

necton

Nubank (NUBR33)

Eficiência de custos é o nome do jogo no digital

Equity Research:

Eduardo Rosman
Thiago Paura
Ricardo Buchpiguel
Vitor Melo

31/08/2022

btg pactual
digital

Reunião com o novo diretor de RI Jorg Friedemann e investidores locais

Realizamos uma reunião digital com investidores locais e a equipe de RI do Nubank, liderada por Jorg Friedemann (IRO), para discutir as últimas tendências. Conhecemos Jorg há quase 15 anos (ex-analista sell-side) e acreditamos que ele será de grande ajuda para conectar o Nu com a comunidade brasileira de investimentos. Embora tenha se juntado ao neobank há menos de 2 meses, ele parecia bastante atualizado sobre a maioria dos tópicos e pontos mais sutis. No geral, sua mensagem foi muito construtiva. Sim, o assunto principal era a qualidade da carteira de crédito e sua potencial deterioração, mas reforçou a confiança do Nu em sua capacidade de superar as expectativas do mercado em relação a inadimplência (também está muito bem provisionado). No banco digital, o nome do jogo é eficiência de custos (não receitas), o que significa que a vantagem competitiva do Nu deve ser seus custos estruturalmente mais baixos: CAC (aquisição de clientes), CTS (custo de servir), custo de financiamento e custo de risco (ou seja, NPLs mais baixos).

O principal gargalo do curto prazo para o crescimento de empréstimos pessoais é o apetite de risco do Nu

Apesar da recente desaceleração, o Nu continua vendendo muito espaço para aumentar sua carteira de empréstimos. Atualmente, a empresa não vê nenhum problema relacionado ao produto que afete seu crescimento de crédito ou problemas com falta de financiamento/demanda (pelo contrário). Na verdade, o principal gargalo atualmente é o apetite de risco do Nu, que recentemente decidiu limitar a originação de empréstimos pessoais em ~R\$ 5 bilhões/trimestre devido ao ciclo de crédito mais desafiador. O limite deve continuar no curto prazo, dependendo das condições macro, é claro. Embora o Nu tenha apertado seus limites de crédito para empréstimos pessoais, também aumentou as taxas de juros a partir de abril (o impacto total da repactuação deve aparecer nos números do terceiro trimestre). Hoje, a metodologia de underwriting do Nu assume que as perdas futuras serão maiores do que no passado, então os modelos de originação de crédito estão suportando mais que o dobro de perdas do que realmente está sendo observado (os modelos consideram perdas efetivas de 11% em cartões de crédito e 22% em empréstimos pessoais). Além disso, o Nu parece bem financiado, com uma relação empréstimos/depósitos muito baixo de 69% (24% se considerarmos apenas a parte dos empréstimos que rendem juros), que deve aumentar à medida que a carteira cresce.

Aumento da penetração da carteira de cartões de crédito com juros

O Nu opera através do chamado modelo “low and grow”, começando com limites

Rating		
NEUTRO		
Sumário		
Ticker	NUBR33	
Preço Alvo (R\$)	3,2	
Preço (R\$)	4,1	
Listagem	BDR nível 3	
Market Cap. (R\$ mn)	19.219,79	
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	39,75	
Valuation:		
	2022E	2023E
P/L	-	128,9x
P/VP	5,2x	5,0x
Performance:		
Agosto (%)	14,2%	

de crédito muito baixos para novos clientes, aumentando progressivamente. Friedemann destacou que nesse modelo novas cohorts tendem a apresentar melhores indicadores de qualidade de ativos ao longo do tempo, pois o aumento do limite está associado a (1) melhor entendimento do perfil do cliente; e (2) níveis mais fortes de engajamento. Nesse sentido, o Nu está confortável com o risco de sua carteira de cartão de crédito. Na verdade, está até aumentando a penetração da carteira remunerada, visando níveis mais próximos do resto do mercado (~15% para o NU vs. ~25% para o sistema) ajudado por dois drivers principais: (i) os novos recursos de financiamento ao consumidor do cartão de crédito (por exemplo, boletos bancários e financiamento Pix) ganhando força; e (ii) uma convergência natural para os níveis da indústria considerando que a base de clientes do Nu no Brasil já representa 36% da população adulta do país.

