

Nu Holdings

El banco digital más grande de América Latina

Cotización			Nuestra Lectura	
NYSE	NU	USD 15,3	Positiva	
BYMA	NU.BA	ARS 12.300	Neutra	
Ratio	10:1		Cautela	

nota: ver matriz de convicción del mercado en el apéndice

Nu Holdings Ltd. (Nu o la Compañía a lo largo de este reporte) es el mayor banco digital del mundo fuera de Asia. Fue fundada en San Pablo en 2013 por David Vélez, Cristina Junqueira y Edward Wible, y empezó con un solo producto, una tarjeta de crédito sin comisiones administrada enteramente desde una aplicación. Trece años después atiende 139 millones de clientes sin ninguna sucursal al público. Vélez continúa como director ejecutivo y es el mayor accionista individual con cerca del 18,8% del capital. Posee acciones clase B, que concentran el 21% del capital, aunque controlan el 84% de los votos. Este hecho es relevante gracias a la alineación que el fundador posee con más de USD 13.000 millones propios invertidos en la empresa que dirige.

La concentración geográfica es el segundo rasgo estructural. Brasil aporta el 91% de los ingresos que la Compañía informa por región y cerca del 80% de los depósitos, con 118 millones de clientes equivalentes. México, con 15,8 millones de clientes, y Colombia, con 5 millones, son los mercados que siguen, todavía en fase de inversión, aunque el primero ya salió de zonas de pérdidas durante el primer trimestre del 2026.

La empresa en contexto

El segundo trimestre de 2026 presentó muy buenos números para la Compañía. Los ingresos alcanzaron USD 5.876 millones y el resultado neto cruzó por primera vez los USD 1.000 millones de dólares hasta USD 1.061 millones, con un retorno sobre el patrimonio (ROE) del 33% y un índice de eficiencia del 19,5%. Para dimensionar este último número, Itaú Unibanco,

el banco tradicional de Brasil más representativo del sector, opera con un retorno del 21% y una eficiencia cercana al 40%. Nu genera mayor ROE gastando la mitad y lo hace con un costo promedio de USD 1 mensual por cliente contra un ingreso promedio mensual por cliente activo (ARPAC) de USD 17.

Los ingresos crecieron 55,8% interanual medidos en dólares, pero la propia Compañía reportó 39% en moneda neutral. El resultado neto creció 66,6% en dólares y 49% en moneda neutral. Esa brecha de casi diecisiete puntos se trata de la apreciación del real brasileño durante el período. Dicho de manera directa, quien compra la acción de Nu está tomando una posición larga en moneda brasileña.

Modelo de Negocio

El motor del negocio tiene dos piezas de tamaño muy distinto. La primera y dominante es el diferencial de tasas por el cual se facturó USD 4.761 millones (86% de la facturación del 2T26). Nu recibe depósitos de sus clientes y les paga un interés bajo, hoy equivalente al 88% de la tasa interbancaria brasileña. Con ese dinero presta principalmente tarjeta de crédito, préstamos personales y, cada vez más, crédito con garantía. La diferencia entre lo que cobra y lo que paga, dividida por los activos que generan intereses y luego anualizada, se trata del margen financiero neto, que en el trimestre fue del 22,9%. Ese margen no es la ganancia ya que una parte de lo prestado se pierde. Cuando se le resta la pérdida esperada por incobrables se llega al margen ajustado por riesgo, que fue del 12,4% y es el número que realmente importa (ver Gráfico nro. 1). Ese indicador saltó desde el 9,5% del primer trimestre hacia 12,4% este último, una expansión de 290 puntos básicos en tres meses que no es efecto cambiario sino mejora de la ecuación de riesgo. La segunda pieza son las comisiones, que la Compañía cobra al comercio cuando el cliente paga con la tarjeta, más intercambio, seguros, inversiones y transacciones. En el trimestre sumaron USD 753 millones, cerca del 14% de la facturación.

Gráfico nro 1. Evolución del margen financiero neto y el margen ajustado por riesgo



Fuente. Presentaciones de resultados de Nu Holdings.

