

LA PRIMERA · ANÁLISIS DE UNA ACCIÓN DE CALIDAD

Nu Holdings (NU)

El banco que le cobra diecisiete dólares por mes a cada cliente y gasta uno en atenderlo

COTIZA EN NYSE · ESTADOS UNIDOS · TICKER NU · CEDEAR EN BYMA · PRECIO DE REFERENCIA US\$15,13

VEREDICTO	FUNCIÓN	PUNTAJE COMPOUNDER	SEMÁFORO
Comprar	La Primera	9,0 / 10	Amarillo

CÓMO LEER ESTE INFORME

No te pedimos que nos creas: te llevamos paso a paso por nuestro Detector de Compounders, el mismo método con el que evaluamos cada empresa de la cartera. En cada criterio vas a ver el número de Nu al lado del umbral que exigimos, y su puntaje. La escala es simple: 2 = cumple holgado, 1 = al límite, 0 = no cumple (usamos una banda de 10% sobre el umbral). La nota de cada pilar es el promedio llevado a 10, y el Puntaje Compounder es el promedio de los tres pilares.

Nu convirtió 139 millones de clientes en el banco más rentable de América Latina: rinde 31,6% sobre su patrimonio en un sector donde 15% ya se considera excelente, y le cuesta un dólar por mes atender a cada cliente. El precio de hoy le pide crecer 6,7% anual durante diez años. La empresa viene creciendo mucho más rápido que eso. Lo que todavía no probó es cómo se comporta la máquina cuando el crédito se pone feo.

CÓMO ADAPTAMOS EL MÉTODO

Nu es un banco, y varios criterios del Detector fueron pensados para empresas que no lo son. Nuestra regla es no bajar la vara sino cambiar el instrumento, y dejarlo siempre por escrito. Los reemplazos de este informe:

Margen de caja libre, CapEx y calidad de ganancias sobre flujo de caja. La caja operativa de Nu dio negativa en US\$1.382 millones en los últimos doce meses. En un banco eso no es deterioro: es que la cartera de crédito crece y consumir caja para prestar es, literalmente, el negocio. Los reemplazamos por margen neto, ratio de eficiencia y una ganancia normalizada por impuestos.

Deuda neta sobre EBITDA y cobertura de intereses. Para un banco los depósitos son materia prima, no deuda, y el interés que paga es costo de mercadería. Van en su lugar el patrimonio sobre activos (cuánto colchón propio hay por cada peso de balance) y los préstamos sobre depósitos (cuánto de lo que presta está fondeado con plata de sus clientes).

Retorno sobre el capital invertido. El capital invertido de un banco no se mide igual. Usamos retorno sobre el patrimonio y sobre los activos.

La aclaración incómoda, que va igual. Al recalibrar quedaron quince criterios en El Negocio y no dieciséis, porque dos de los de intensidad de capital no tienen sustituto legítimo. Los que sacamos son justo los que Nu aprobaba con los ojos cerrados: tiene 105 millones de dólares de propiedades y equipos sobre un balance de 82.753 millones. O sea que la reducción le juega en contra, no a favor. El test que nos hacemos siempre es si haríamos el mismo ajuste con el resultado contrario, y acá la respuesta es sí.

1 PASO 1

La Puerta de Entrada

Antes de medir un solo ratio, el Detector hace tres preguntas de sí o no. Si alguna da que no, la empresa queda afuera por más linda que se vea.

¿Entiendo cómo gana plata el negocio? Sí.

Nu le cobra a cada cliente activo un promedio de 17,10 dólares por mes y gasta 1 dólar en atenderlo. Ese spread es todo el modelo, y lo demás es aritmética. Tiene 138,9 millones de clientes, de los cuales el 83,5% usa la cuenta de forma activa, y en Brasil ese número ya pasó el 86%.

La plata entra por tres canales. El más grande son los intereses de la tarjeta de crédito y de los préstamos: el margen financiero de Nu es 22,9%, y después de descontar el costo de prestarle a gente que a veces no paga le quedan 12,4%. El segundo son las comisiones, sobre todo lo que cobra cada vez que un cliente pasa la tarjeta. El tercero es el rendimiento que le saca a los 45.328 millones de dólares de depósitos que la gente le deja quietos en la cuenta.

Lo que hace distinto a este banco no es ninguna de esas tres cosas, que las hacen todos. Es lo que le cuesta hacerlas. El ratio de eficiencia de Nu fue 19,5% en el trimestre: veinte dólares de gasto operativo por cada cien de ingreso. Bank of America está cerca de 59% consolidado y 51% en su banca minorista. No son negocios idénticos, pero la diferencia estructural no se explica por eso.

QUÉ MIDE Y QUÉ NO MIDE ESE RATIO

Antes de enamorarse del número, tres aclaraciones que hacen falta para leerlo bien.

