4,2% — o que dá um rendimento médio de ~4,4% ao mês (55% ao ano) sobre a carteira que rende juros. **E provisiona muito**: a provisão acumulada é 13,9% da carteira contra um atraso acima de 90 dias de 9,8% — cobertura de 1,4x, com custo de risco de ~4% por trimestre. É um banco de spread alto e provisão alta, não um banco de crédito barato.

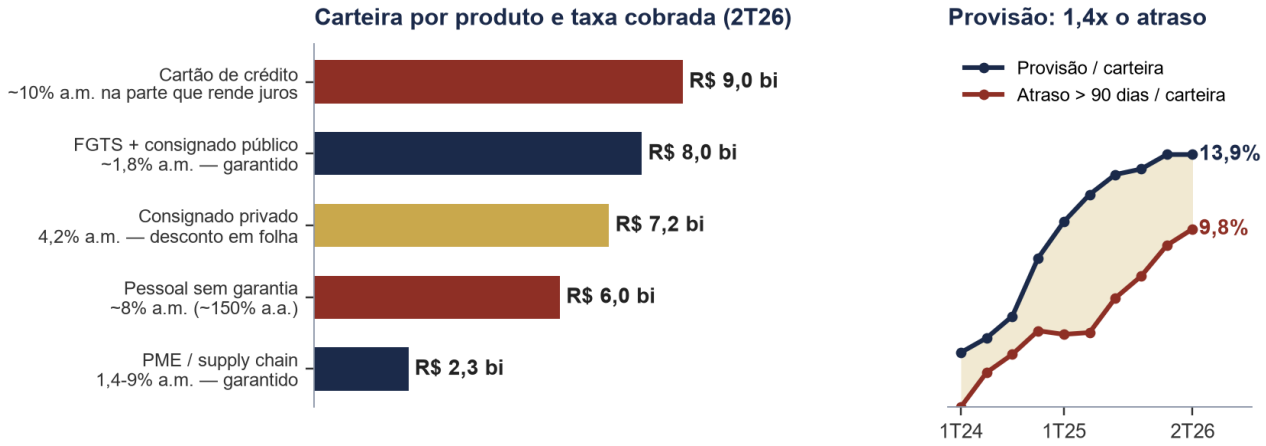


Figura 2. Carteira por produto e taxa cobrada (2T26); provisão acumulada vs atraso acima de 90 dias, 1T24-2T26.
Fonte: PicPay (release e planilha 2T26), BCB (taxas de novas concessões por instituição). Compilação Reach Capital.

▪ O CONSIGNADO PRIVADO — A OPORTUNIDADE QUE O PICPAY ABRAÇOU

O consignado privado é o empréstimo para o trabalhador de carteira assinada com a parcela descontada direto na folha pela empresa. Foi relançado pelo governo em março de 2025 com um sistema centralizado (Dataprev), o que permitiu a bancos digitais entrarem sem ter agência, e virou o produto de crédito mais disputado do país: o saldo no sistema foi de ~R$ 50 bilhões em julho de 2025 para R$ 118 bilhões em julho de 2026 — dobrou em um ano.

Em 18 meses o PicPay saiu do zero para R$ 7,2 bilhões de carteira (22% do total), originando R$ 700 milhões por mês — e o faz de um jeito diferente dos concorrentes. Começa pelo preço: cobra 4,2% ao mês, igual ao Pine e acima do Mercantil (~3,5%), do BMG (3,1-3,5%) e do mercado (~3%); num produto em que a perda esperada é de 10-15% da carteira, a taxa é a primeira defesa. Depois vem o canal. Bancos de nicho vendem consignado por correspondentes (os "corbans", o vendedor de pastinha), que ficam com 6-10% de comissão, e bancos grandes temem canibalizar outros produtos. O PicPay origina dentro do próprio aplicativo— é o único que combina a taxa mais alta com o custo de distribuição mais baixo.

