



Nubank | ROXO34

Neutro

Início de cobertura – Potencial de Crescimento e Desafios no Brasil e México

Indicação

Iniciamos nossa cobertura com recomendação **NEUTRA** e preço-alvo de **R\$ 12,00**. Nossa visão é positiva sobre o modelo de negócios do Nubank, que apresenta uma base de clientes em crescimento exponencial e cada vez mais engajada. Isso tem permitido ao banco começar a tracionar suas receitas, ao mesmo tempo em que se beneficia de uma estrutura leve, com custos médios de atendimento ao cliente em queda ou estáveis. No entanto, acreditamos que boa parte do cenário positivo já está precificada. Temos algumas incertezas sobre o potencial de tração de receitas dos novos produtos, como crédito consignado e seguros, que enfrentam desafios regulatórios e competitivos. Além disso, o mercado mexicano, onde o Nubank tem mostrado uma evolução surpreendente da base de clientes, parece mais desafiador do que o brasileiro a alguns anos atrás, com baixa bancarização, uma indústria de pagamentos menos adaptada a novas tecnologias e um mercado de crédito ao consumo ainda em desenvolvimento.

Resumo

A transformação no mercado brasileiro e a principalidade do Nubank - A digitalização e o Open Finance transformaram o mercado bancário brasileiro, permitindo que os clientes criassem relacionamentos com vários bancos. Nesse novo cenário, a principalidade se tornou um indicador crucial, pois reflete onde os clientes são mais ativos e onde concentram a maior parte de suas interações financeiras. O Nubank se destaca por sua alta principalidade, evidenciada pela crescente utilização de seus cartões de crédito, baixos índices de reclamação e liderança nas recepções de APIs do Open Finance, o que reflete a migração dos clientes para o banco.

Vencedor em seus dois principais produtos - O Nubank conquistou uma forte participação no mercado de cartões de crédito e crédito pessoal, dois de seus principais produtos. O crescimento da base de clientes e a maior utilização dos cartões impulsionaram as receitas que, em conjunto com uma inadimplência abaixo da indústria nesses produtos, têm apresentado uma rentabilidade muito positiva para o banco. Para frente, seguimos vendo algum espaço para crescimento desses produtos dentro do Brasil dada a elevada base de clientes ativos.

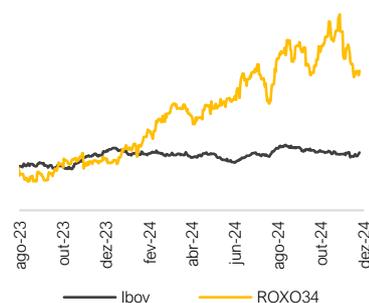
Novas vias de crescimento: Consignado e Seguros - O crédito consignado e o mercado de seguros representam novas frentes de crescimento para o Nubank. No crédito consignado, o banco aposta na sua estrutura mais enxuta e preços mais competitivos, embora enfrente desafios regulatórios e concorrência com bancos públicos. Já no mercado de seguros, a parceria com a Chubb tem permitido ao Nubank explorar produtos como seguros de vida e prestamista, mas a penetração no setor ainda é limitada e consideramos desafiadora a expansão em linhas como o seguro auto.

México - O México, embora apresente um mercado com grande potencial de crescimento, ainda está em um estágio inicial de bancarização, o que implica em um ritmo mais lento de desenvolvimento do mercado de crédito. A estratégia do Nubank no país envolve a remuneração atrativa dos depósitos e a captação acelerada de clientes, mas o crescimento de receita dependerá da evolução do mercado local e da maior utilização de produtos financeiros como o cartão de crédito e o crédito pessoal.

Abra Sua Conta

ROXO34			
Valor de mercado (R\$mi.)	R\$	347.912,1	
Últ. preço	R\$	11,99	
Preço-alvo	R\$	12,00	
Potencial		0,1%	
Múltiplos	12m	24m	Média
P/L	18,0x	14,5x	
P/VPA	4,1x	3,1x	
Oscilação	30d	12m	2024
ROXO34	-20,3%	77,7%	75,7%
Ibov	1,3%	2,1%	-3,4%

Histórico (base 100 = 24 meses)



Research
research@ativainvestimentos.com.br

Pedro Serra, CNPI
pedro.serra@ativainvestimentos.com.br

Pedro Dietrich
Pedro.mattos@ativainvestimentos.com.br



Nubank | ROXO34

ÍNDICE

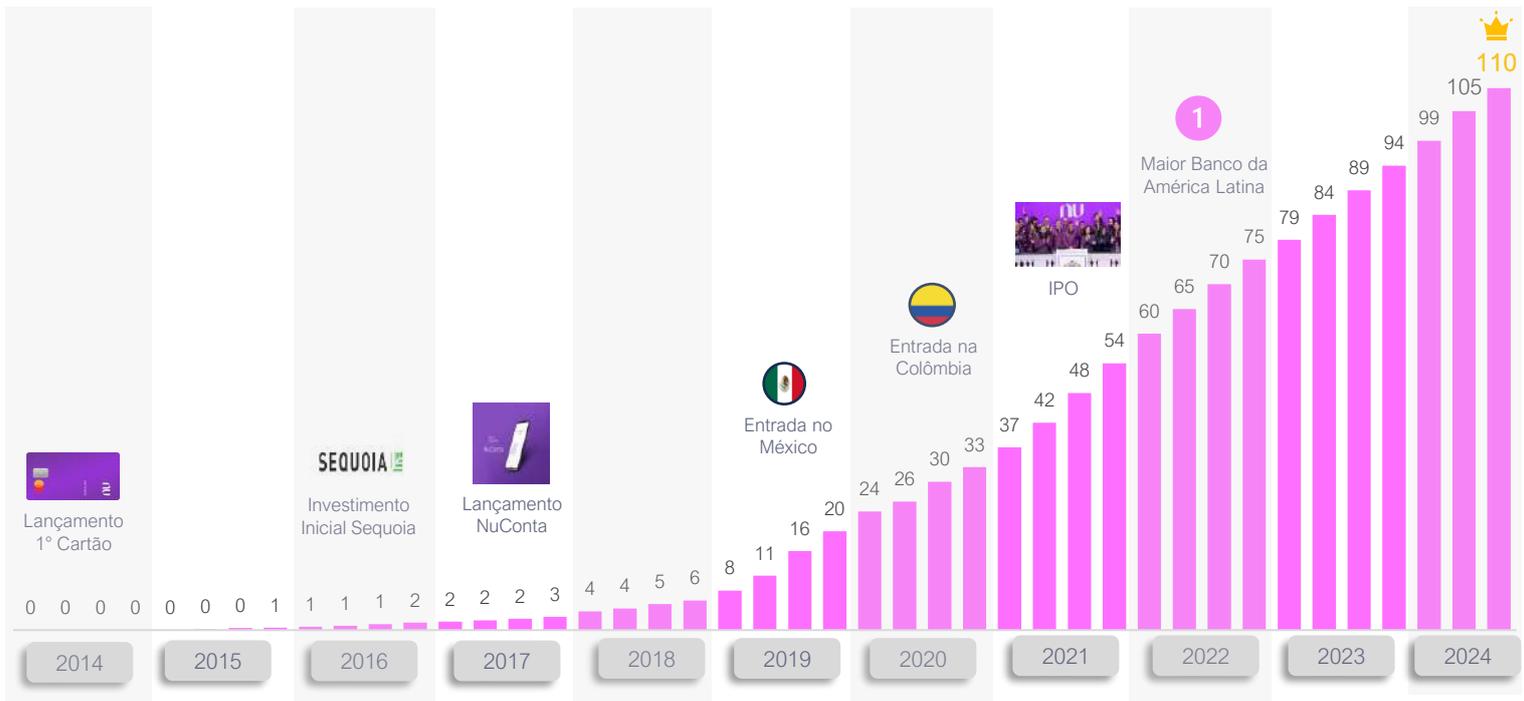
1. Introdução.....	3
1.1. A história contada pelos clientes.....	3
1.2. Estrutura Organizacional.....	3
1.3. Estrutura Acionária.....	4
2. O Nubank.....	4
2.1. O Nubank em números.....	4
2.2. Resumo da tese.....	6
3. A transformação do mercado brasileiro.....	7
4. Principalidade.....	8
5. Breakdown da Receita.....	11
5.1. Cartão de Crédito.....	11
5.2. Crédito Pessoal Não Consignado.....	14
5.3. Margem Financeira.....	15
5.4. Serviços.....	16
6. Novas vias de crescimento.....	17
6.1. Crédito Consignado.....	17
6.2. Seguros.....	19
6.3. México.....	20
7. Riscos.....	24
8. Projeções.....	25
9. Valuation.....	26



Nubank | ROXO34

1 Introdução

1.1 A Histórica Contada pelos Clientes (# Milhões)



1.2 Estrutura Organizacional

1.2.1 Diretoria Executiva



David Vélez
CEO e Fundador



Youssef Lahrech
COO e Presidente



Cristina Junqueira
CGO e Co-Fundadora



Elita Vechin
CLO



Guilherme Lago
CFO



Henrique Fragelli
CRO



Jagpreet Dugal
CPO



Livia Martinez
CEO Brasil



Suzana Kubric
Chief of Human Resources



Vitor Olivier
CTO



Nubank | ROXO34

1.2 Conselho de Administração

Membro	Cargo	Membro do Conselho de Auditoria e Risco?	Membro do Conselho de Compensação e Pessoas?
David Vélez	Presidente e CEO		
Anita Sands	Diretora Independente Principal	Sim	Não
David Marcus	Diretor Independente	Não	Sim
Douglas Leone	Diretor Independente	Não	Sim
Jacqueline Reses	Diretor Independente	Não	Sim
Luis Alberto Moreno	Diretor Independente	Não	Sim
Rogério Calderón	Diretor Independente	Sim	Não
Tuan Pham	Diretor Independente	Sim	Não

1.3 Estrutura Acionária

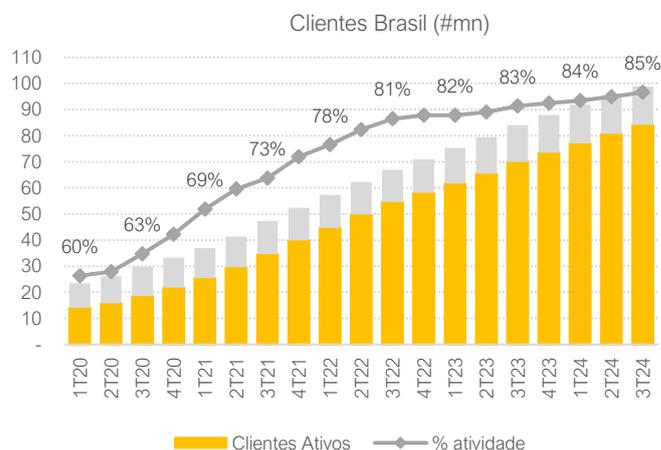


*Posição em out/24

2. O Nubank

2.1. O Nubank em números

O crescimento da base de clientes do Nubank tem sido, predominantemente, impulsionado pelo Brasil. Contudo, um fator ainda mais relevante tem sido o aumento da atividade dos clientes, o que tem impulsionado de forma significativa o crescimento da receita. Nos últimos trimestres, o México tem apresentado um crescimento notável na base de clientes, com um ritmo superior ao que o Brasil experimentou nos primeiros anos de operação do banco.