No incluye el costo del crédito. El ratio de eficiencia mide lo que cuesta hacer funcionar la máquina, no lo que cuesta el riesgo que la máquina toma. Las pérdidas por préstamos incobrables van por otra línea. En Nu esos dos números apuntan para lados opuestos: la estructura se abarató de 50 a 20 centavos por dólar facturado, y el costo del riesgo subió de 20,2% a 22,1% de la cartera en el último año. Un banco puede tener el mejor ratio de eficiencia del mundo y perder plata igual.

Parte de la ventaja es de precios, no de costos. Nu presta con un margen financiero de 22,9% y un banco norteamericano con uno de un dígito bajo. Cuando cobrás tasas brasileñas, el denominador del ratio es enorme y el número baja solo, aunque tu estructura sea igual de cara. La comparación limpia es otra: cuánto cuesta atender a un cliente. Ahí Nu gasta 1 dólar por mes, contra decenas de dólares de un banco con sucursales, y eso sí es un logro propio.

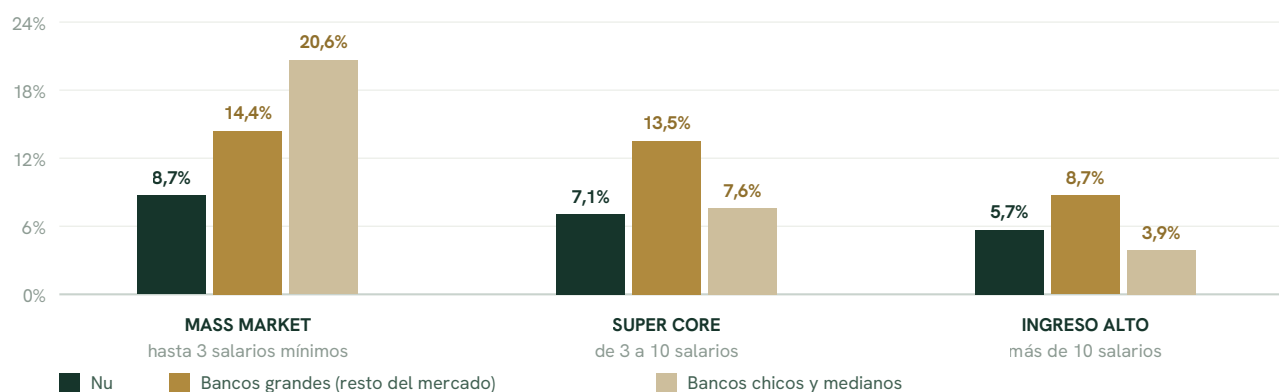
La mejora ya se terminó. El ratio subió de 17,6% a 19,5% en el trimestre y la empresa guía alrededor de 20% para todo el año. La palanca de costos está agotada: de acá en adelante la ganancia tiene que crecer por ingresos, no por seguir apretando la estructura.

¿Tiene una ventaja competitiva difícil de destruir? Sí, de dos tipos.

Ventaja de proceso. Nu nació sin sucursales, sin sistemas viejos y en la nube. Ese dólar de costo por cliente no es una campaña de austeridad, es la arquitectura. Y bajó el ratio de eficiencia de 50% a 20% en cuatro años mientras cuadruplicaba los ingresos, que es la definición misma de apalancamiento operativo.

Ventaja de datos, que es la que de verdad importa. Acá está el gráfico que mejor explica esta empresa.

MORA A MÁS DE 90 DÍAS EN BRASIL, POR FRANJA DE INGRESO



Porcentaje de la cartera con atrasos de más de noventa días, a mayo de 2026. Nu le gana a los bancos grandes en las tres franjas, y la brecha se dispara justo abajo, donde prestar es más difícil. Fuente: Banco Central de Brasil y presentación de resultados de la compañía.

Leelo de abajo hacia arriba. En el segmento de menores ingresos, donde el sistema tradicional casi no tiene información para decidir a quién prestarle, la mora del mercado va de 14,4% a 20,6% y la de Nu es 8,7%. En la franja de ingresos altos, donde cualquier banco tiene legajos, recibos de sueldo e historial, la ventaja se achica: Nu queda en 5,7%, mejor que los bancos grandes pero peor que algunos chicos que eligen clientela con pinzas.

Eso no debilita la tesis, la precisa. La ventaja de Nu no es prestar mejor en general: es prestar mejor donde el dato tradicional no existe. Y ahí es donde vive el crecimiento de América Latina.

La explicación de por qué pasa eso tiene nombre. Nu entrenó un modelo propio, nuFormer, sobre más de una década de transacciones de sus propios clientes, y lo construyó tratando al historial de gastos como si fuera un idioma: cada compra cobra sentido por las que vinieron antes y después. Está en producción decidiendo tarjetas de crédito en Brasil y México y préstamos sin garantía en Brasil. Según la compañía, ese modelo separa a los buenos de los malos pagadores unas tres veces mejor que las mejoras habituales de la industria.