A companhia também foi rápida em implantar o revínculo — quando o cliente troca de emprego, o desconto migra para a folha do novo empregador — e em vender seguro prestamista junto: 60% dos contratos novos têm seguro contra desemprego, que cobre as primeiras parcelas. E aprendeu com os próprios erros: a inadimplência na primeira parcela das safras novas caiu de 30% em 2025 para 8,5%, à medida que o modelo de crédito incorporou o comportamento de quem ficou inadimplente.



Figura 3. Carteira de consignado privado do PicPay (R$ bilhões), 2T25-2T26.
Fonte: PicPay (apresentação 2T26).

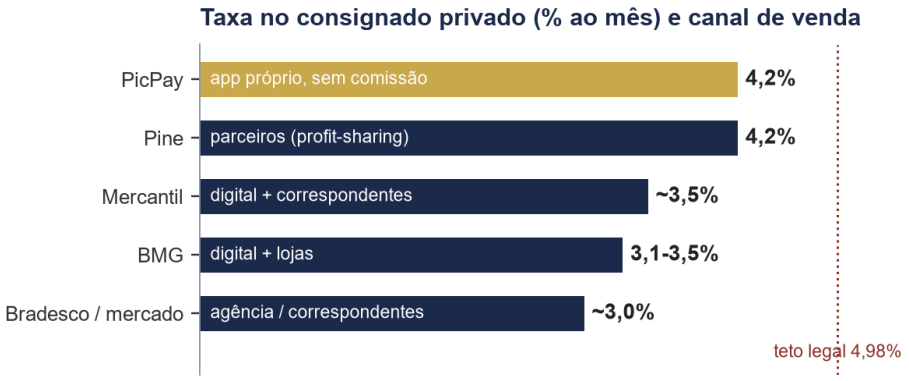


Figura 4. Taxa cobrada no consignado privado e canal de venda por player.
Fonte: BCB (taxas de novas concessões por instituição) e companhias (reuniões de setembro/26). Compilação Reach Capital.

A companhia divulga um retorno marginal sobre o capital alocado (ROE marginal) **acima de 80%** nesse produto. Nas nossas contas esse número é **muito sensível a duas variáveis — o custo de servir e a inadimplência**: poucos pontos a mais de perda ou de despesa mudam bastante o resultado, e por isso não trabalhamos com os 80%. Ainda assim, com premissas que consideramos razoáveis para taxa, captação, perda e custo, **um retorno acima de 30% nos parece factível** — o suficiente para o produto criar valor com folga sobre o custo de capital, sem depender do número da companhia.

▪ ALAVANCAGEM OPERACIONAL — A PRINCIPAL ALAVANCA DE LUCRO

O índice de eficiência mede quanto o banco gasta para operar (pessoas, tecnologia, marketing) a cada R$ 100 de receita líquida. Um banco digital tem custo quase fixo — o app custa o mesmo para 40 ou 60 milhões de clientes —, então, quando a receita cresce, o índice cai e a diferença vira lucro. É a "alavancagem operacional".

O PicPay **não está contratando**: 4.500 pessoas desde outubro de 2025, 2 mil atendentes a menos graças à inteligência artificial, ~20 desenvolvedores não repostos — enquanto a receita cresce 60% ao ano. A Figura 5 mostra o efeito: o **lucro bruto** (receita depois de pagar captação, custos de transação e provisão de crédito) sobe **mais de R$ 100 milhões por trimestre** há um ano, e a linha de despesas sobe bem menos (cerca de R$ 25 milhões por trimestre). Cada real de lucro bruto novo que não vira custo vira lucro antes de impostos.