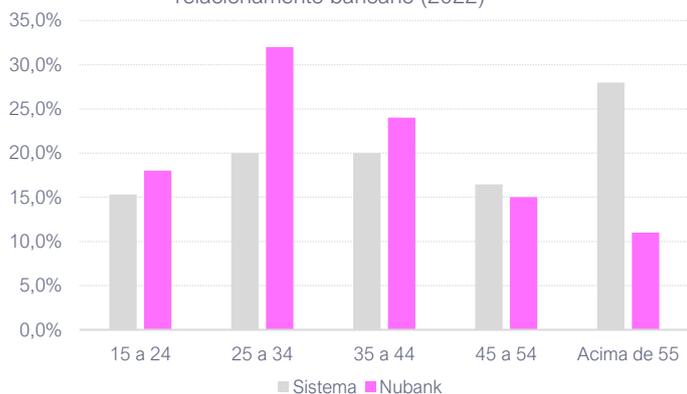
Fonte: RI Nubank e Ativa Investimentos



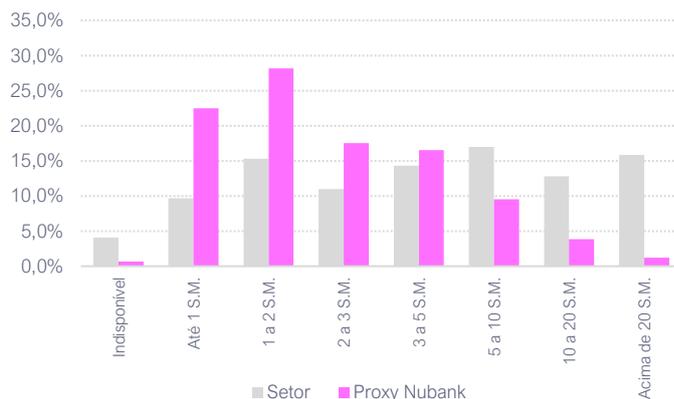
Nubank | ROXO34

O Nubank possui um perfil de clientes mais jovem e de menor renda, em comparação com o sistema bancário tradicional brasileiro. A carteira de crédito por faixa de renda do Nubank foi feita utilizando os dados do Banco Central para instituições financeiras S3 e classificadas como não bancárias, o Nubank representa 83% dessa classificação.

Participação Faixa Etárias - Adultos com relacionamento bancário (2022)

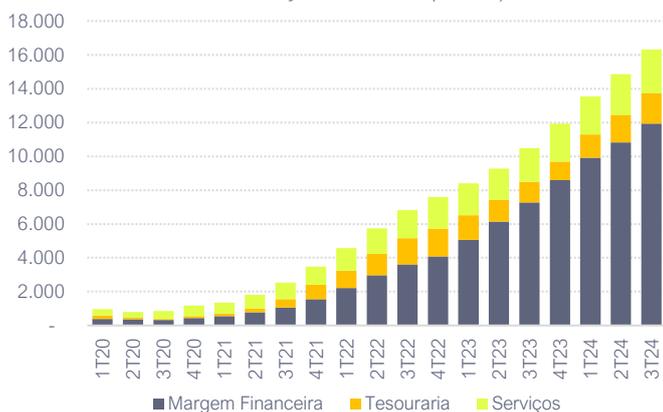


Carteira de Crédito por Faixa de Renda

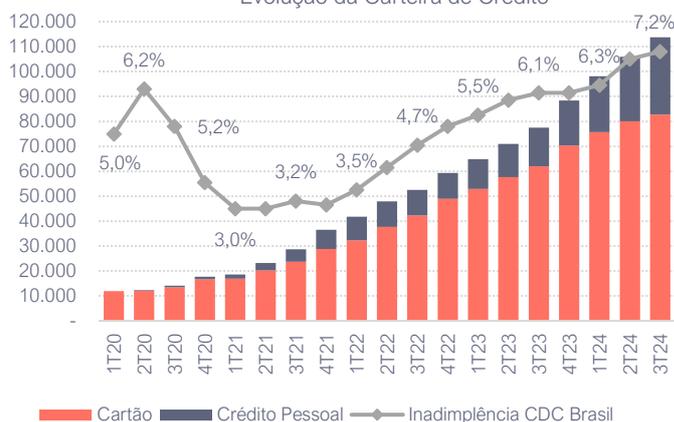


A receita do Nubank tem crescido a um ritmo acelerado, impulsionada pela maior penetração de crédito em sua base de clientes. Atualmente, os principais produtos do banco são o cartão de crédito e o empréstimo pessoal não consignado, que representam quase a totalidade da carteira de crédito.

Evolução da receita (R\$ mn)



Evolução da Carteira de Crédito

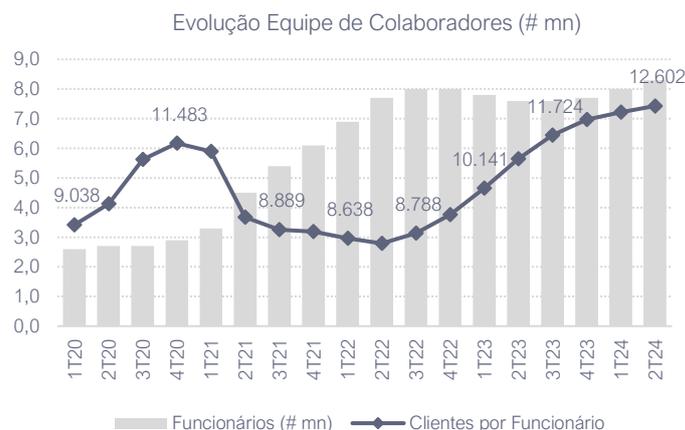
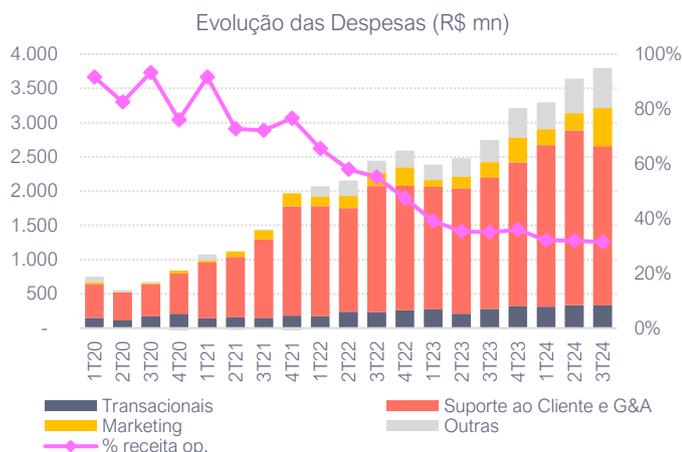


Fonte: RI Nubank, Banco Central e Ativa Investimentos



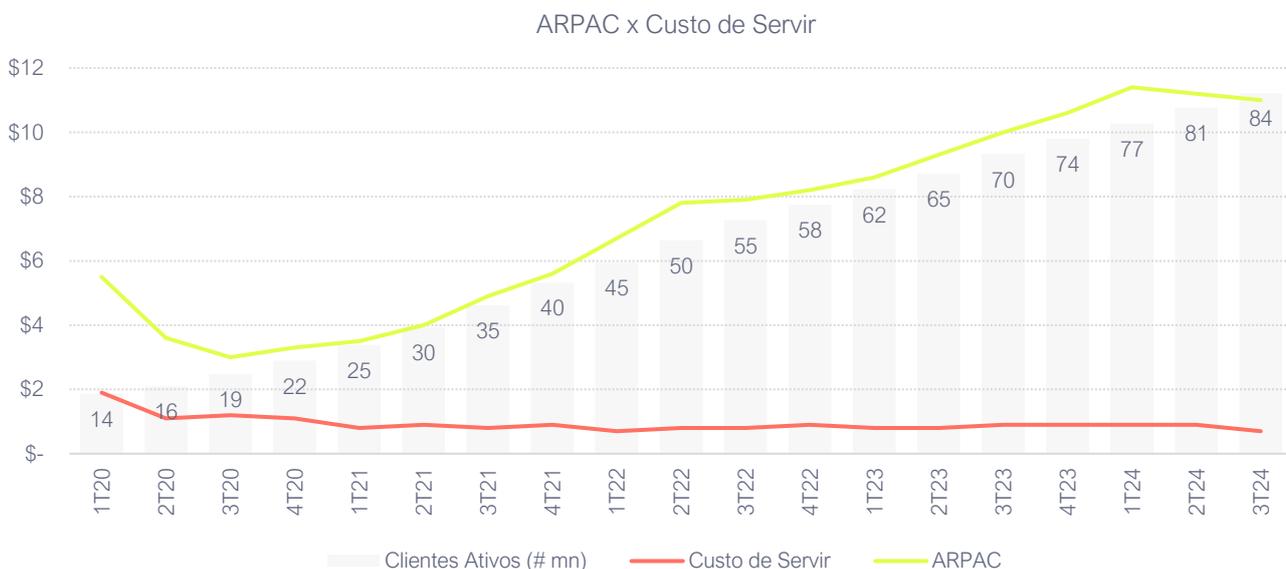
Nubank | ROXO34

Com a expansão da receita, o banco tem se beneficiado de sua alavancagem operacional, reportando um crescimento das despesas relacionadas ao suporte ao cliente muito abaixo da evolução da receita. Isso resultou na expansão acelerada de sua margem. Um ponto a ser destacado é o crescimento do corpo de funcionários, que, a partir de 2022, teve uma evolução muito mais modesta, enquanto a base de clientes continuou seu ritmo forte de expansão.



2.2 Resumo da tese

A principal tese por trás do Nubank está no seu baixo custo de operação, que tende a diminuir à medida que a base de clientes cresce. Com isso, conforme o ARPAC (Receita Média por Cliente Ativo, na sigla em inglês) aumenta, o custo para atender cada cliente permanece estável. Combinando esses fatores com o aumento significativo da base de clientes ativos, temos a base para uma perspectiva de crescimento exponencial da lucratividade do banco nos próximos anos.



Fonte: RI Nubank e Ativa Investimentos

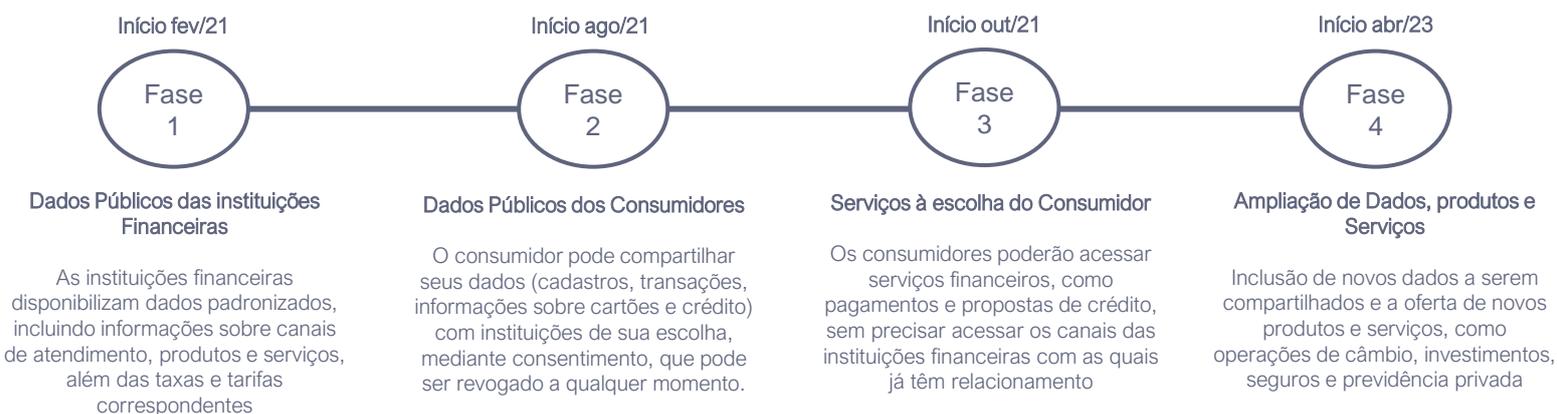


Nubank | ROXO34

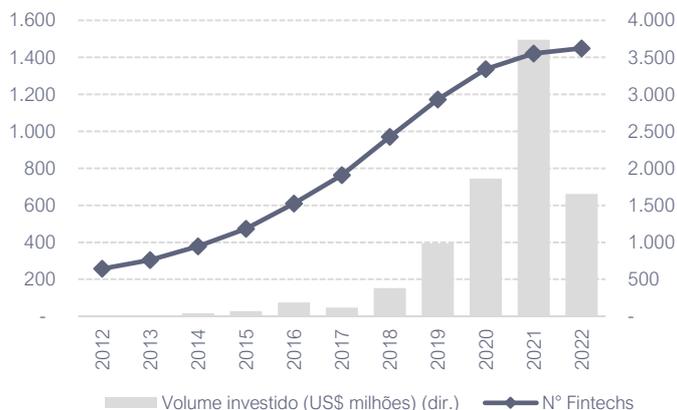
3. A transformação do mercado brasileiro