El test que usamos siempre: ¿un rival con capital infinito le sacaría clientes? Puede copiar la app en un año y el costo por cliente en cinco. Lo que no puede comprar con plata es una década de historial transaccional de 139 millones de personas que ya usan la cuenta como su banco principal.

¿El management está alineado y es capaz? Sí, con dos reservas.

David Vélez fundó la empresa en 2013, la dirige y controla alrededor del 19% a 20% del capital a través de un vehículo propio. Eso es piel en el juego de verdad, del tipo que no se consigue con un paquete de opciones.

La primera reserva es la silla del director financiero. Guilherme Lago, que fue el CFO de toda la etapa de escala, dejó el puesto y Rob Livingston asumió el 13 de julio de este año. Viene de Visa, donde era director financiero de la operación de Estados Unidos, y su currículum es impecable. Pero un cambio de CFO en un banco que está entrando a una etapa de crédito incierto es exactamente el momento en que uno preferiría continuidad.

La segunda es que hubo ventas de acciones por parte de directivos en julio y agosto, incluido el propio Vélez, que vendió 45.690 acciones a 13,39 dólares el 23 de julio. Es una porción chica de su tenencia y no cambia el cuadro de alineación, pero cuando varios venden en la misma ventana conviene anotarlo en lugar de mirar para otro lado.

Resultado de la Puerta: PASA. Las tres preguntas con un sí.

2

PASO 2

El Negocio · Nota 8,3 / 10

Acá medimos la calidad del negocio hoy, con números duros y con los reemplazos que declaramos arriba.

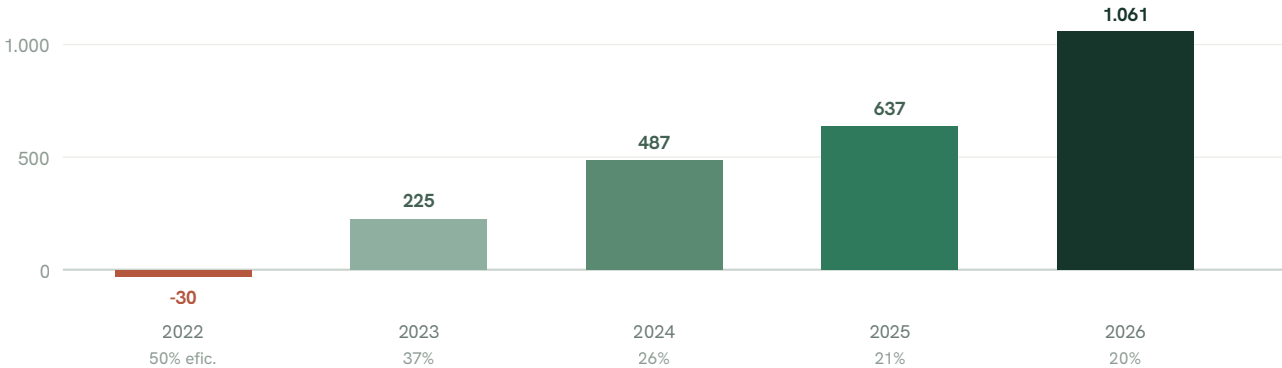
CRITERIO	NUUMBRAL	PUNTAJE
Ventaja competitiva (ancho de la ventaja)	cualitativo	criterio 2
Margen bruto	41,5%	≥40% 1
Margen neto (sobre ingreso bruto)	18,7%	≥15% 2
Ratio de eficiencia <i>reemplaza CapEx sobre ingresos</i>	19,5%	≤45% 2
Calidad de ganancias (normalizada sobre contable)	89,5%	≥90% 1
Retorno sobre el patrimonio (12 meses)	31,6%	≥20% 2
Retorno sobre activos <i>reemplaza ROIC</i>	4,96%	≥1,5% 2
Compensación en acciones sobre ingresos	4,2%	≤5% 2
Patrimonio sobre activos <i>reemplaza deuda neta sobre EBITDA</i>	16,0%	≥10% 2
Préstamos sobre depósitos <i>reemplaza cobertura de intereses</i>	87%	≤90% 1
Goodwill sobre activos	0,5%	≤20% 2
Crecimiento de ingresos (3 años)	31,5%	≥5% 2
Crecimiento de ganancias por acción (5 años)	37%	≥7% 2
Owner's Earnings (sin dividendo)	37%	≥12% 2
Valor creado: precio desde el IPO (anual)	11%	≥15% 0

La mancha grande: cuatro años y medio que no rindieron

Nu salió a la bolsa en diciembre de 2021 a 9 dólares por acción. Hoy vale 15,13. Son alrededor de 11% anual, debajo de nuestro umbral de 15% y bastante debajo de lo que rindió el índice en el mismo período. Le ponemos cero y no lo maquillamos.