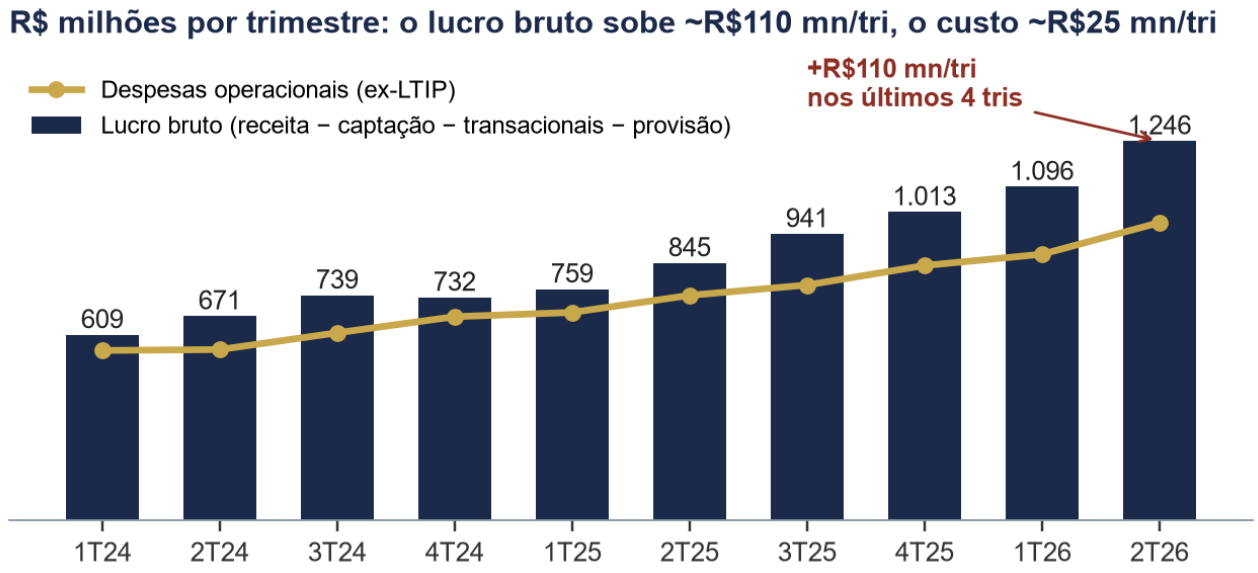


Figura 5. Lucro bruto e despesas operacionais por trimestre (R$ milhões), 1T24-2T26.
Fonte: PicPay (planilha de resultados 2T26). Compilação Reach Capital.

Isso já aconteceu três vezes no setor. Medimos o índice de eficiência de Nubank, Inter, C6 e PicPay na mesma régua ao longo de sete anos: **todos caem na mesma curva** — cada vez que a receita dobra, o custo por R$ 100 cai R$ 11. O PicPay está hoje onde o Inter estava em 2023 e o Nubank em 2022, e ainda 7 reais abaixo do que a curva prevê para o tamanho dele. O que veio depois para os pares: **Nubank saiu de prejuízo para US$ 2 bilhões em dois anos, Inter multiplicou o lucro por 4, C6 saiu de −R$ 0,7 bilhão para +R$ 2,3 bilhões.** O guidance informal do PicPay — R$ 0,5 bi em 2025, R$ 1 bi em 2026, R$ 2 bi em 2027 — é a mesma aritmética.