Valuation	12/2020	12/2021	12/2022E	12/2023E	12/2024E
ROE %	-32,7	-6,8	-1,8	3,9	11,3
P/VP	-	9,7	5,2	5,0	4,5
P/L	-	-	-	128,9	41,5
Dividend Yield %	-	0,0	0,0	0,0	0,0

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2020	12/2021	12/2022E	12/2023E	12/2024E
Receita	737	1.698	4.955	7.515	9.928
Lucro antes dos impostos	-193	-170	-93	230	716
Lucro Líquido	-70	-165	-79	176	546
LPA (US\$)	-0,02	0,00	-0,02	0,04	0,12
DPA líquido (US\$)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VP por ação (US\$)	0,10	0,97	0,95	0,99	1,11

Fonte: Relatórios da empresa e estimativas do BTG Pactual. Valuations: com base no último preço da ação daquele ano (E) com base no preço da ação em 28 de Agosto de 2022

NPLs de 90 dias devem aumentar nos próximos trimestres, enquanto NPLs de 15-90 dias provavelmente permanecerão estáveis

De fato, impulsionados principalmente pelo efeito da normalização de sua carteira de crédito pós-covid, os NPLs (inadimplências) > 90 dias devem continuar com tendência de alta nos próximos trimestres. No entanto, o diretor de IR do Nu sugeriu não apenas que a inadimplência antecipada é vista internamente como o principal fator para a constituição do provisionamento, mas também que esse risco tem sido precificado de acordo, mantendo uma “margem de segurança” decente, como mencionado anteriormente. Dada a curta duração da carteira e a forma como o Nu provisiona com base no IFRS, Friedemann acredita que é melhor olhar para a inadimplência antecipada (NPLs de 15 a 90 dias), que parece estagnada por enquanto e acabará refletindo nos NPLs de > 90 dias. No último trimestre, o Nu adotou uma nova metodologia de write-off para empréstimos pessoais, conforme recomendado por seus auditores. E o raciocínio foi que a empresa percebeu que eram necessários apenas 120 dias de inadimplência (em vez de 360 dias) para poder assumir que um empréstimo não seria pago. Este é o mesmo período de baixa de players como o credor mexicano de microcrédito Gentera, e a mudança na metodologia não teve nenhum impacto na DRE. O Nu reconheceu que o produto de empréstimo pessoal tem um histórico muito mais curto do que os cartões de crédito, o que também ajuda a explicar a mudança.

Novas regras de depósito devem reduzir custos de financiamento

Como discutimos em relatórios anteriores, o Nubank mudou suas regras de depósito para apenas remunerar os clientes em 100% do CDI se o depósito ficar na conta por mais de 30 dias (embora depois pague juros como se o depósito estivesse rendendo desde o dia 1). Esta alteração foi acompanhada pelo lançamento da funcionalidade Money Box no app, permitindo aos clientes os mesmos retornos de antes se o dinheiro fosse guardado em uma “caixa”. Os Money Boxes naturalmente revelam mais informações sobre os objetivos e perfil do cliente, que podem ser pontos de dados úteis para a oferta de outros produtos/serviços (por exemplo, investimentos). Mas o principal benefício (pelo menos no curto prazo) das medidas é a redução do custo de financiamento do Nu, que atualmente está próximo de 93% do CDI. Friedemann não acredita que possa atingir níveis tão baixos quanto os dos incumbentes (60-65% do CDI), mas ele espera que o Nu alcance algo entre esse e os níveis atuais. De fato, parte da melhora do custo de captação já deve aparecer nos números do 4T, mas com impacto mais significativo em 2023

Os ventos a favor do NIM devem melhorar a lucratividade do curto prazo; riscos altistas nos números de 2023 depende das condições macro

Existem três fatores-chave para o NIM no curto prazo: (i) otimização da estrutura de financiamento à medida que o índice de empréstimos sobre depósitos aumenta; (ii) as mudanças nas regras de depósito reduzindo os custos de captação; e (iii) mudanças no mix da carteira juntamente com a reprecificação da carteira de crédito pessoal. Com base nos números estimados de 2022E, estimamos que 10p.p. de redução no rendimento da conta corrente pode gerar ~US\$ 230 milhões em lucros antes dos impostos (quase 15% de nossa estimativa de lucro bruto para 2022). Já podemos ver nos dados do BCB que a repactuação está de fato acontecendo, pois a taxa média de juros dos empréstimos pessoais atingiu ~90% a.a. no período de 9 a 15 de agosto (vs. ~60% no final de março e início de abril). Enquanto isso, a taxa de financiamento do cartão de crédito ficou em ~160% a.a. (vs. ~150%). Além disso, se o cenário macro não se deteriorar muito no próximo ano, a recente desaceleração no crescimento da carteira, juntamente com NPLs potencialmente estáveis até o ano de 2023, podem trazer risco de alta para os resultados de 2023.