La explicación es que la acción salió carísima y el negocio tuvo que crecer durante años solo para alcanzar al precio de salida. Quien compró en el IPO pagó por adelantado todo lo que la empresa entregó después. Eso no dice nada malo del negocio, dice algo malo de ese precio de entrada, y es exactamente la razón por la que este método mira el precio como un pilar entero.

LA MÁQUINA, TRIMESTRE POR TRIMESTRE (SEGUNDO TRIMESTRE DE CADA AÑO)



Ganancia neta trimestral en millones de dólares, y abajo el ratio de eficiencia de cada trimestre. En cuatro años los clientes pasaron de 65 a 139 millones, el ingreso por cliente de 8 a 17 dólares por mes y el gasto de estructura se derrumbó de 50 a 20 centavos por cada dólar facturado. Fuente: presentación de resultados de la compañía.

Ese gráfico también explica por qué no confiamos en el número de crecimiento de la ganancia por acción. Las ventanas disponibles dan 51,3% anual a tres años y 37% a cinco, y las dos están infladas por la misma razón: la primera barra es una

pérdida. Cualquier crecimiento medido desde una base negativa o cercana a cero da un número disparatado. Tomamos el más conservador de los dos y avisamos que está sobreestimado. Aunque lo partieras al medio, el criterio pasaría por goleada, así que no vale la pena fingir precisión donde no la hay.

Las otras tres manchas

Margen bruto en 41,5%, contra un umbral de 40%. Cae dentro de la banda del 10% que usamos, o sea que cumple pero al límite. Es un margen bruto de banco, calculado después de restar el costo de fondearse y el costo del riesgo de prestar, así que no es comparable con el de una empresa de software.

Calidad de ganancias en 89,5%, contra un umbral de 90%. Acá está el tema fiscal, que merece un párrafo. La tasa de impuestos que efectivamente pagó Nu en los últimos doce meses fue 21,8%, bastante por debajo de lo que le correspondería en Brasil, gracias a créditos fiscales, intereses no gravados de bonos soberanos y una deducción típicamente brasileña sobre el capital propio. Nosotros normalizamos la ganancia a una tasa de 30%, que es la que el propio puente gerencial de la empresa muestra como recurrente. Con esa corrección la ganancia normalizada queda en 89,5% de la contable, y le ponemos 1.

Vale una aclaración porque circula mucho lo contrario: no es cierto que el resultado récord del trimestre lo haya fabricado el impuesto. La tasa contable del trimestre fue 14,2%, pero la reconciliación gerencial que publica la propia empresa muestra 34,9% sobre una ganancia antes de impuestos más alta. Son dos formas de presentar lo mismo y la ganancia final no cambia. Lo que sí hay que vigilar es que el activo por impuestos diferidos ya pesa una porción grande del patrimonio.

Préstamos sobre depósitos en 87%, viniendo de 75% hace un año. Es el criterio que más nos hizo pensar y va desarrollado en la sección siguiente, porque es la misma cuenta que explica el margen récord.

Las fortalezas

El resto del pilar es de otro planeta. Retorno sobre el patrimonio de 31,6% en un sector donde 15% te gana un bono. Retorno sobre activos de casi 5%, cuando un banco bueno anda en 1,5%. Ratio de eficiencia de 19,5%. Patrimonio sobre activos de 16%, o sea el doble del colchón que suele tener un banco tradicional, lo que quiere decir que este retorno no sale de apalancarse más sino de un negocio que rinde más. Goodwill de apenas 409 millones sobre un balance de 82.753 millones: no hay nada raro escondido, no compró crecimiento, lo construyó.

Un detalle de asignación de capital

Entre marzo y junio Nu recompró y canceló acciones por 496 millones de dólares, la primera recompra de su historia, dentro de un programa autorizado de mil millones que arrancó el 4 de junio. Alcanzó para dejar la cantidad de acciones prácticamente planas absorbiendo toda la compensación en acciones del período.

El contrapeso, que decimos igual: en los últimos cinco años la cantidad de acciones creció 25,1% anual. Casi todo es la conversión del IPO y no una emisión para tapar agujeros, pero el accionista de la primera hora se diluyó fuerte antes de que esta empresa empezara a recomprar.

3

PASO 3

El Futuro · Nota 8,75 / 10

El Negocio mira el hoy. El Futuro mira la pista que queda por delante.