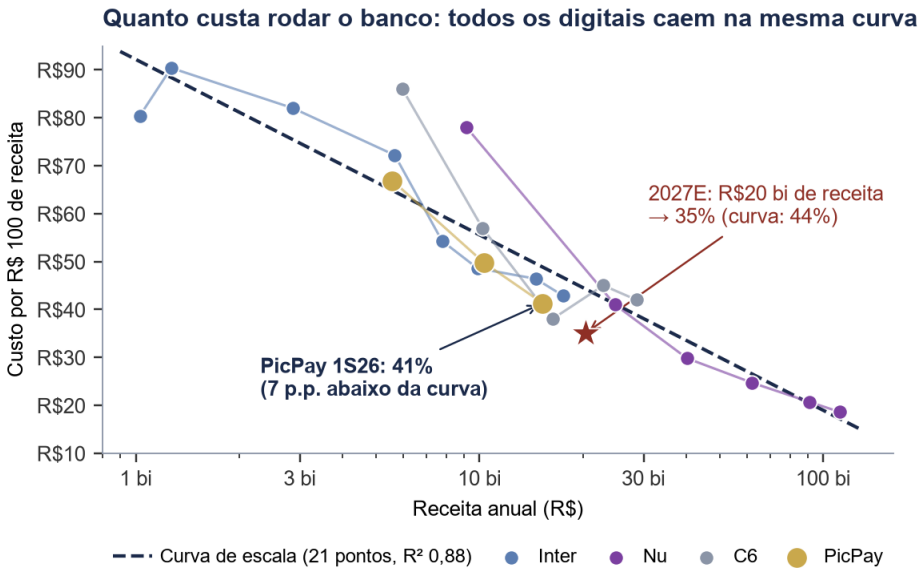
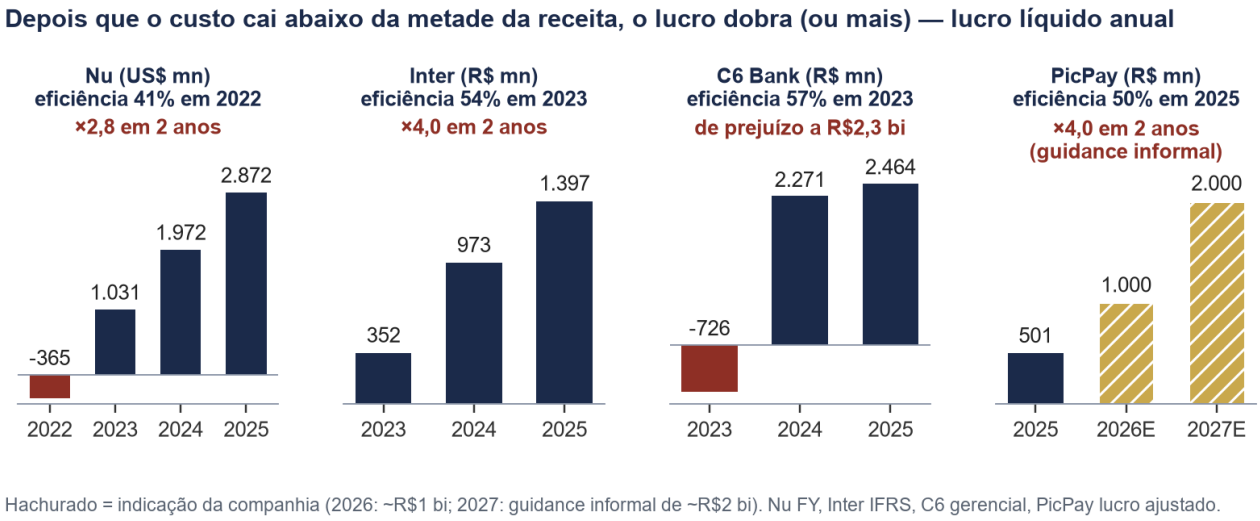


Figura 6. Índice de eficiência (custo por R$ 100 de receita) vs receita anual — Nubank, Inter, C6 e PicPay, 2019-1S26.
Fonte: companhias (definição harmonizada); regressão Reach Capital (n = 21, R² 0,88).



Hachurado = indicação da companhia (2026: ~R$1 bi; 2027: guidance informal de ~R$2 bi). Nu FY, Inter IFRS, C6 gerencial, PicPay lucro ajustado.

Figura 7. Lucro líquido anual dos pares depois que a eficiência cruzou ~50% da receita; PicPay = guidance informal.
Fonte: Nu e Inter (demonstrações anuais via Quartr), C6 Bank (divulgação 1S26), PicPay (guidance informal). Compilação Reach Capital.

Há um segundo motor que não está no guidance: o custo de captação do PicPay é 96% do CDI e cai no dia em que a Selic cai; a carteira é prefixada e reprecifica devagar. Cada corte de 1 ponto na Selic vale R$ 50-75 milhões de lucro antes de impostos.