O mercado brasileiro, além da clara insatisfação dos clientes com as altas taxas cobradas pelos bancos tradicionais e a qualidade inferior dos serviços oferecidos, contou com três fatores cruciais para a disrupção do sistema financeiro nacional. O primeiro foi uma demanda reprimida já inserida no mundo digital, com alta adoção de aplicativos e alguns serviços financeiros pela população. O segundo foi um ambiente institucional e regulatório favorável: com a implementação gradual do Open Finance pelo Banco Central, o Brasil começou a promover maior transparência de dados e a portabilidade de serviços, o que estimulou a competição e o surgimento de novas fintechs. Por fim, a pandemia acelerou a necessidade de digitalização financeira da população. Nesse contexto, o cartão de crédito se destacou como o principal produto utilizado para atrair clientes, oferecendo crédito e criando um relacionamento com eles.

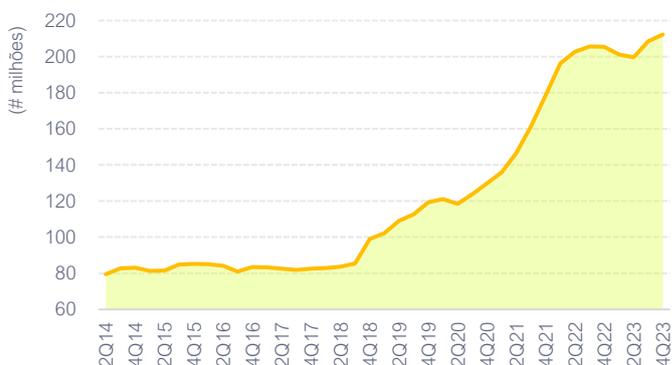
Open Finance



Fintechs no Brasil



Cartões de Crédito Ativos no Brasil



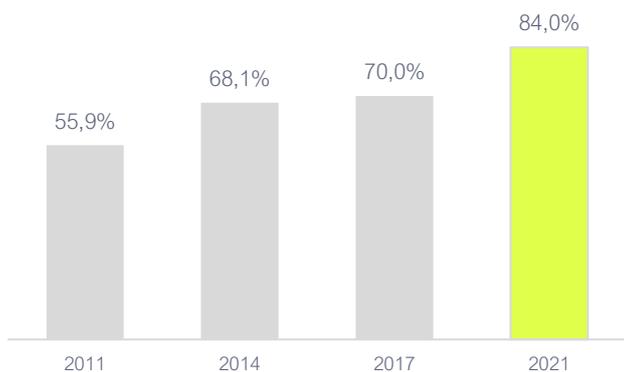
Fonte: Banco Central, Distrito e Ativa Investimentos



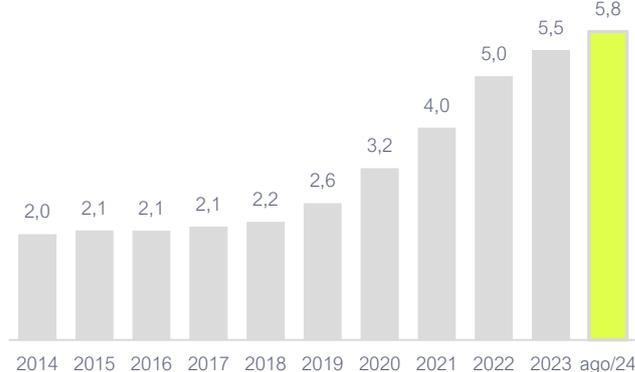
Nubank | ROXO34

Com esses fatores, o Brasil alcançou os países desenvolvidos, atingindo atualmente uma taxa de bancarização superior a 84%. Outro grande destaque dessa disrupção foi a facilidade com que os clientes se tornaram clientes de instituições financeiras, ampliando gradualmente o seu relacionamento com os bancos.

População Acima de 15 anos Bancarizada - Brasil



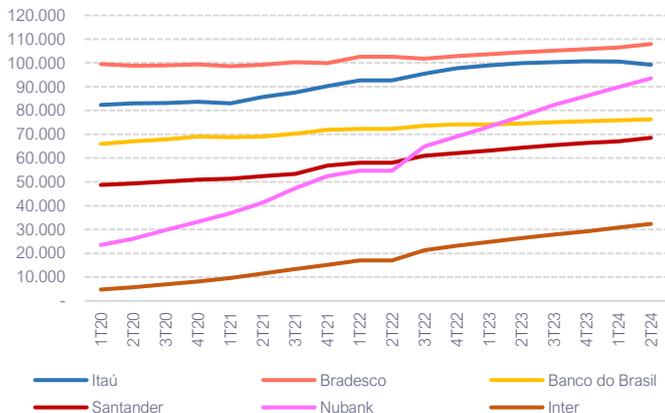
Relacionamentos ativos com Instituições Financeiras por CPF/CNPJ



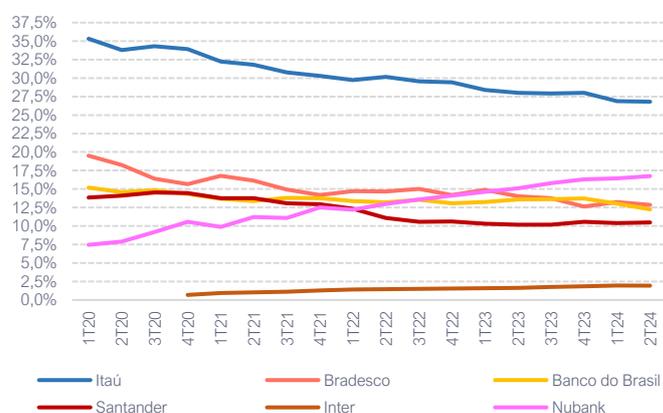
4. Principalidade

No Brasil atual, em que transferir dados, serviços e produtos de um banco para outro se tornou uma tarefa simples, especialmente com a implementação do Open Finance, todos os bancos, incluindo os incumbentes, possuem mais clientes do que antes. Nesse cenário, nunca foi tão importante compreender a "principalidade" de um cliente, ou seja, identificar em qual banco ele é mais ativo. Clientes tendem a utilizar mais os serviços e produtos dos bancos com os quais têm maior interação no dia a dia, o que contribui para a expansão da receita. Além disso, esses clientes são mais rentáveis, pois demonstram maior adimplência com os produtos de crédito. Para avaliar o nível de atividade nos bancos, alguns indicadores importantes são o volume transacionado de crédito. Não basta apenas ter o cartão; é fundamental analisar o quanto ele está sendo utilizado. Nesse contexto, o Nubank já ocupa a segunda posição em volume transacionado de crédito.

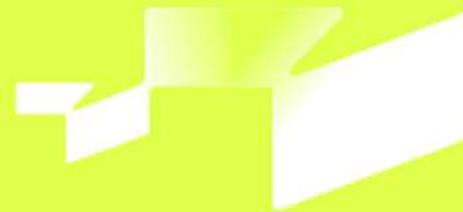
Número de Clientes (# mil)



Participação no Volume Transacionado com Cartões de Crédito

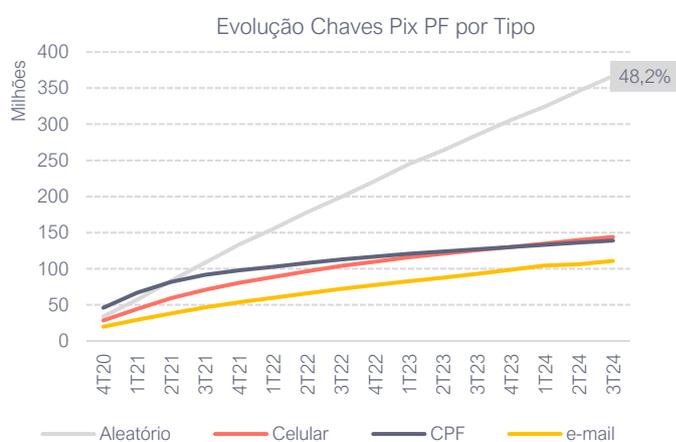
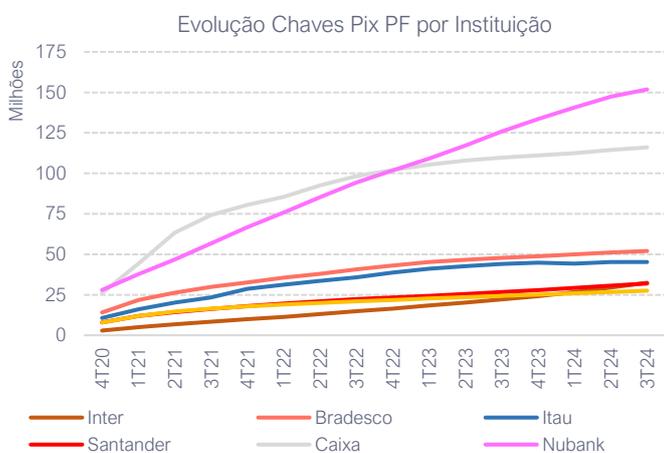


Fonte: Banco Central, Banco Mundial, RI companhias e Ativa Investimentos

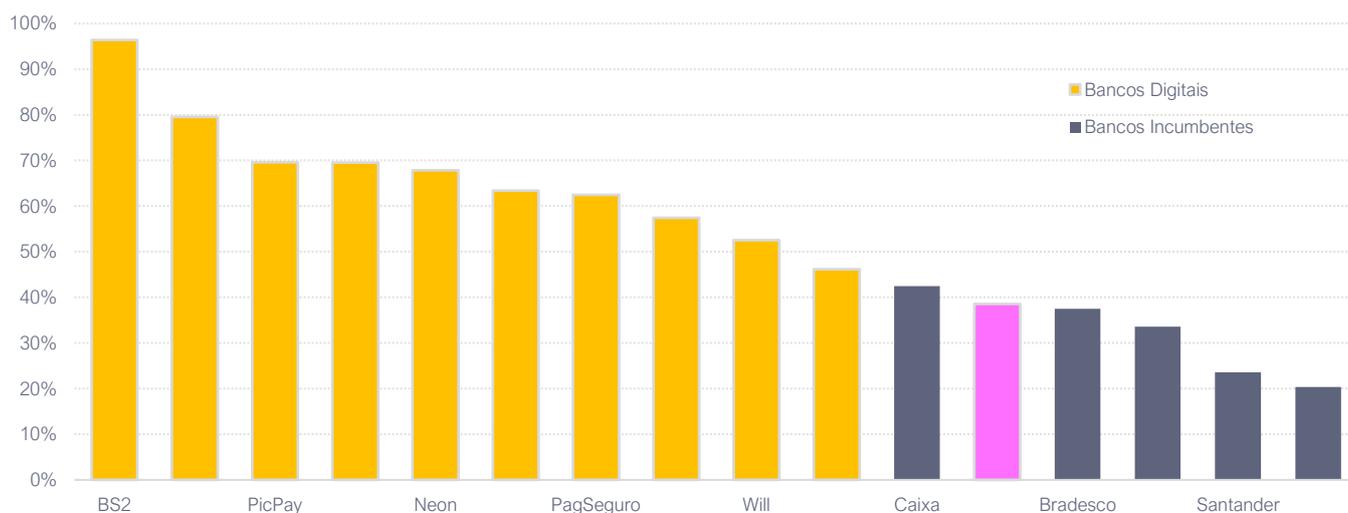


Nubank | ROXO34

Uma outra maneira de analisar a principalidade é examinar as chaves Pix. Como pode ser observado, o Nubank é, disparadamente, o banco brasileiro com o maior número de chaves. É importante destacar que o volume de chaves, por si só, não indica necessariamente um alto nível de atividade do cliente, mas apenas que o cliente se deu o trabalho de criar uma chave para o banco. Por essa razão, também analisamos o tipo de chave, com a tese de que chaves aleatórias são menos indicativas de um relacionamento ativo do cliente com a instituição. Ao observar a participação de chaves aleatórias no total de chaves de cada banco, conseguimos perceber que o Nubank se destaca, figurando entre os bancos incumbentes, o que sugere um alto nível de atividade dos seus clientes.