La calidad de la cartera es el capítulo que merece mayor atención. Las normas contables clasifican cada crédito en tres niveles según su riesgo, y cada nivel obliga a apartar una cantidad distinta de dinero por posibles pérdidas. En el nivel uno el crédito está sano y se aparta lo que se espera perder en los próximos doce meses. En el nivel dos el riesgo aumentó de forma significativa, aunque el cliente siga pagando, y la norma obliga a estimar la pérdida de toda la vida restante del préstamo, lo que multiplica lo apartado. En el nivel tres el crédito está en default y se aparta casi todo (Ver Cuadro nro. 1).

Cuadro nro. 1 Cartera de crédito por nivel de riesgo al 30 de junio de 2026, en USD millones

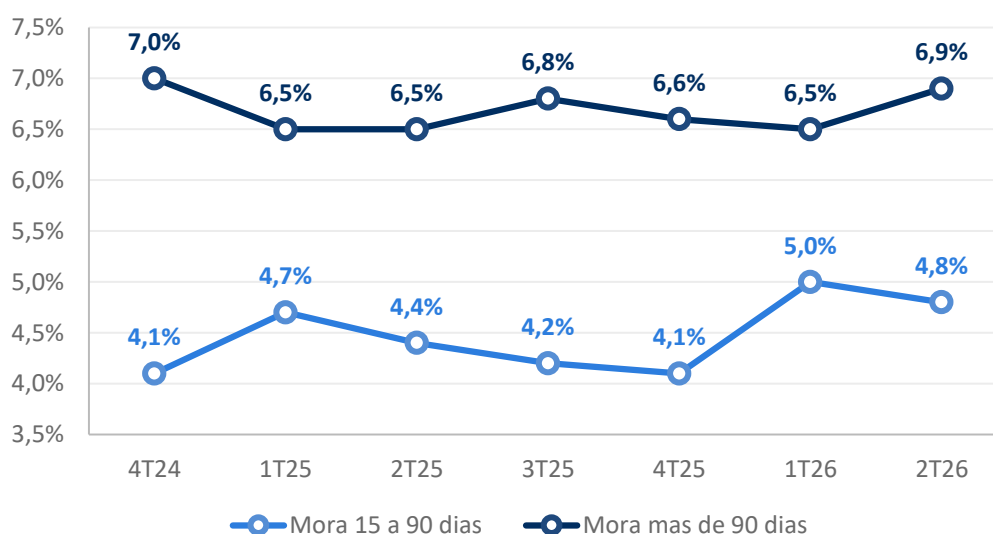
Nivel	Cartera bruta	Previsiones	Cobertura	Peso
Stage 1	30.888	1.808	5,9%	78,4%
Stage 2	5.036	2.071	41,1%	12,8%
Stage 3	3.474	2.763	79,5%	8,8%
Total	39.398	6.642	16,9%	100%

Fuente. Nu Holdings, Forms 20-F y 6-K.

La consecuencia práctica de esa escalera es que el costo para las ganancias no llega cuando el cliente deja de pagar sino antes, en el momento en que el crédito migra de un nivel al siguiente. Mover un dólar del nivel uno al dos, precisa de 35 centavos de previsión adicional, mientras que hasta el nivel tres le cuesta a la Compañía 74 centavos. Por eso el nivel dos es el indicador que anticipa, mientras que el nivel tres el que confirma.

Los indicadores de mora que publica la Compañía cuentan una historia consistente con eso. La morosidad de más de noventa días se encuentra en 6,9% y subió 35 puntos básicos en el trimestre, mientras la mora temprana de quince a noventa días mejoró desde 5,0% hasta 4,8% (ver Gráfico nro. 2). Como la mora temprana anticipa a la tardía, la lectura combinada es neutral a levemente positiva. Un dato adicional ordena la perspectiva. La mora de más de noventa días de Nu subió cuarenta puntos básicos en el año, hasta 6,9%. En el mismo período la morosidad de la tarjeta de crédito a personas físicas del sistema financiero brasileño subió ciento ocho puntos básicos, hasta 9,6%. Nu se deterioró casi tres veces menos que el segmento en el que compite y quedó casi tres puntos porcentuales por debajo. Es el argumento más concreto a favor de la capacidad de originación de la Compañía, con la aclaración de que su mora es consolidada mientras las series del Banco Central son solo de Brasil.