▪ A QUALIDADE DO CRÉDITO: O QUE O 2T26 REVELOU

O medo do mercado é que o cartão e o crédito pessoal do PicPay estejam se deteriorando junto com o ciclo de crédito do país. Os dados do release do 2T26 mostram o contrário: o atraso de 15 a 90 dias da carteira caiu de 8,4% para 7,5%, a formação de novos créditos problemáticos (estágio 3) caiu de 3,9% para 3,6%, e no cartão a **estratégia padrão — 70% do saldo — forma hoje 8% menos atraso do que no início de 2025**. A parcela de "limites progressivos" (mais arisca, 30% do saldo) forma mais atraso, mas melhorou 21% desde o lançamento e é onde a empresa diz estar "mais seletiva na margem". Fora dos números, a companhia repetiu a mesma coisa três vezes em

setembro — na reunião com o BTG (21/09), à Exame (23/09) e a nós, (30/09): **"não vemos deterioração nos nossos produtos clean"**.

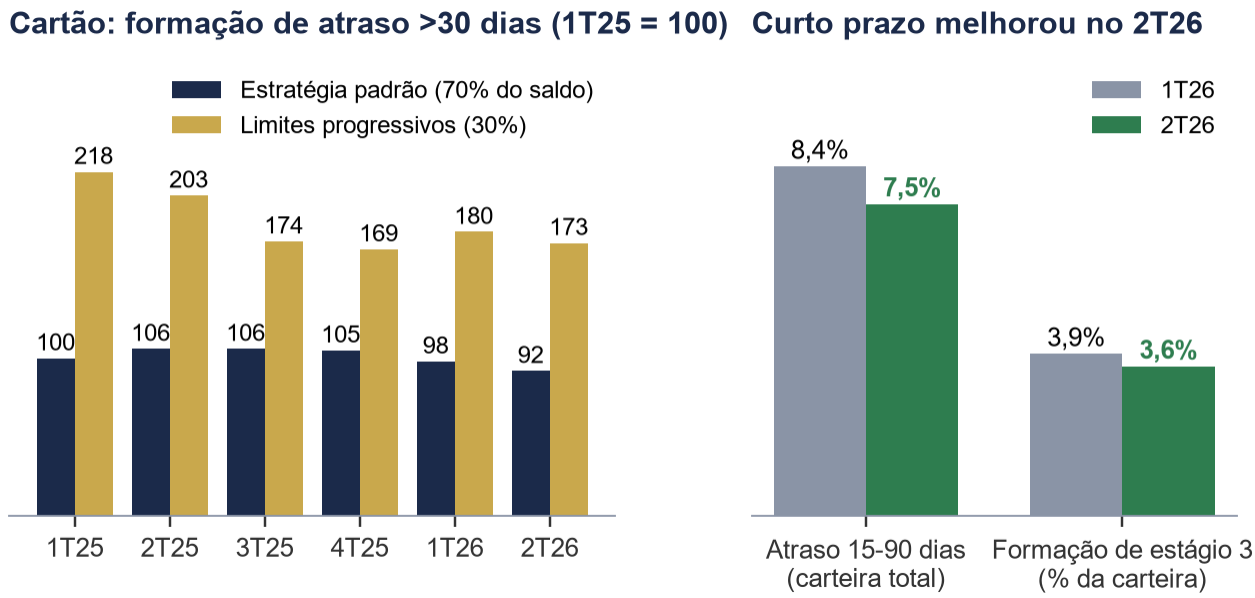


Figura 8. Cartão: formação de atraso >30 dias por estratégia (índice, 1T25 = 100); atraso 15-90 dias e formação de estágio 3 da carteira, 1T26 vs 2T26.
Fonte: PicPay (apresentação e release 2T26).

▪ PONTOS DE ATENÇÃO

Nenhuma tese de crédito ao consumo está livre de risco, e aqui o ciclo de crédito é o protagonista. Listamos os pontos que monitoramos de perto.