CRITERIO	NUUMBRA	PUNTAJE
Atractividad del mercado y entorno competitivo	cualitativo	criterio 1
Crecimiento estimado (ganancias, próximos 2 años)	37,5%	≥10% 2
Runway de reinversión y optionality	cualitativo	criterio 2
Durabilidad de la ventaja	cualitativo	criterio 2

El mercado, y por qué le ponemos 1

Este es el criterio donde Nu no saca nota alta, y la razón es doble. Primero, Brasil se está llenando. Nu tiene alrededor de 118 millones de clientes brasileños sobre una población adulta de unos 160 millones. La etapa de conseguir gente nueva en su mercado madre está casi terminada, y de acá en adelante el crecimiento brasileño depende de venderle más a los mismos, no de sumar caras nuevas.

Segundo, el entorno competitivo no es un oligopolio cómodo. Compite con Mercado Pago, que tiene su propia base gigante y la misma lógica digital, y con cinco bancos grandes que ya reaccionaron y bajan comisiones. El mercado crece, pero se pelea de verdad.

El runway: México y el balance sin usar

Acá sí hay pista, y bastante concreta. En México ya tiene alrededor de 16 millones de clientes y es el banco digital más grande del país. El 9 de julio recibió la autorización final para operar como banco pleno, lo que le permite ofrecer cuenta de nómina, subir los límites de depósito y pasar de ser la segunda tarjeta de alguien a ser su banco principal. La operación llegó a punto de equilibrio en el primer trimestre de este año, y comprometió 4.200 millones de dólares de inversión en el país hasta 2030.

El dato que más nos gusta es que esas cohortes monetizan más rápido de lo que monetizaba Brasil en la misma etapa: alrededor de 12,30 dólares por cliente activo al mes contra 5,60 que daba Brasil cuando estaba ahí. Y los préstamos sobre depósitos en México están en torno al 35%, contra 87% del grupo. Hay un balance entero sin usar esperando ser prestado.

Estados Unidos es la opción larga. En enero recibió una aprobación condicional preliminar para armar un banco nacional propio, pero todavía faltan la aprobación final y la de los otros dos reguladores, y no hay fecha de lanzamiento. Lo tratamos como lo que es: opcionalidad gratis, no un número en la proyección.

La durabilidad: la ventaja se agranda

El criterio pregunta si la ventaja competitiva se erosiona o se ensancha, y la evidencia va toda para el mismo lado. La brecha de mora contra los bancos grandes es más ancha hoy que hace un año. El margen ajustado por riesgo pasó de 9,9% a 12,4% en doce meses mientras la cartera crecía 42,7%, que es la combinación difícil. El ratio de eficiencia bajó de 50% a 20% en cuatro años. Y cada cliente nuevo que transacciona hace que el modelo de crédito prediga mejor, lo que permite prestarle mejor al siguiente. Es un círculo que se retroalimenta y hoy está girando más rápido, no más lento.

La objeción legítima, que es que nada de esto pasó todavía por un ciclo de crédito feo, no es evidencia de que la ventaja se erosione. Es un riesgo, y como tal lo tratamos en el Semáforo, que es donde el método lo quiere.

4 PASO 4

El Precio · Nota 10 / 10

Una gran empresa a mal precio es una mala inversión. Miramos el precio por tres caminos, y los tres dan bien.

CONCEPTO	NUREFERENCIA		PUNTAJE
Múltiplo (Forward PE) contra su historia	15,7x	prom. 21,7x	2
Retorno esperado (método propio)	20,1%	≥15%	2
Crecimiento implícito contra demostrado	6,7% vs 20,5%	pide menos	2
Precio sobre valor libro (señal de apoyo)	5,5x	contexto	no puntúa

Contra su propia historia

Nu cotiza a 15,7 veces las ganancias esperadas del próximo año. Su promedio de los tres años en que fue rentable es 21,7 veces: 25,7 en 2023, 19,8 en 2024 y 19,7 en 2025. Es un descuento de 28%.

Somos transparentes con la limitación: la empresa cotiza recién desde fines de 2021 y los dos primeros años dan múltiplos negativos porque perdía plata, así que no tenemos los diez años de historia que pide nuestro método. Usamos la ventana de tres años y lo declaramos. Mirando más lejos, sobre las ganancias estimadas para 2027 el múltiplo baja a 13,7 veces y sobre las de 2028 a 10,4.