Gráfico nro. 2. Evolución de la morosidad de quince a noventa días y de más de noventa días



Fuente. Presentaciones de resultados de Nu Holdings.

Una métrica poderosa a la hora de analizar la salud de originación de la Compañía, se trata de la cobertura total de la cartera, que subió del 15,3% al 16,8% (USD 6.642 / USD 39.398) en el semestre, con provisiones creciendo 61,2% contra una cartera que creció 42,7% para el mismo período. Es decir, que Nu está apartando mayor cantidad de dinero y más temprano en la escalera, lo que la posiciona en una actitud conservadora.

La composición del crédito ayuda a entender hacia dónde va el riesgo. La tarjeta sigue siendo el producto principal con USD 26.000 millones, seguida por los préstamos sin garantía con USD 10.300 millones y por el crédito con garantía, que pasó de USD 1.400 a USD 3.100 millones. Ese último bloque es la pieza estratégica. Se trata de crédito con aval de salario o de vehículo, de tasa más baja pero de pérdida esperada mucho menor, y es justamente el producto que permitió a Nu crecer en Brasil sin deteriorar el margen ajustado por riesgo.

Todavía hay margen de fondeo, aunque se está consumiendo rápido. La cartera que devenga intereses equivale al 51,3% de los depósitos, contra 70% a 90% en que opera un banco tradicional, de modo que existe capacidad de prestar más con la base de depósitos actual. El punto de atención es la velocidad, porque esa relación estaba en 39,0% en el segundo trimestre de 2024, subió a 44,1% al cierre de 2025 y saltó hacia 51,3%. Medida sobre la cartera bruta total, que incluye el saldo transaccional de tarjeta que se cancela dentro del mes, la relación es del 86,9%.

Un último punto sobre el capital. El 4 de junio de 2026 el directorio aprobó el primer programa de recompra de la historia de la Compañía por USD 1.000 millones, de los cuales ya se ejecutaron USD 500 millones en el semestre. Esto equivale al 1,4% de la capitalización y apenas alcanza para compensar durante unos dos años la dilución del 0,5% anual que genera la compensación en acciones. No se trata de un motor de retorno. Su valor es de señalización, y en eso sí es relevante, porque el directorio declaró que las operaciones generan capital significativo y que todas las inversiones de crecimiento en los cuatro mercados y los colchones regulatorios permanecen íntegramente financiados. Es la primera señal formal de que el banco cruzó el punto en el que autofinancia su expansión y aun así posee dinero para retornar a los accionistas.

Oportunidades y Crecimiento

La primera oportunidad ya está en marcha y es la más importante para validar el modelo. México alcanzó el punto de equilibrio, según lo informado por la Compañía, en seis años desde su lanzamiento, cuando Brasil había tardado ocho. Eso no es solo un hito de rentabilidad sino la evidencia de que existe un manual replicable y que cada nuevo mercado se recorre más rápido que el anterior. Durante julio de 2026 la Comisión Nacional Bancaria y de Valores autorizó a Nu México a operar como banco. La licencia importa por dos razones. Mejora el costo de fondeo, que es la ventaja competitiva central del modelo, y habilita el crédito con descuento de nómina, exactamente el producto con el que la Compañía escaló el crédito con garantía en Brasil.

Colombia es el próximo paso natural, con 5 millones de clientes y USD 3.300 millones de depósitos sobre una base que sigue creciendo (ver Gráfico nro. 4).

Estados Unidos es la opción de mayor tamaño y de mayor incertidumbre. En enero de 2026 la Compañía obtuvo la aprobación condicional de la OCC para constituir Nubank, N.A., con Cristina Junqueira como directora ejecutiva de esa operación y Roberto Campos Neto, ex presidente del Banco Central de Brasil, como presidente del directorio. Los plazos regulatorios y de capitalización ubican el lanzamiento operativo hacia mediados de 2027. Se trata de ingresos bancarios de otro orden de magnitud y también de otra liga en materia de competidores establecidos y costos de adquisición de clientes.