1. O ciclo de crédito brasileiro

É a objeção nº 1, 2 e 3 do mercado. O atraso do consignado privado no sistema dobrou em um ano (3% → 6%, Figura 9) e o NPL do PicPay vai subir para 12-13% até dezembro por maturação das safras. Nossa leitura é que o sistema está em platô, o PicPay provisiona pesado (cobertura de 13,9% da carteira) e o custo de risco está guiado estável em 3,9-4,1%.



Figura 9. Atraso de 15 a 90 dias no sistema financeiro: consignado privado e pessoa física total, jan/23-ago/26.

Fonte: BCB/SGS (recursos livres, PF). Compilação Reach Capital.

2. Capital e regulação

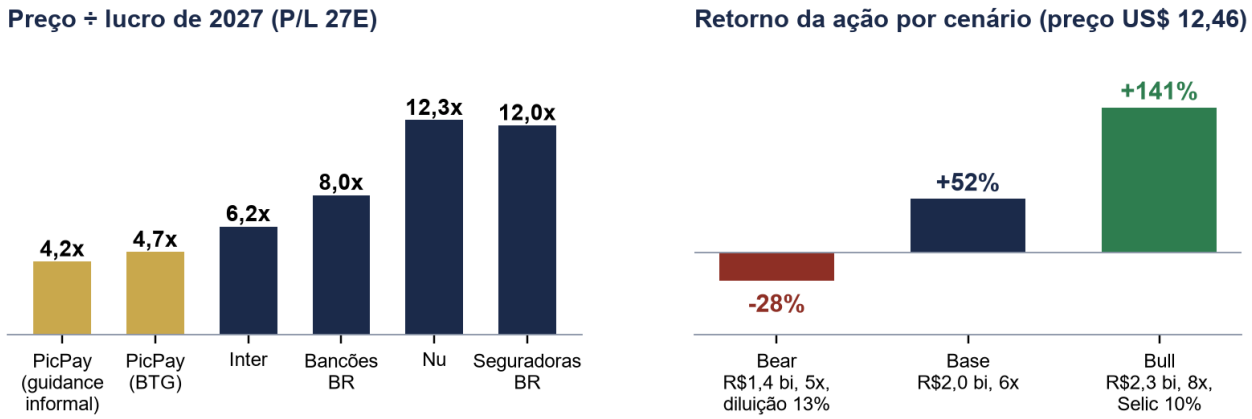
Desde setembro o Banco Central sinaliza medidas para frear o endividamento das famílias; o instrumento mais provável é subir o peso de risco do cartão e do crédito pessoal no cálculo de capital dos bancos — o que obrigaria quem tem esses produtos a reter mais capital para o mesmo empréstimo. Nada deve sair antes da eleição, e o desenho (quanto, para quem, com que prazo de adaptação) não é conhecido; a própria companhia diz que não consegue estimar o impacto e não o incorpora nas projeções.

3. Governança e liquidez

O controlador é a J&F (Wesley e Joesley Batista), empresários de muito sucesso que já estiveram envolvidos em casos de corrupção. Float de de apenas 20% e liquidez relativamente baixa.

▪ VALUATION — CERCA DE 4 VEZES O LUCRO, DEPOIS DA ALTA DE OUTUBRO

Escrevemos esta carta com a ação a US$ 8,60. Nos primeiros pregões de outubro ela subiu 45%, para US$ 12,46 (06/10/2026), sem nenhuma notícia da companhia: o comprador marginal começou a aparecer. A esse preço o PicPay vale R$ 8,4 bilhões: **4,2x o lucro para 2027** e ~1,0x o patrimônio projetado para o fim de 2027 — com retorno sobre esse patrimônio de ~25%. O Inter, crescendo metade, negocia a 6x; o Nubank a 12x; bancos tradicionais a ~8x. Não é preciso acreditar em re-rating: se a empresa entregar o que está prometendo e o múltiplo ficar onde está, a ação acompanha o lucro.