Penetração da chave Pix do tipo aleatória por instituição

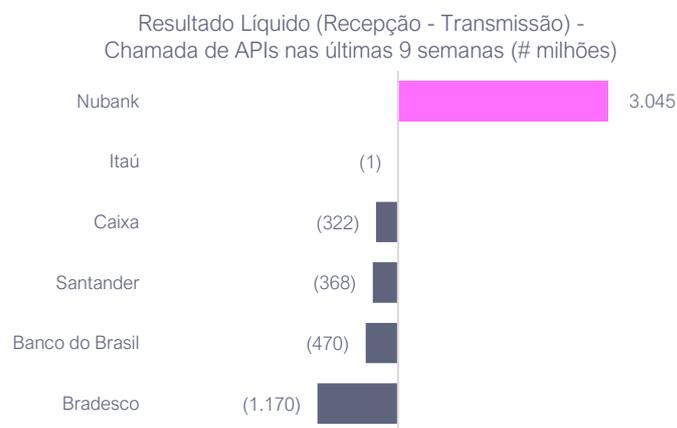
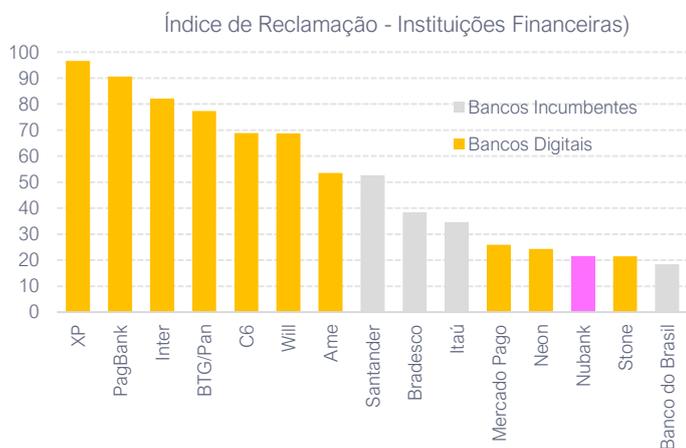


Fonte: Banco Central e Ativa Investimentos



Nubank | ROXO34

Por fim, outras duas formas de identificar a atividade de um cliente são o nível de satisfação e a utilização dos dados através do Open Finance. Utilizando o índice de reclamação do Banco Central, que pondera o volume de reclamações recebidas em relação ao número de clientes de cada banco, descobrimos que o Nubank apresenta um dos menores volumes de reclamações, ficando à frente da maioria dos bancos incumbentes, com exceção do Banco do Brasil. Além disso, o Open Finance permite que os clientes transfiram seus dados para outros bancos, o que demonstra o desejo do cliente de se engajar mais ativamente com o banco receptor. Analisando os dados das últimas 9 semanas, o Nubank se destaca como um dos principais receptores de dados.



Fonte: Banco Central, Open Finance e Ativa Investimentos

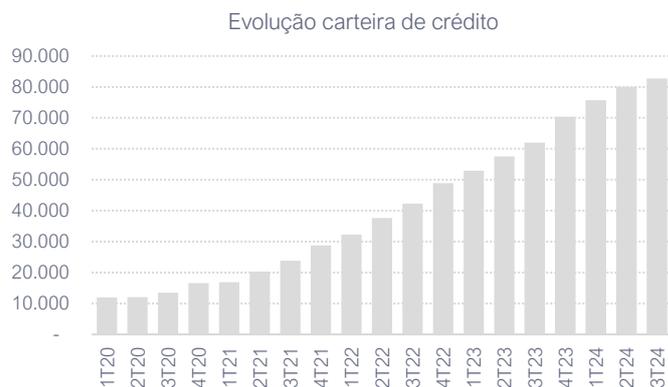
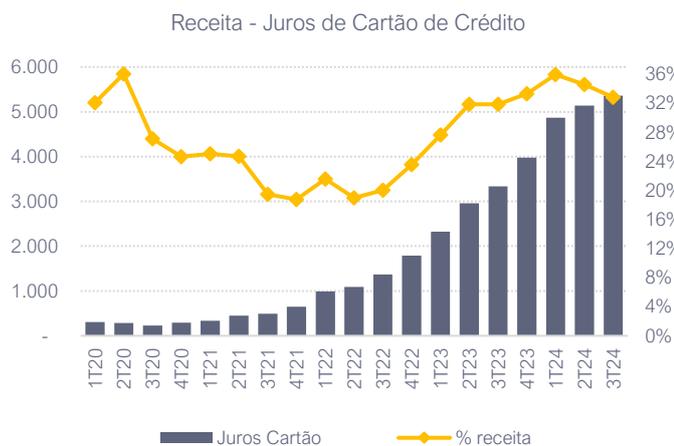


Nubank | ROXO34

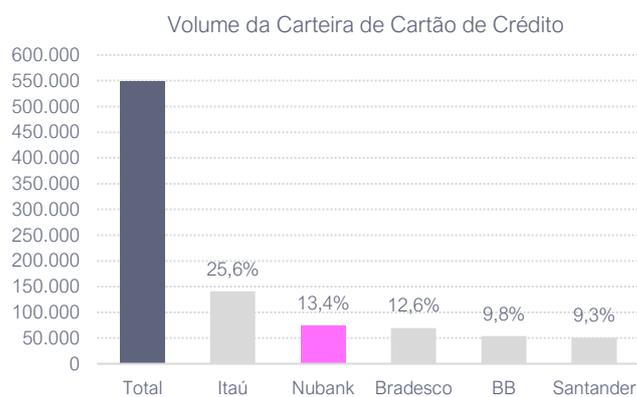
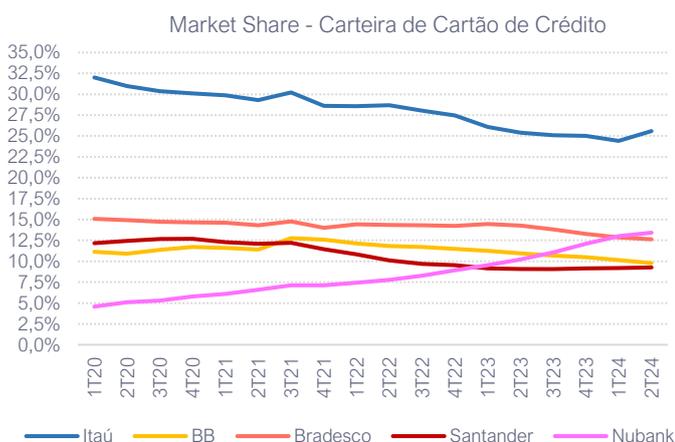
5. Breakdown da receita

5.1 Cartão de Crédito

Nos últimos trimestres, os juros recebidos com o cartão de crédito cresceram a um ritmo acelerado, superando o crescimento das receitas operacionais do banco. O que chama a atenção é que essas receitas aumentaram a uma velocidade superior até mesmo à expansão da carteira total de cartões de crédito.



Uma consequência do aumento no volume transacionado com o cartão de crédito é que o Nubank segue expandindo seu saldo de crédito, ocupando atualmente a segunda maior carteira de cartões do Brasil, com mais de 13% de participação.



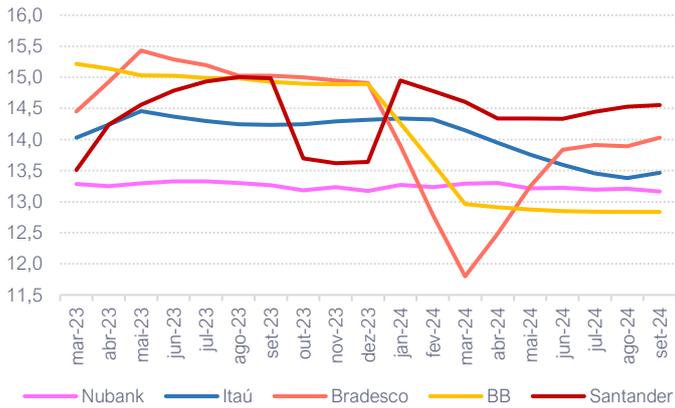
Fonte: Banco Central, RI companhias e Ativa Investimentos



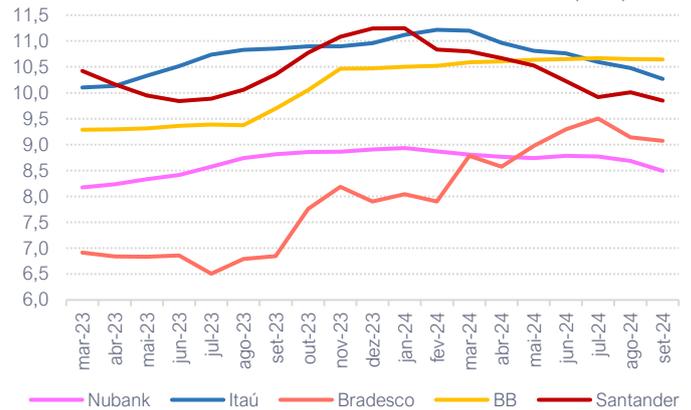
Nubank | ROXO34

Voltando ao crescimento da margem financeira acima da expansão da carteira, observamos que o Nubank não aplica juros superiores aos da concorrência, nem elevou suas taxas nos últimos meses.

Juros Cobrados Rotativo Últimos 3 Meses (a.m.)

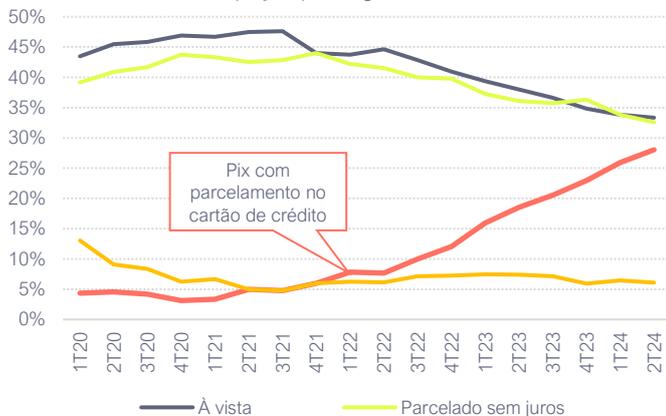


Juros Cobrados Parcelado Últimos 3 Meses (a.m.)