O Nu visa uma relação cost-to-income de longo prazo melhor do que os melhores bancos da categoria, com um unit economics melhorando

Friedemann também reforçou que um importante fator de rentabilidade futura é a maturação de novos produtos/características e alavancagem operacional. Nesse sentido, cerca de 50% das despesas operacionais estão relacionadas a pessoal, com cerca de 40% do quadro alocado em projetos que atualmente não estão gerando receitas significativas. Ele também comentou que o Nu já tem 7,5 mil funcionários e planeja expandir seu quadro de funcionários em um ritmo menor nos próximos doze meses. O Nu também começou a aumentar o nível de despesas capitalizadas em seu balanço, embora a administração tenha mencionado que os níveis permanecem inferiores aos de seus pares. Houve um grande aumento nos ativos intangíveis no último trimestre, mas Friedemann explicou que estava associado, principalmente, à compra de um portfólio de criptomoedas. Ao todo, o Nu visa uma relação cost-to-income melhor do que a média atual dos bancos latinoamericanos mais eficientes, que vemos em aproximadamente 40%. Em termos de unit economics, Friedemann espera que o CTS (atualmente em ~US\$ 0,8-0,85) atinja US\$ 1 antes de começar a cair, ajudado pela alavancagem operacional e pela maturação de novos negócios. O CAC deve naturalmente subir devido ao menor número de clientes a serem adquiridos organicamente

no mercado endereçável. Enquanto isso, o ARPAC deve continuar subindo à medida que os cohorts amadurecem e novos produtos são desenvolvidos

Foco no lançamento da nova folha de pagamento e a NuCuenta

O Nu tem trabalhado em vários novos produtos, desde investimentos a seguros e recursos BNPL. Um de seus principais focos no momento é se consolidar como vencedor de longo prazo, pelos produtos que oferece atualmente no Brasil. Também está muito focada em lançar até o final do ano o produto de crédito consignado, que espera ampliar de forma mais significativa no próximo ano. Nesse sentido, já firmou convênios para operar com previdenciários e servidores públicos federais. Outro foco importante do grupo no momento é o lançamento de contas correntes no México e na Colômbia (NuCuenta), que deve acontecer entre o final deste ano e o ano que vem. Lembramos que os emissores de cartões no Brasil têm cerca de 30 dias para pagar os credenciadores/comerciantes, dando-lhes uma importante fonte de financiamento para o produto de cartão de crédito (vs. 1 dia para o México/Colômbia). Portanto, será extremamente importante construir uma fonte de financiamento local significativa e barata nessas duas regiões, e espera que a NuCuenta cumpra esse papel gerando depósitos

Fintech premium da América Latina, mas com um valuation que deixa um espaço limitado para erros

Ao todo, foi um ótimo bate-papo. No geral, continuamos a ver os investidores preocupados com os grandes bancos devido à potencial deterioração da qualidade da carteira de crédito, especialmente em empréstimos individuais não garantidos, aos quais o Nu tem forte exposição. Assim, em praticamente todas as nossas reuniões, o primeiro tópico é sempre a qualidade desse portfólio. Por outro lado, o neobank parece convencido de que está bem provisionado para essa deterioração, tendo também ajustado as taxas de juros para compensar adequadamente os riscos incorridos. Embora o valuation atual seja agora mais razoável em comparação com o preço do IPO, ela ainda é negociada a um P/VP “exigente” de 4,8x. Seu valor de mercado está em linha com o BB/Santander, acima do BTG Pactual e quase 2x a XP. Assim, embora continuemos sendo grandes fãs da história do Nu, considerando que o preço atual não deixa muito espaço para erros, reiteramos nossa classificação Neutra

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável da Necton Investimentos S.A CVMC ("Necton").

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

Esse relatório foi preparado pelo BTG Pactual Digital para ser distribuído pelo próprio BTG Pactual Digital ou suas empresas afiliadas e subsidiárias, somente no Brasil. O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao 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 aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

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