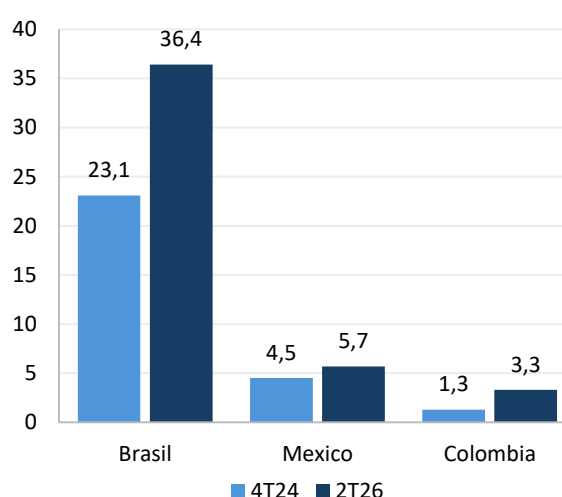
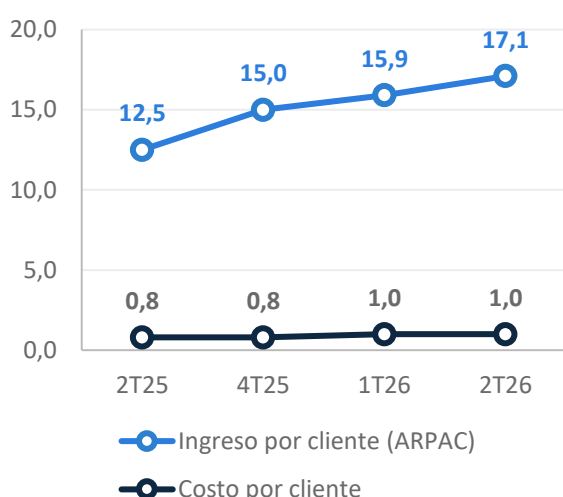
En Brasil la penetración ya es tan alta que el crecimiento no vendría de sumar clientes sino de profundizar la relación con los que ya están. Eso se mide con el ingreso mensual por cliente activo (ARPAC), que pasó de USD 11,1 a fines de 2024 a aproximadamente USD 17 en el trimestre (ver Gráfico nro. 3), un aumento del 54% en dieciocho meses, mientras el costo promedio por cliente aumentó solo un 25% desde USD 0,80 hacia USD 1. Con 118 millones de clientes en Brasil, cada dólar mensual adicional de ese indicador se transforma en USD 1.200 millones de facturación anual¹.

¹ La cuenta detrás de ese número: 118 millones * 86% (clientes activos) = 101,5 millones * USD 1 (por mes) * 12 meses = USD 1.218 millones adicionales de facturación anual.

El techo lo marca el ingreso por cliente de los bancos tradicionales. Itaú genera de USD 18 a 30 mensuales por cliente en su banca minorista según la base de clientes que se tome, contra los USD 17 de Nu, de modo que el recorrido existe. Sin embargo, los USD 17 de Nu, mezclan Brasil con México y Colombia, donde el ingreso por cliente es sensiblemente menor, y las definiciones de cliente de ambas entidades no son directamente comparables. La conclusión práctica es que la palanca de monetización es real y significativa y que su valor se encuentra en una estructura de costos que crecería mucho más lento que la facturación.