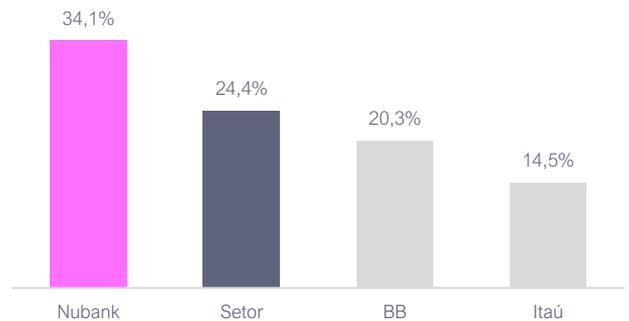


O principal responsável por esse movimento abrupto de receita foi o lançamento do Pix Finance, um produto do Nubank que permite utilizar o limite do cartão de crédito para realizar um Pix à vista, com a possibilidade de parcelar essa antecipação do limite, aplicando juros sobre o valor. A tração do produto fez com que o Nubank se descolasse do restante do setor, expandindo sua carteira de crédito que de fato incidem juros.

Participação por segmento no cartão de crédito



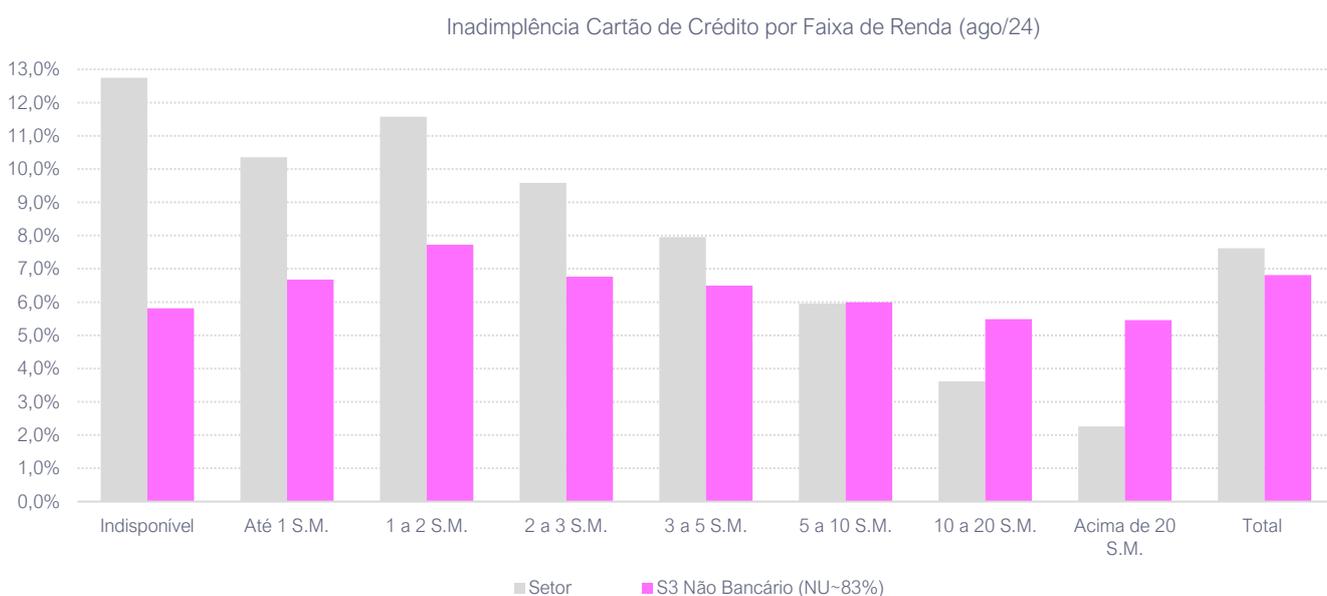
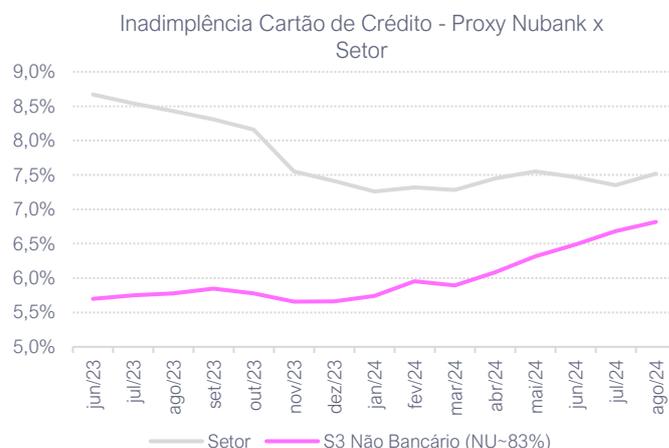
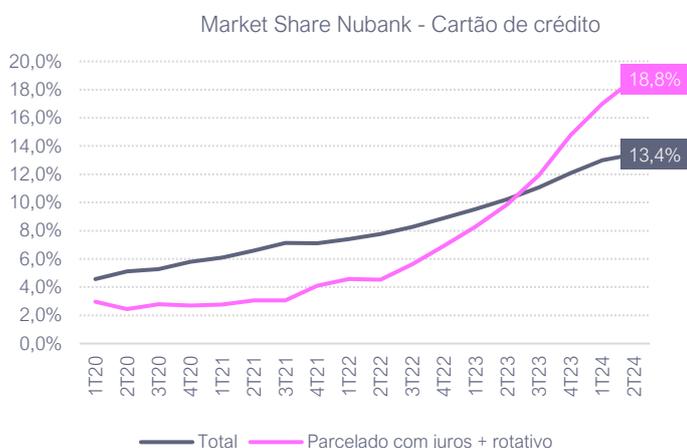
Participação da carteira que incide Juros





Nubank | ROXO34

Sendo assim, a participação do Nubank no saldo de cartão de crédito que incide juros passou de um volume inferior à sua participação na carteira total para atingir quase 20%. Em relação à inadimplência, o Nubank demonstra uma melhor capacidade de conceder crédito. Mesmo com o aumento significativo do risco da carteira, ao expandir a exposição ao saldo que incide juros, o crescimento do atraso nos pagamentos não foi tão expressivo. Outro fator que chama atenção é a inadimplência por faixa de renda. Enquanto o setor, de maneira geral, apresenta uma inadimplência mais elevada nas classes de menor renda, o Nubank, que possui maior exposição a essas classes, consegue reportar atrasos semelhantes aos observados nas classes mais altas, tanto no banco quanto no sistema financeiro como um todo. Vale ressaltar, no entanto, que, embora o banco tenha consistentemente expandido o risco e mantido a inadimplência estável nos trimestres de 2023 e no 1T24, nos últimos dois trimestres o atraso começou a subir, enquanto o restante do setor permaneceu estável.



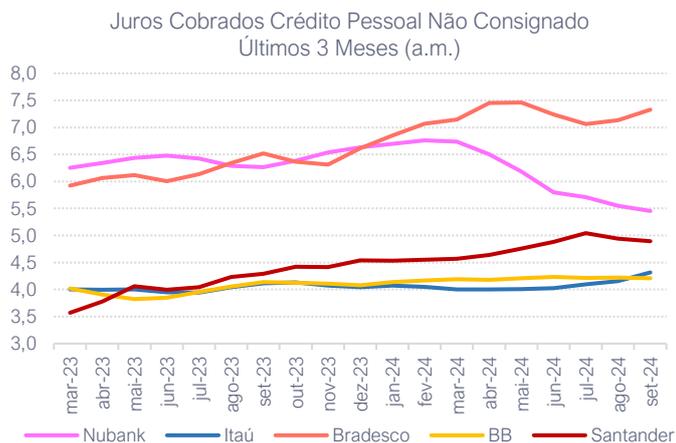
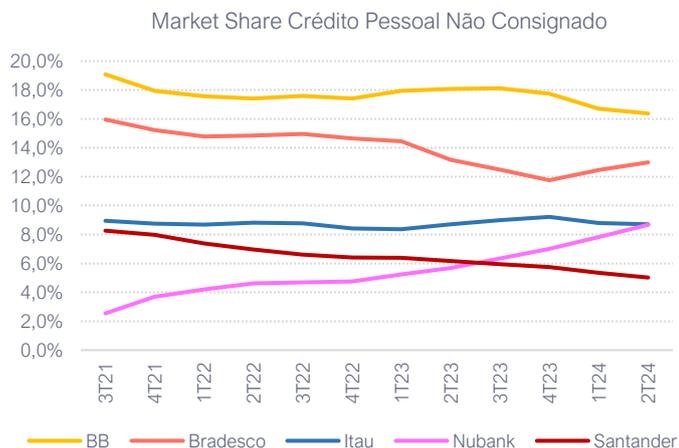
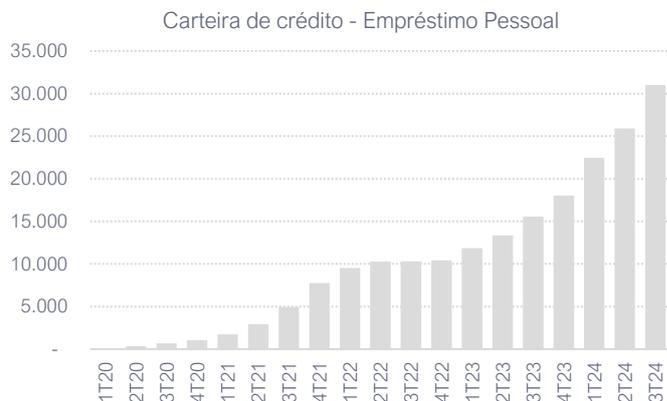
Fonte: RI Nubank, Banco Central e Ativa Investimentos



Nubank | ROXO34

5.2 Crédito Pessoal Não Consignado

O empréstimo pessoal se tornou, nos últimos trimestres, o principal propulsor da receita do Nubank, impulsionado pelo aumento de sua participação no produto. Esse crescimento é inteiramente justificado pela expansão do portfólio de crédito, uma vez que os juros cobrados pelo banco não cresceram nos últimos meses, permanecendo em linha com os principais concorrentes.



Fonte: RI Nubank, Banco Central e Ativa Investimentos

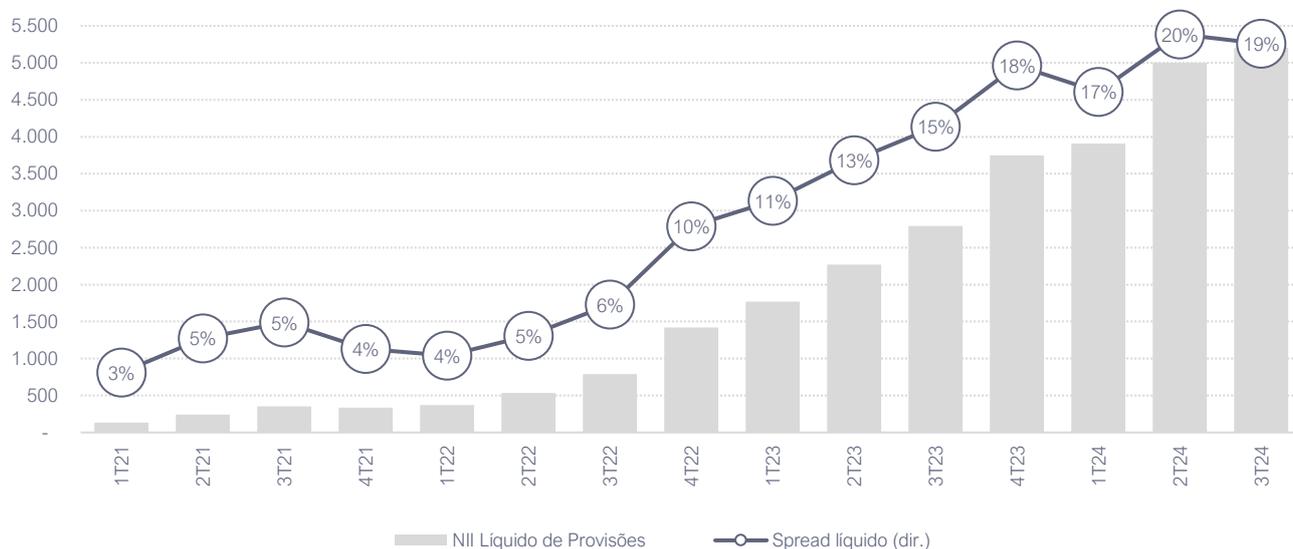


Nubank | ROXO34

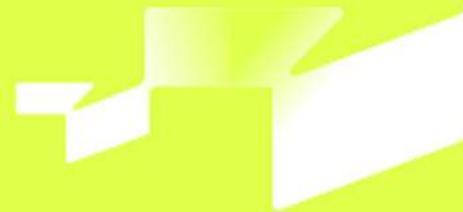
5.3 Margem Financeira

Guiado pela margem financeira líquida de provisões, o Nubank destacou diversas vezes seu compromisso com a expansão da carteira de crédito, sem receios significativos em relação à inadimplência. Para o banco, o que importa é encontrar a melhor alocação de risco e retorno. Portanto, se os juros cobrados justificam o risco de atraso, o banco não hesita em adotar uma postura agressiva nas concessões. Esse enfoque tem sido o principal impulsionador do crescimento da rentabilidade do banco nos últimos trimestres.