P/L: PicPay a US$ 12,46 (06/10/2026) sobre R$ 2,0 bi (guidance informal) e R$ 1,77 bi (BTG); Inter ~6x (JPM/Itaú BBA); Nu 12,3x (JPM); bancões ~8x e seguradoras 10-14x (BTG/JPM). Cenários: Reach, 29/09/2026.

Figura 10. Preço sobre lucro de 2027 (PicPay e pares) e retorno da ação por cenário (preço US$ 12,46, 06/10/2026). Fonte: companhias, BTG, JPM, Itaú BBA; cenários Reach Capital (29/09/2026).

Cenário	Lucro 2027	Múltiplo	Preço / retorno
Bear	R$ 1,4 bi	5x	~US$ 9 (−28%)
Base	R$ 2,0 bi	6x	~US$ 19 (+52%)
Bull	R$ 2,3 bi	8x	~US$ 30 (+141%)

Tabela 1. Cenários Reach para o PicPay: lucro 2027, múltiplo e preço-alvo.

O mercado **é cético**, mas cada uma dessas objeções tem resposta, e nenhuma justifica 4 vezes o lucro. **Perde-se 28% se tudo der errado ao mesmo tempo; ganha-se 52% se a empresa fizer o que já disse que faria, e mais de 141% se a Selic ajudar.**

E a companhia não recuou: em setembro reafirmou em público que **não vê deterioração no crédito** e colocou um guidance pro 3T26 — lucro antes de impostos de ~R$ 360 milhões (+30% no trimestre), custo de risco entre 3,9% e 4,1% já sem o Desenrola, e eficiência abaixo de 40%. Esse é o primeiro teste, em novembro. Se vier assim, a objeção do lucro morre, a do capital ganha um trimestre de folga, e o comprador marginal — que até setembro não existia — volta com o dado na mão. A pergunta não é se o PicPay vale mais; é quem estará posicionado quando ele voltar.

DISCLAIMER: Este material tem caráter exclusivamente informativo e tem como objetivo apresentar comentários sobre o mercado e os principais fundos sob administração da Reach Capital Investimentos S.A. ("Reach Capital"). As informações aqui contidas foram obtidas de fontes consideradas confiáveis e refletem a opinião da Reach Capital na data de sua elaboração, podendo ser alteradas sem aviso prévio. Este material não constitui oferta de venda ou solicitação de compra de cotas de fundos de investimento ou de qualquer outro ativo. As opiniões e estimativas apresentadas refletem exclusivamente a visão da gestora na data de sua elaboração e não apresentam promessa ou garantia de rentabilidade. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e a rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito - FGC. É recomendada a leitura cuidadosa do regulamento e da lâmina de informações essenciais antes de investir. Esses documentos podem ser obtidos na seção de informação aos cotistas no site do administrador dos fundos (https://www.btgpactual.com/; https://servicosfinanceiros.bnymellon.com/; e https://www.daycoval.com.br/). Para avaliação da performance dos fundos de investimento, é recomendável uma análise de um período mínimo de 12 (doze) meses. Fundos multimercado e estratégias que utilizam derivativos podem incorrer em perdas superiores ao capital investido. Fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos globais podem estar sujeitos à variação cambial. Fundos de previdência seguem regras específicas e não garantem benefício futuro. Fundos de crédito privado podem estar sujeitos a riscos de liquidez e de crédito dos emissores. A Reach Capital não se responsabiliza por erros, omissões ou imprecisões no conteúdo das informações divulgadas, nem por decisões de investimentos tomadas com base neste material. Este documento não substitui a lâmina de informações essenciais, tampouco constitui demonstração de desempenho. Para confirmação de informações, entre em contato com a Reach Capital.

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos

Rua Iguatemi, 448 – 16° andar • Itaim Bibi • São Paulo - SP
CEP: 01451- 010 • TEL: 55 11 2348-0100