Gráfico nro. 3. Evolución del ingreso mensual promedio por cliente activo contra el costo por cliente

Gráfico nro. 4. Depósitos por país - Brasil, México y Colombia (en USD billones)



Fuente. Presentaciones de resultados de Nu Holdings. Fuente: Presentaciones de resultados de Nu Holdings

Riesgos

El primer riesgo se trata del ciclo de crédito. Brasil opera con tasas de interés muy altas, lo que significa que la mora sube con más facilidad y que el margen de error del prestamista es más chico que en cualquier mercado desarrollado. La cartera creció 37% interanual, y en una cartera que crece a esa velocidad el denominador del índice de morosidad se agranda más rápido que el numerador, de modo que la mora se ve mejor de lo que podría ser. La calidad real de las cosechas recientes se conocerá recién cuando el crecimiento se desacelere.

El segundo es competitivo y se está intensificando. Los bancos tradicionales brasileños digitalizaron su oferta y compiten por los mismos segmentos, mientras Mercado Libre avanza sobre crédito y medios de pago con una base de usuarios comparable y un costo de adquisición igualmente bajo. Ninguno de los dos frentes existía con esta intensidad hace cinco años.

El tercero es político. Brasil celebra elecciones y el ciclo electoral suele traer volatilidad a los activos brasileños (primera vuelta 4/10; probable ballottage 25/10), con impacto directo sobre el papel por la vía de la moneda y del múltiplo, independientemente de lo que haga el negocio.

A ellos se suma la exposición cambiaria, con más del 80% del negocio denominado en reales, y la gobernanza de una compañía controlada por acciones con voto múltiple, donde el inversor minoritario no tiene mecanismo para corregir una decisión de asignación de capital si el control la respalda. La expansión a Estados Unidos es precisamente el tipo de decisión donde eso importa.

Valuación

La comparación contra su propia historia agrega perspectiva. En los últimos dos años la capitalización de mercado de Nu subió 21,7%, de USD 57.500 millones al cierre del segundo trimestre de 2024 a USD 70.000 millones al del segundo trimestre de 2026. En ese mismo período, el patrimonio neto creció 91,4% y la ganancia de los últimos doce meses creció 136%. El resultado es que la acción está se encuentra más barata medida por múltiplos ya que la capitalización de mercado (el precio) avanzó menos que el crecimiento del patrimonio neto y las ganancias. El precio sobre valor libro bajó de 8,31 a 5,28 veces y el precio sobre ganancias bajó de 37,6 a 19,4 veces. Dicho de otra forma, el abaratamiento no proviene de una caída del precio sino de que el negocio creció más rápido que la cotización.

Cuadro nro. 2. Valuación respecto de sí misma

Múltiplo	2022	2023	2024	2025	Hoy
Precio sobre ganancias	n.a.	39.3x	25.7x	28.6x	20.0x
Precio sobre valor libro	3.91x	6.20x	6.53x	7.20x	5.42x
Precio sobre valor libro tangible	4.42x	7.08x	7.36x	7.99x	6.28x
Capitalización (USD Bn)	19.1	39.7	49.9	81.3	71.3

Fuente. Elaboración propia en base a resultados históricos de la Compañía.

La comparación con los pares deja poco lugar a la ambigüedad. Nu cotiza a 5,42 veces valor libro contra 1,99 veces de Itaú, es decir un premio de 2,7 veces, y a 20 veces las ganancias de los últimos doce meses contra 9,7 veces de Itaú. La pregunta relevante no es si el premio está justificado, porque un banco que gana 33% sobre su patrimonio con una eficiencia del 19,5% debería valer más veces libros que uno que gana 21% con una eficiencia del 40%. La pregunta es si es sostenible, y eso remite directamente a los supuestos de valuación.

Cuadro nro. 3. Valuación respecto sus pares

Entidad	Cap. (USD Bn)	P/E	P/E fwd	P/VL	ROE	Div.
Nu Holdings	71.3	20.0x	17.0x	5.42x	33%	0%
Itau Unibanco	87.7	9.7x	8.4x	1.99x	21%	1.8%
Bradesco	32.7	7.0x	5.6x	0.93x	14%	5.9%
Banorte	32.9	10.7x	8.4x	2.31x	23%	7,6%
Inter and Co	2.4	8.4x	6.7x	1.20x	16%	n.d.

Fuente. Elaboración propia.