Margem Financeira Líquida de Provisões



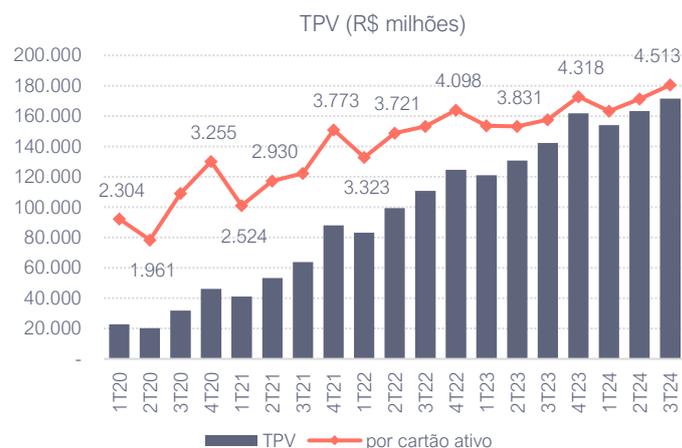
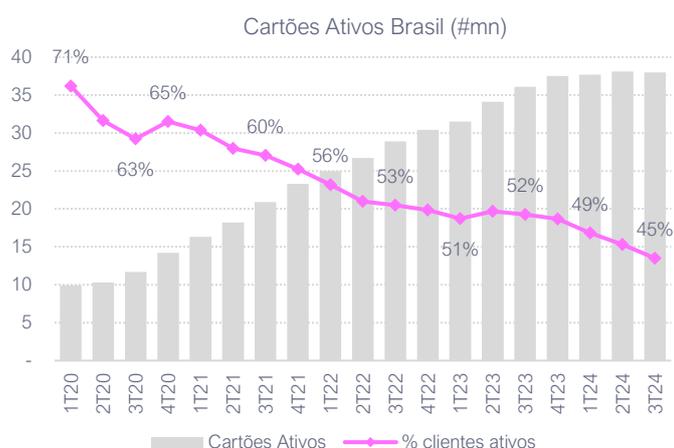
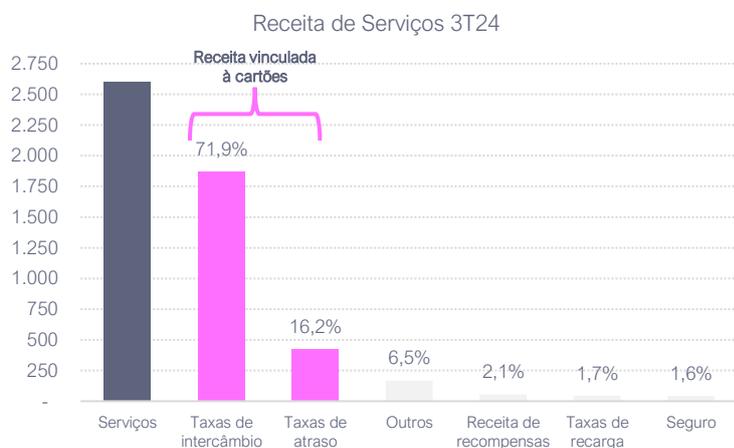
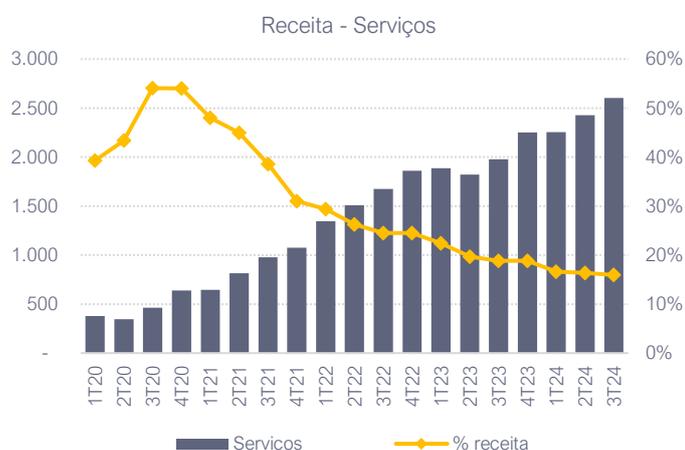
Fonte: RI Nubank e Ativa Investimentos



Nubank | ROXO34

5.4 Serviços

Com o desenvolvimento dos produtos de crédito e a maior penetração na base de clientes, a receita de serviços tornou-se progressivamente menos relevante para o Nubank. O que chama a atenção é que quase toda a receita vem do negócio de cartões, especialmente das taxas de intercâmbio, devido ao volume expressivo de transações realizadas pelos clientes. No entanto, nos últimos trimestres, esse volume tem desacelerado. O número de cartões ativos do Nubank está estável, e sua penetração na base de clientes ativos também apresenta uma tendência de queda. Além disso, essa receita tem sido canibalizada pelo Pix, assim como pelo lançamento da solução Pix Finance, que, embora tenha um ROE significativamente mais alto, afeta o crescimento dessa linha.



Fonte: RI Nubank e Ativa Investimentos



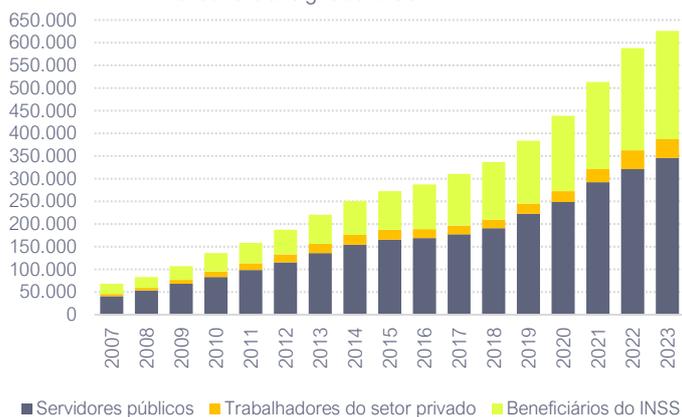
Nubank | ROXO34

6. Novas Vias de Crescimento

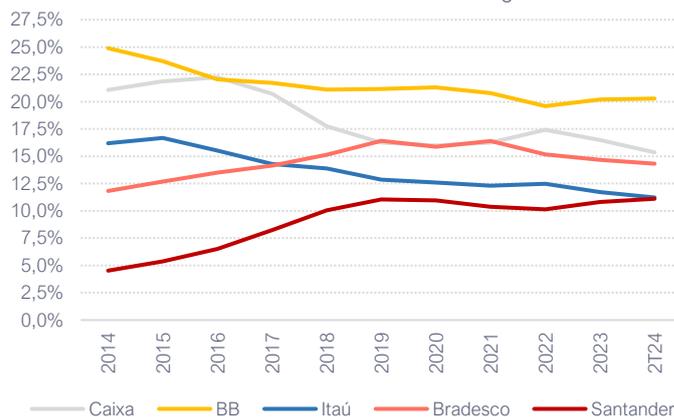
6.1 Crédito Consignado

O crédito consignado é um excelente produto. Embora esteja sujeito a uma regulamentação mais rigorosa, com limitações nos juros cobrados, o desconto em folha proporciona uma inadimplência mais baixa e menos volátil, tornando-o muito apreciado pelos bancos. Além disso, o CAGR do saldo de crédito consignado é bastante expressivo. Por outro lado, consideramos que a penetração nesse mercado será mais desafiadora. Com o volume de crédito consignado concentrado em servidores públicos e beneficiários do INSS, acreditamos que a curva de crescimento do Nubank será mais lenta em comparação com outros produtos. No caso dos servidores públicos, por exemplo, os próprios bancos privados nunca conseguiram atingir a participação ideal, que é observada em outros produtos. Isso ocorre porque, com o pagamento sendo realizado pelo banco público, o relacionamento com o cliente é inicialmente estabelecido com os bancos estatais, o que os coloca à frente dos demais.

Crédito Consignado Brasil



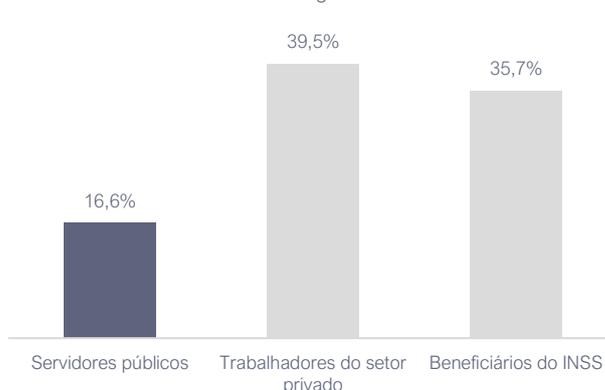
Market Share Crédito Consignado



Inadimplência Histórica do Setor



Participação Itaú + Bradesco por tipo de Crédito Consignado



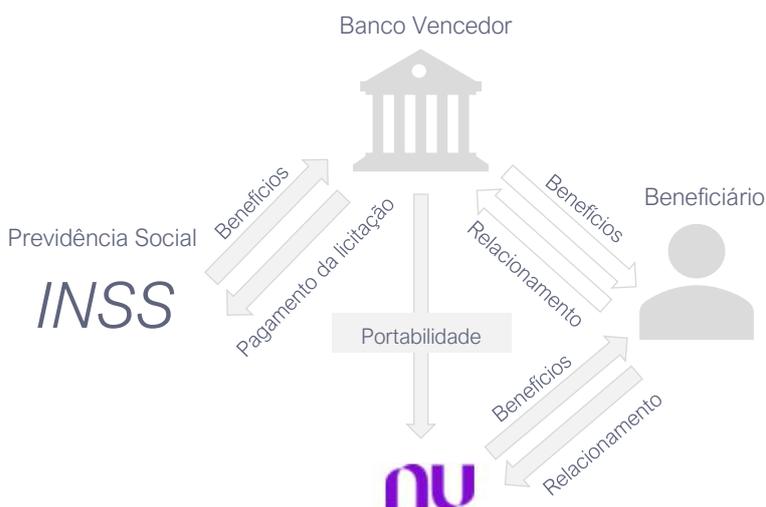
Fonte: RI companhias, Banco Central e Ativa Investimentos



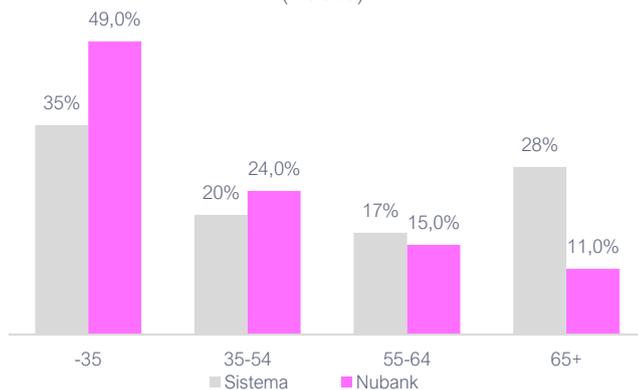
Nubank | ROXO34

Um outro detalhe que chama atenção são as características do benefício do INSS. O INSS realiza leilões em diversas regiões do país, permitindo que os bancos paguem para obter o direito de intermediar o pagamento dos benefícios aos clientes. Isso cria a necessidade de o beneficiário abrir uma conta e estabelecer um relacionamento com a instituição para poder receber seu benefício. No entanto, devido à regulação, o Nubank não pode participar dessas licitações, já que exige a presença de agências físicas. Dessa forma, o Nubank começa atrás dos bancos tradicionais no relacionamento com os clientes, precisando contar com a portabilidade do benefício ou até mesmo do crédito consignado para atrair esses clientes.