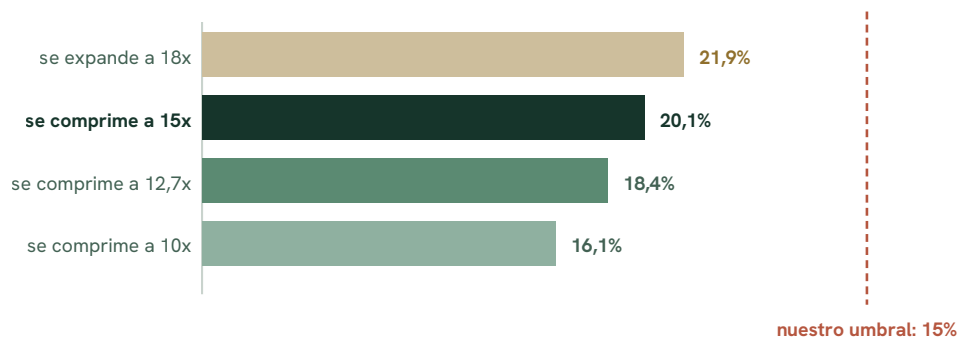
El precio sobre valor libro de 5,5 veces es la objeción obvia: para un banco tradicional eso sería carísimo. Pero un banco tradicional rinde 15% sobre su patrimonio y este rinde 31,6%. Pagar el doble de libro por el doble de retorno no es lo mismo que pagar el doble por lo mismo. Lo dejamos como señal de contexto y no lo puntuamos, porque la comparación limpia con otros bancos no existe.

El retorno que podemos esperar

Proyectamos alrededor de 20,1% anual, y lo calculamos con el freno de mano puesto. Tomamos el crecimiento que espera el consenso de analistas, 29,3%, y lo castigamos un 30% hasta 20,5%, porque décadas de evidencia muestran que esas proyecciones pecan de optimistas. Nu no paga dividendo, así que no suma nada por ahí. Y suponemos que el múltiplo se comprime levemente, de 15,7 a 15 veces, o sea que le pedimos al mercado que la valúe un poco peor que hoy, no mejor.

Lo interesante no es el número sino cuánto aguanta:

RETORNO ANUAL ESPERADO SEGÚN CÓMO SE COMPORTE EL MÚLTIPLO



El escenario que usamos es el segundo, en verde oscuro. Incluso si el mercado le bajara el múltiplo de 15,7 a 10 veces ganancias, o sea una compresión de más de un tercio, el retorno esperado seguiría arriba de nuestro umbral del 15% anual.

Dicho en criollo: no necesitás que el mercado se enamore de esta acción para que te rinda. Te alcanza con que la empresa haga lo que dice el consenso, castigado un 30%, y con que el mercado no la castigue mucho más de lo que ya la castiga.

Lo que el precio está pidiendo

Esta es nuestra mirada favorita, porque en vez de adivinar el futuro le pregunta al precio qué está dando por hecho. Dado lo que vale hoy, el mercado le exige a Nu hacer crecer su ganancia 6,7% por año durante diez años, y después crecer para siempre al ritmo de la economía mundial.

Contra eso, la empresa viene creciendo a ritmos de dos dígitos altos, y el consenso castigado un 30% proyecta 20,5% anual. El precio de hoy le pide menos de un tercio de lo que se espera de ella.

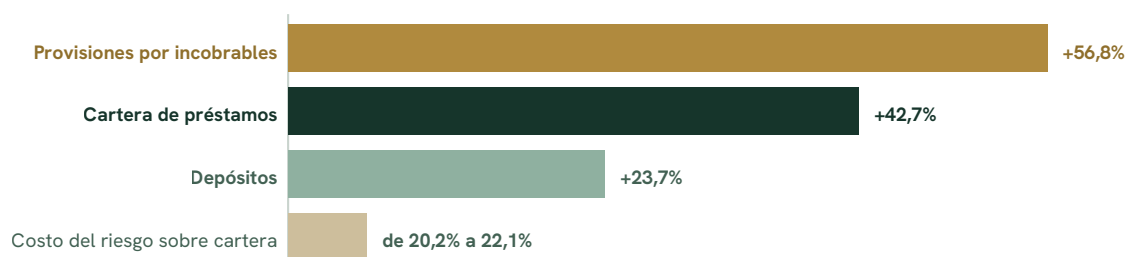
Una aclaración de método que importa. Esta cuenta la hicimos con la ganancia normalizada por impuestos, no con la contable. Y esa corrección nos jugó en contra: con la ganancia contable el precio exigiría apenas 5,0% anual, un número todavía más favorable a la tesis. Lo decimos porque el test de una recalibración honesta es si la harías igual sabiendo que te da el resultado contrario, y esta es la prueba de que sí.

LA CUENTA QUE NADIE HIZO

El margen récord y la provisión que crece más rápido

El titular del trimestre fue que el costo del crédito bajó 9% contra marzo y que el margen ajustado por riesgo saltó de 9,5% a 12,4%. Es cierto. Pero la propia empresa aclara que la mejora de la mora temprana es sobre todo estacional: el primer trimestre suele ser el malo y el segundo el bueno. Así que fuimos al balance a mirar el año completo, y ahí la película es distinta.