Cuadro nro. 4. Retorno anualizado a tres años con supuesto de P/E de salida y crecimiento de la ganancia por acción

Múltiplo de salida (P/E)	Utilidad +15% anual	+20% anual	+25% anual
12.0x	-3.1%	+1.1%	+5.3%
14.0x	+2.0%	+6.5%	+10.9%
16.0x	+6.7%	+11.3%	+16.0%
18.0x	+10.9%	+15.8%	+20.6%
20.0x	+14.9%	+19.9%	+24.9%
22.0x	+18.6%	+23.8%	+28.9%

Fuente. Elaboración propia.

El ejercicio del Cuadro nro. 4 parte del resultado de los últimos doce meses de USD 3.610 millones y del precio de entrada de USD 14,77. Si Nu logra hacer crecer la ganancia por acción al 20% anual durante los próximos tres años y el mercado sigue pagando entre 18 y 20 veces, el retorno se ubica entre el 15,8% y el 19,9% anual compuesto considerando que no hay dilución en el número de acciones. Ese es el escenario central, y no exige heroísmo en el múltiplo ya que el de los últimos 12 meses, se ubica en 20 veces. Para poner en perspectiva si es posible el crecimiento del 20% anual en la ganancia por acción, la Compañía hizo crecer esta variable un 50% promedio anual desde el 2024 a la fecha. Otra suposición plausible es observar el crecimiento de la facturación de los últimos 3 años desde 2022 al 2025 y suponer que no va a haber apalancamiento operativo (suposición conservadora) aunque tampoco un deterioro de márgenes. El crecimiento promedio para ese período de 3 años en facturación es de 56%, un número muy similar al crecimiento en ganancias. Por lo que, continuando por este camino, los supuestos planteados para alcanzar retornos promedio de doble dígito alto en esta acción suenan razonables según la historia reciente.

Conclusión

Los números de Nu no dejan de impresionar. Un retorno sobre el patrimonio del 33%, una eficiencia del 19,5% que es aproximadamente la mitad de la de un banco tradicional grande,

139 millones de clientes atendidos sin una sola sucursal y un costo de fondeo del 88% de la tasa interbancaria brasileña conforman un modelo que ningún competidor de la región logró replicar en su totalidad hasta el momento. El primer trimestre de 1.000 millones de dólares de ganancia y el primer programa de recompra de su historia podrían marcar que la Compañía ya financia su propio crecimiento.

Del lado de las oportunidades destacamos el punto de equilibrio alcanzado en México en seis años contra ocho en Brasil, que sugiere un manual replicable y una curva de aprendizaje que se acelera, la licencia bancaria mexicana obtenida en julio que habilita el crédito con descuento de nómina, el banco nacional en Estados Unidos previsto para mediados de 2027 y el recorrido que aún tiene el ingreso por cliente en Brasil, donde cada dólar mensual adicional equivale a unos USD 1.200 millones de facturación anual sobre una estructura de costos que la gerencia logra mantener a raya con disciplina.

Por el lado de los riesgos, las tasas brasileñas altas hacen que la mora se acelere con facilidad, la morosidad tardía subió y su lectura está favorecida por una cartera que crece 37% y las elecciones brasileñas de este año se plantean como probable fuente de volatilidad. A eso se suma que el 80% depende de la cotización del real y que la estructura de doble clase deja al accionista minoritario sin contrapeso político.

Para quien acepta la premisa de que la bancarización digital de América Latina todavía tiene una década de recorrido y tolera la volatilidad de un activo brasileño, la ecuación de retorno funciona con supuestos que no requieren optimismo extremo.

Matriz de Convicción de Mercado

Sell Side

Analistas	22	Precio Objetivo	Mínimo	Promedio	Máximo
			USD 10	USD 18,7	USD 23
		Recomendación	Cautela	Neutral	Positivo
			1	1	20

Buy Side

	Último	1 año	2 años
Tenencias de Institucionales (como % del capital flotante)	82%	86%	95%
Mayores tenedores institucionales ¹	Último	1 año	2 años
Blackrock	355 (+33%)	266 (0%)	266
Baillie Gifford & Co.	230 (-8%)	251 (+19%)	210
Capital Group	155 (-25%)	204 (-28%)	285

1. En millones de acciones (variación vs año anterior)

Mercado de Opciones

Put-Call ratio promedio ²	0,68
--------------------------------------	------

2. Históricamente, niveles por debajo de 0,70 sugieren que los inversores tienen una expectativa positiva sobre el precio de la acción, apostando a que subirá o, al menos, no ven la necesidad de cubrirse masivamente frente a una caída.