Além disso, a base de clientes do Nubank também apresenta desafios, especialmente pela menor penetração na população mais idosa, o que exige que o banco atraia esse público. Por outro lado, a estrutura mais enxuta do Nubank, inclusive na distribuição, dispensa os tradicionais "pastinhas" (distribuidores de produtos bancários), conferindo-lhe um diferencial crucial: o preço. Os juros cobrados pelo banco são significativamente mais baixos do que os dos bancos tradicionais, e a portabilidade dos produtos tem se tornado cada vez mais fácil



Participação Faixa Etária - Indivíduos com Crédito (mar/23)



Juros Consignado INSS (%) (a.m.)



Juros Consignado Setor Público (%) (a.m.)



Fonte: RI Nubank, Banco Central e Ativa Investimentos



Nubank | ROXO34

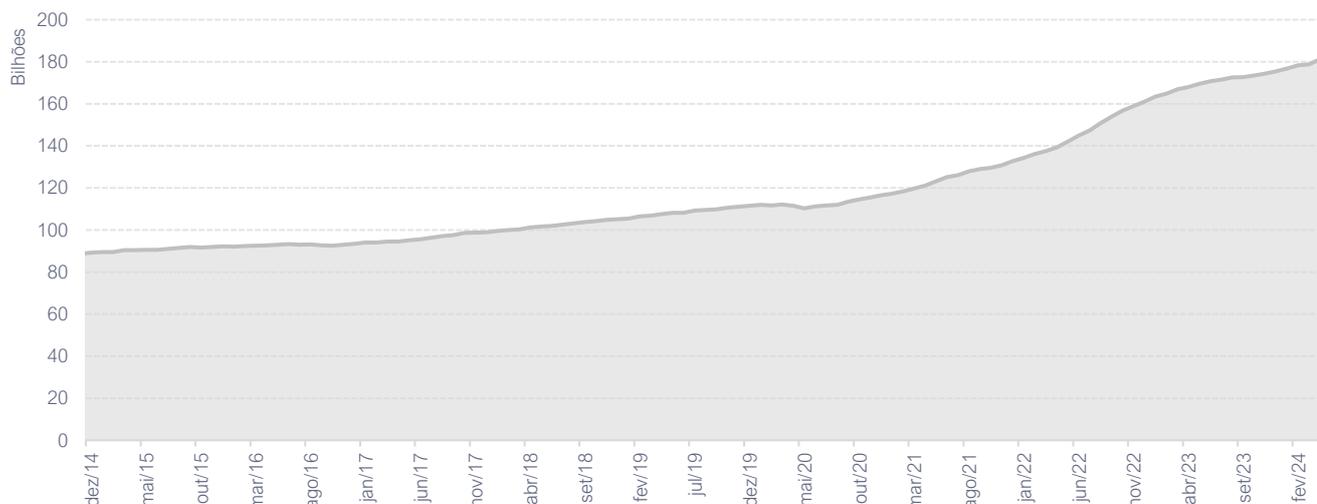
6.2 Seguros

O mercado de seguros tem apresentado um crescimento consistente ao longo dos anos, com um volume de prêmios emitidos (excluindo saúde) de aproximadamente R\$ 180 bilhões. Dado o nível de atividade e o tamanho de sua base de clientes — ou seja, sua capacidade de distribuição — o Nubank tem buscado penetrar nesse segmento. O banco possui uma parceria com a Chubb, uma importante seguradora internacional, para atuar apenas na distribuição dos produtos, incorporando um fee pelo negócio. Atualmente, os seguros distribuídos pelo Nubank incluem seguro de vida, prestamista, residencial e para celulares.

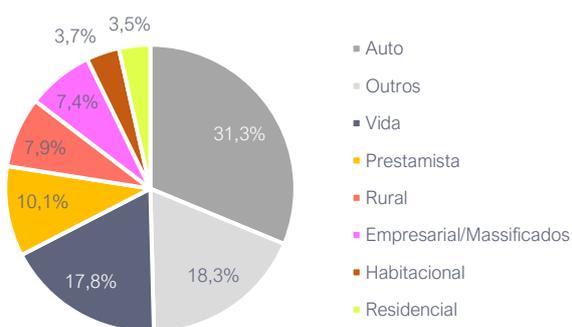
No entanto, acreditamos que o mercado endereçável para o Nubank é bem inferior aos R\$ 180 bilhões e que sua atuação não deverá se expandir significativamente além desses produtos no curto e médio prazo. Tanto o seguro de automóvel quanto o seguro rural apresentam dinâmicas próprias. O seguro de automóvel, por exemplo, exige uma credibilidade de marca que vai além do preço, sendo essencial também o controle dos serviços. Já o seguro rural é dominado pelo Banco do Brasil, devido à sua forte presença no crédito ao setor, o que lhe permite distribuir outros produtos com maior facilidade.

Portanto, somos mais reticentes em relação à capacidade do Nubank de expandir de forma significativa nesse mercado, tanto pela tração que poderá ter no curto e médio prazo — embora o seguro prestamista tenha boa aderência ao crédito consignado — quanto pelo mercado endereçável e sua posição como distribuidor, sem a possibilidade de atuar em toda a cadeia de valor.

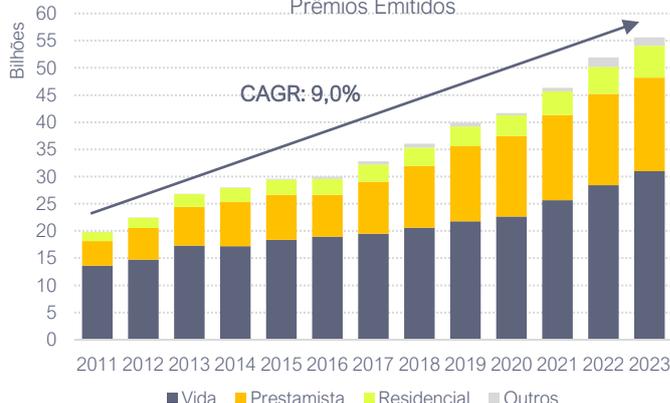
Mercado Segurador Total (Ex- Saúde) - Prêmios Emitidos LTM



Participação por Segmento (abr/24)



Mercado Endereçável de Seguros para o Nubank - Prêmios Emitidos



Fonte: Susep e Ativa Investimentos

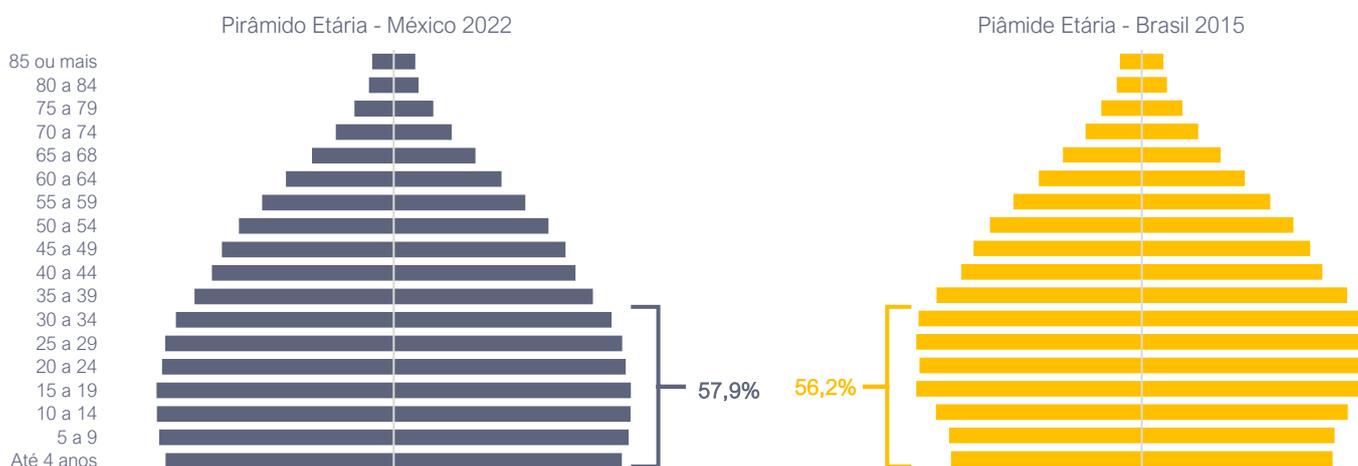


Nubank | ROXO34

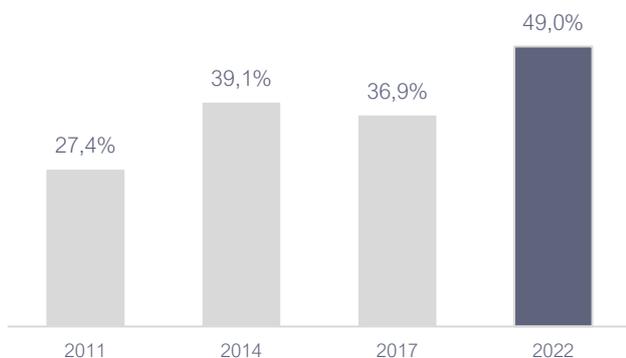
6.3 México

É inevitável fazer comparações entre o México atual e o Brasil de anos atrás, quando o Nubank foi muito bem-sucedido, especialmente para entender se as oportunidades são semelhantes. Demograficamente, o México é até mais jovem do que o Brasil era em 2015, com uma população significativa abaixo dos 15 anos. Essa característica sugere uma elevada penetração do perfil de cliente que, nos próximos anos, será o público-alvo do Nubank.