LO QUE CRECIÓ EN DOCE MESES



Variación entre junio de 2025 y junio de 2026, calculada por nosotros sobre el balance de la compañía. Las provisiones crecen más rápido que la cartera, y la cartera casi al doble de velocidad que los depósitos.

Dos cosas salen de ahí, y conviene leer las dos.

La primera. Las provisiones por incobrables crecieron 56,8% en el año mientras la cartera crecía 42,7%. O sea que el costo del riesgo sobre la cartera promedio pasó de 20,2% a 22,1%. Nu está guardando plata para pérdidas futuras más rápido de lo que presta, justo en el trimestre cuyo titular fue que el costo del crédito bajó. Las dos cosas son ciertas al mismo tiempo: bajó contra marzo por estacionalidad, subió contra el año pasado en términos estructurales. Y encaja con que la mora de más de noventa días esté en 6,9%, su peor nivel.

La lectura amable es que un banco que provisiona de más está siendo prudente, y que la empresa avisó que está expandiendo riesgo a propósito hacia segmentos nuevos. La lectura incómoda es que el margen récord se está construyendo prestándole a gente un poco más riesgosa, y esa cuenta recién se cobra en dos o tres años.

La segunda. Los depósitos crecieron 23,7% contra 42,7% de la cartera, y por eso los préstamos sobre depósitos pasaron de 75% a 87% en doce meses. Ese movimiento es justamente lo que explica el salto del margen: cuanto más proporción del balance está prestada en vez de estar en bonos, más rinde. Es la palanca correcta y todavía queda espacio, sobre todo en México. Pero es una palanca que se tira una sola vez, y cuando llegue a su límite el margen deja de expandirse por esa vía.

5

PASO 5

Riesgos y Semáforo

Listamos los riesgos más serios. El peor define el color, y no se promedia con nada.

- **El ciclo de crédito que todavía no llegó.** Es el riesgo principal y el más honesto. Un banco se luce cuando la gente paga; el buen otorgamiento de crédito se prueba cuando la gente deja de pagar. Nu nunca atravesó una recesión brasileña con desempleo alto siendo el banco que es hoy. La mora de más de noventa días ya está en 6,9%, su peor nivel. Mitigante: la brecha contra el mercado se sostuvo durante el ciclo de tasas altas de Brasil entre 2022 y 2024, que no fue un paseo, y el patrimonio sobre activos de 16% da bastante colchón para absorber pérdidas.
- **Concentración en Brasil.** Alrededor de 118 de los 139 millones de clientes están en un solo país, con su tasa de interés, su moneda y su política. Un golpe macro brasileño golpea casi todo el negocio a la vez. Mitigante: México y Colombia crecen, pero todavía son chicos en la ganancia.
- **Tensión de fondeo.** La cartera crece al doble de velocidad que los depósitos. Si eso sigue, en algún momento Nu tiene que salir a fondearse más caro y el margen se resiente.
- **Impuestos y regulación.** La tasa legal en Brasil subió a 42,5% este año y vuelve a subir en 2028. El activo por impuestos diferidos, que hoy juega a favor, es grande en relación al patrimonio. Y un banco del tamaño de Nu es un objetivo político natural.
- **Ejecución de la expansión.** Comprometió 4.200 millones de dólares en México hasta 2030 y quiere entrar a Estados Unidos. El modelo brasileño se apoyó en Pix, un riel de pagos público y gratis que no existe en los otros mercados. Que el manual viaje no está probado.

Semáforo: Amarillo. Ninguno de estos es un cisne negro: todos son conocidos, graduales y se pueden cuantificar. Pero el del ciclo de crédito es de los que no se pueden apurar. Se prueba con el tiempo, no con un análisis, y por eso la advertencia queda encendida aunque el puntaje sea alto.

LO QUE DICE LA CALLE

Dónde coincidimos y dónde no

El consenso está de nuestro lado y eso, en sí mismo, nos obliga a ser más exigentes. El precio objetivo promedio a doce meses ronda los 18,78 dólares y la relación entre precio y crecimiento está en 0,5, un nivel que la calle asocia con acciones baratas. Goldman Sachs le pone un objetivo de 21 dólares suponiendo un crecimiento de mediano plazo de 32% y un múltiplo de 16,3 veces. Nosotros llegamos a una conclusión parecida por un camino más conservador: castigamos el consenso un 30% y le pedimos al múltiplo que se comprima, no que se expanda.

No todos aplauden. En mayo, después de dos trimestres flojos seguidos, Bank of America bajó el objetivo a 16 dólares y se puso neutral, recortando sus estimaciones de ganancia. El trimestre de agosto le dio vuelta la película a esa lectura, pero vale recordar que hace tres meses el ánimo era otro y la acción llegó a 11,20 dólares.