Métricas

Empresa	Nu Holdings		
Período	2T24	2T25	2T26
Métricas claves del sector			
Índice de eficiencia	32,0%	21,3%	19,5%
Retorno sobre patrimonio anualizado	28,0%	28,0%	33,0%
Ingreso mensual por cliente activo (ARPAC)	USD 11,2	USD 12,5	USD 17,1
Costo de servir mensual por cliente	USD 0,9	USD 0,8	USD 1,0
Margen financiero neto	19,8%	18,8%	22,9%
Margen ajustado por riesgo	11,0%	9,9%	12,4%
Brecha entre ambos márgenes	8,8 pp	8,9 pp	10,5 pp
Escala y Crecimiento			
Ingresos totales del trimestre (USD Mn)	2.800	3.772	5.876
Variación interanual en dólares	-	34,7%	55,8%
Variación interanual en moneda neutral	-	40,0%	39,0%
Clientes totales (millones)	104,5	122,7	139,0
Tasa de actividad mensual	83,0%	83,2%	83,5%
Rentabilidad			
Resultado neto del trimestre (USD Mn)	487	637	1.061
Variación interanual en dólares	-	30,8%	66,6%
Margen neto sobre ingresos	17,4%	16,9%	18,1%
Balance y Calidad de Activos			
Depósitos (USD Bn)	25,0	36,6	45,3
Cartera generadora de intereses (USD Bn)	9,8	15,6	23,2
Cartera generadora de intereses sobre depósitos	39,2%	42,6%	51,2%
Morosidad de 15 a 90 días	4,5%	4,4%	4,8%
Morosidad de mas de 90 días	7,0%	6,6%	6,9%
Patrimonio neto (USD Bn)	6,90	9,50	13,25
Valuación			
Precio por acción	USD 12,90	USD 13,72	USD 14,49
Precio sobre ganancias, últimos doce meses	47,5x	30,0x	19,8x
Precio sobre ganancias prox. 12 meses	25,0x	22,0x	15,6x
Precio sobre valor libro	9,10x	7,70x	5,30x
Mercado			
Capitalización de mercado (USD Bn)	57,5	65,0	70,0
Acciones en circulación (miles de millones)	4,8	4,8	4,8

CRITERIA Research

Gustavo Araujo

Head de Research

Guadalupe Birón

Estratega de Renta Fija

Federico Sibilía

Estratega de Renta Fija

Alan Feldman

Estratega de Renta Variable

Fecha de Publicación: 08 de septiembre de 2026

contacto@criteria.com.ar | CRITERIA© 2026. Todos los derechos reservados.

AVISO LEGAL/DISCLAIMER: Este documento, y la información y estimaciones y alternativas en él expresadas contiene información general correspondiente a la fecha de emisión del informe que está sujeta a cambios sin previo aviso. CRITERIA no se responsabiliza ni se encuentra obligado a notificar tales cambios o actualizar los contenidos del presente. No ha sido emitido para entregar a clientes particulares. No se garantiza que la información que incluye sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Este documento y sus contenidos no constituyen una oferta, invitación o solicitud para la compra o suscripción de valores u otros instrumentos, ni para decidir o modificar inversiones. En forma alguna este documento o su contenido constituyen la base para un contrato, compromiso o decisión de cualquier tipo. Los contenidos de este documento se basan en información disponible de manera pública y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por CRITERIA y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía, ni expresa ni implícita, respecto de su precisión o integridad. CRITERIA no asume responsabilidad de ningún tipo por cualquier resultado negativo consecuencia del uso de este documento o su contenido.