La objeción que más nos gusta no viene de un banco de inversión sino de un inversor que la escribió mejor que nadie: la pregunta no es si Nu puede dar 33% de retorno sobre el patrimonio en el entorno de hoy, porque ya sabemos que puede. La pregunta es qué queda de ese 33% cuando la economía se pone fea, sube el desempleo y la gente deja de pagar. En bancos, los números más lindos de hoy pueden ser las pérdidas de mañana.

Tiene razón, y es la razón por la que el Semáforo está en amarillo. Lo único que podemos aportar en contra es un dato: esa ventaja de mora ya se sostuvo durante el ciclo de tasas brasileñas de 2022 a 2024, con la tasa de referencia arriba del 13%. No es lo mismo que una recesión con desempleo, y no lo vamos a vender como si lo fuera. Pero es la evidencia más parecida a una prueba que existe hoy.

CONCLUSIÓN

Puntaje Compounder · 9,0 / 10

El Negocio	8,3
El Futuro	8,75
El Precio	10,0

Puntaje Compounder 9,0

Antes de la tesis, una aclaración que nos debemos: **9,0 es el puntaje más alto que le pusimos a una empresa desde que existe este método.** No es un descuido ni un entusiasmo, es lo que dio el promedio de los tres pilares, y no vamos a maquillarlo hacia abajo para que parezca más prudente. Pero sí te pedimos que leas la página de riesgos con la misma atención que le pusiste a los números buenos, porque el puntaje mide la calidad del negocio y del precio, y hay una parte de esta historia que ningún puntaje puede medir todavía.

La tesis es simple. Nu es el banco más eficiente y más rentable de un continente entero, con una ventaja competitiva construida sobre datos propios que se agranda con cada cliente nuevo, y cotiza a 15,7 veces ganancias con el precio exigiéndole crecer 6,7% anual cuando se espera que crezca varias veces más rápido. Los tres caminos por los que miramos el precio dan lo mismo, y el retorno esperado aguanta arriba de nuestro umbral incluso si el mercado le comprime el múltiplo más de un tercio.

Lo que la deja debajo del diez perfecto no es el precio ni la calidad. Es que la ganancia del accionista desde el IPO fue de apenas 11% anual, porque la acción salió cara y el negocio tardó cuatro años en alcanzar a su propio precio de salida. Y lo que mantiene la luz en amarillo es que esta máquina de prestar todavía no vio un invierno. Por eso el veredicto es comprar el

banco mejor manejado de América Latina a un precio que le pide poco, sabiendo que la prueba de fuego de su mayor virtud todavía no se tomó.

QUÉ VAMOS A VIGILAR

- La mora de más de noventa días en el trimestre de marzo, que es el estacionalmente malo. Ahí se ve si el 6,9% de hoy era estacionalidad o el principio de un deterioro.
- El costo del riesgo sobre la cartera. Si sigue subiendo mientras el margen se expande, la cuenta se está pateando para adelante.
- Los préstamos sobre depósitos. Si pasa de 90%, la palanca que explica el margen se está agotando y hay que revisar la proyección.
- México: si el ingreso por cliente sigue arriba del de Brasil en la misma etapa, y si el balance ocioso empieza a prestarse ahora que es banco pleno.
- El ritmo de recompra contra la dilución, ahora que la empresa por fin devuelve capital.

GLOSARIO EN CRIOLLO

Forward PE. El precio dividido por la ganancia que se espera del próximo año. Cuántos años de ganancias estás pagando.

Margen financiero (NIM). La diferencia entre lo que el banco cobra por prestar y lo que paga por fondearse.

Margen ajustado por riesgo. Lo mismo, pero después de descontar lo que pierde con la gente que no paga. Es el margen que de verdad le queda.

Ratio de eficiencia. Cuántos centavos de gasto de estructura necesita por cada dólar que factura. Cuanto más bajo, mejor.

Mora 90+. La porción de la cartera con atrasos de más de noventa días. La medida clásica de crédito que salió mal.

Costo del riesgo. Lo que el banco guarda cada año para cubrir préstamos que espera no cobrar, medido contra el tamaño de su cartera.

Ganancia normalizada. La ganancia recalculada como si la empresa pagara una tasa de impuestos sostenible en el tiempo, en vez de la que le tocó ese año.

Owner's Earnings. La ganancia del dueño: cuánto crece la ganancia por acción más lo que te paga en dividendos. Nu no paga dividendos, así que acá es solo lo primero.

ARPAC. El ingreso promedio mensual que deja cada cliente activo.

Contenido educativo de Capital Antifrágil. No constituye una recomendación personalizada de inversión ni una oferta de compra o venta de instrumentos financieros. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Toda decisión es responsabilidad de cada lector. Datos de Fiscal.ai, estados contables y presentaciones de la compañía, con precio de referencia de agosto de 2026. Poket Financial LLC · Inviu.