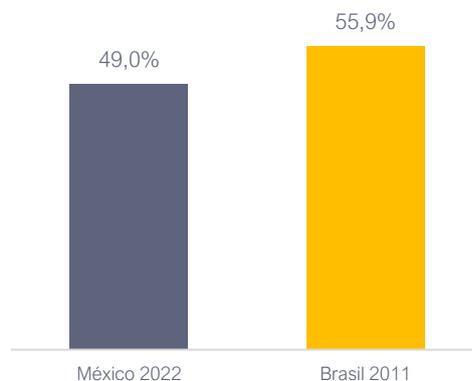
Em termos de bancarização, o México ainda está em um estágio mais inicial do que o Brasil estava no passado. Com apenas metade da população bancarizada, o México apresenta uma penetração inferior à que o Brasil tinha em 2011. Isso nos chama atenção, pois o crescimento do Nubank no México não se baseia tanto em aumentar a bancarização, mas sim no desenvolvimento do mercado mexicano em si



População Acima de 15 anos Bancarizada - México



População Bancarizada Acima de 15 anos



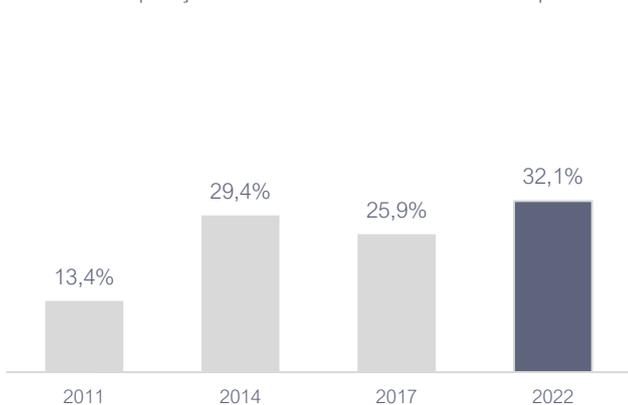
Fonte: OCDE, Banco Mundial e Ativa Investimentos



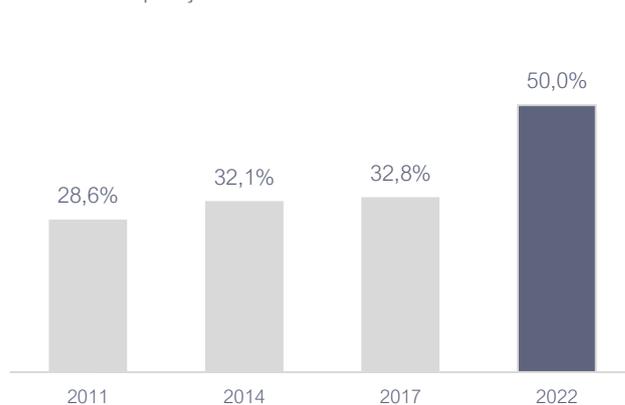
Nubank | ROXO34

No que diz respeito ao perfil bancarizado, o público jovem se destaca, com uma taxa de bancarização semelhante à da população mexicana como um todo, apresentando um crescimento significativo nos últimos anos. No entanto, no que tange ao perfil de renda, a penetração entre os mais pobres pouco evoluiu, o que representa um desafio para o Nubank na expansão do mercado.

População Bancarizada México - 40% mais pobres

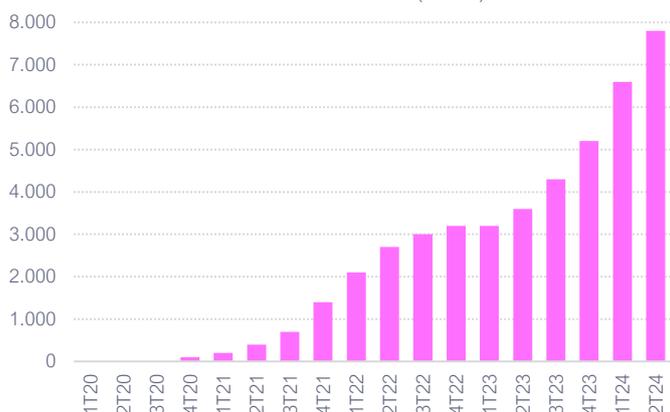


População Bancariza México - 15 a 24 anos

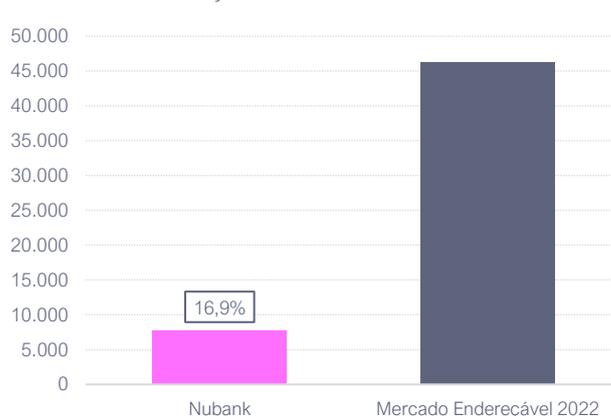


O ritmo de crescimento da base de clientes do Nubank chama atenção, especialmente considerando os níveis de bancarização de 2022. Com um aumento superior a 1 milhão de clientes por trimestre, o banco digital já detém cerca de 17% do seu mercado endereçável em 2022.

Clientes México (# 000)



Penetração de Clientes no México - Nubank

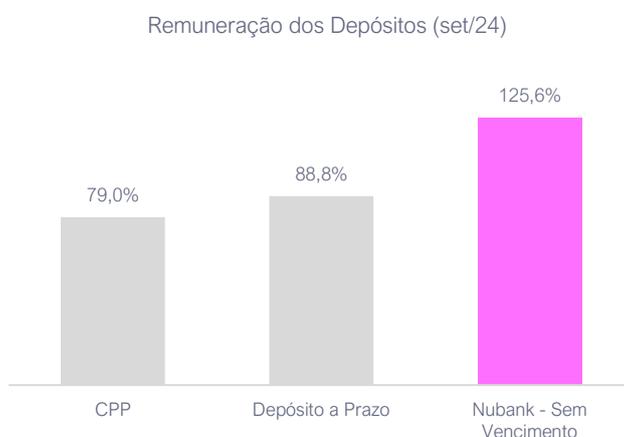
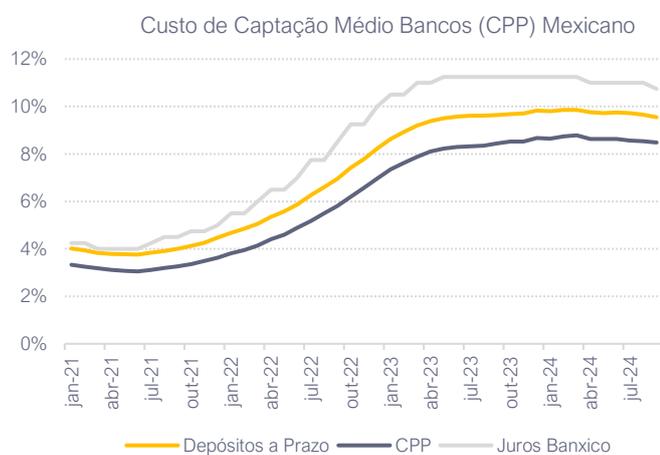


Fonte: RI Nubank, Banco Mundial e Ativa Investimentos



Nubank | ROXO34

A estratégia bem-sucedida por trás do crescimento do Nubank está na agressividade com que o banco remunera os depósitos de seus correntistas. Identificando que a principal dor dos correntistas mexicanos é a baixa remuneração dos depósitos, o Nubank trouxe as "caixinhas" do Brasil para atrair clientes, oferecendo uma remuneração não só bem superior à dos seus concorrentes no México, mas também acima da taxa de juros do próprio Banxico, o Banco Central Mexicano. Em setembro deste ano, a caixinha do Nubank remunerou 125,6% da taxa de juros do Banxico, com vencimento em D+0; para prazos mais longos, a remuneração é ainda maior. No entanto, embora o ritmo de expansão da base de clientes seja impressionante, ainda há poucos dados sobre o crescimento da receita e dos produtos do Nubank entre os clientes captados, o que parece ser o maior desafio a ser enfrentado.



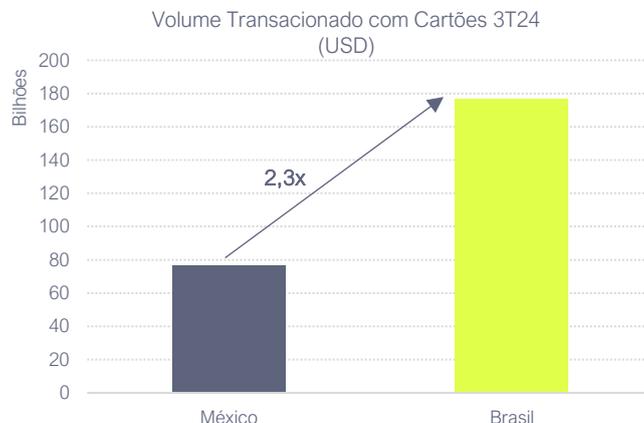
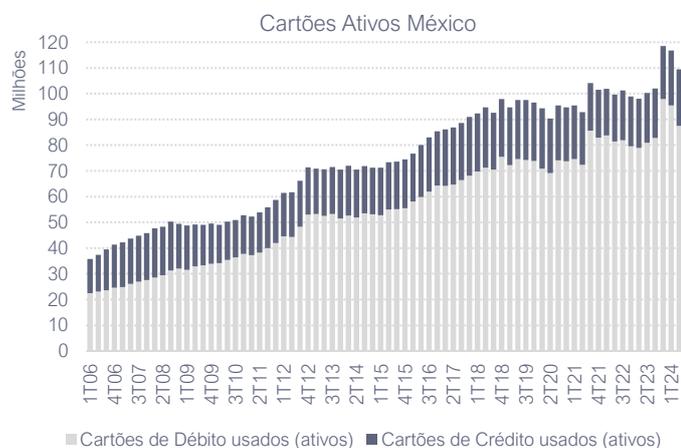
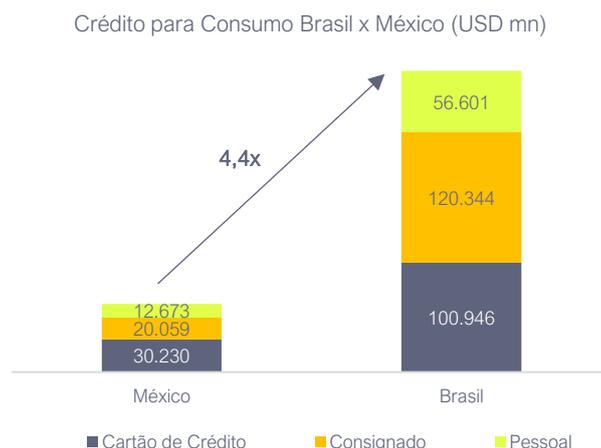
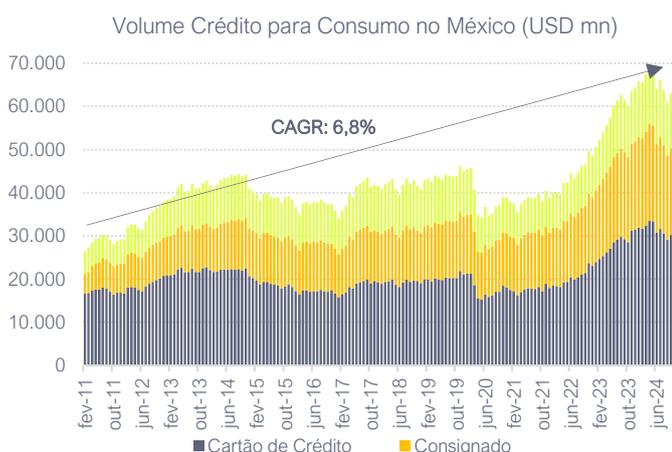
Fonte: Nubank, Banxico e Ativa Investimentos



Nubank | ROXO34

O Nubank deve seguir uma estratégia similar à que adotou no Brasil. Ao olhar para o mercado mexicano, percebe-se que o crédito para consumo cresce a um ritmo razoável em dólares, mas com uma aceleração significativa nos últimos anos. De qualquer forma, trata-se de um mercado ainda bem inferior ao brasileiro, com a carteira total sendo 4,4 vezes menor do que a brasileira em dólares. No que diz respeito ao cartão de crédito, principal produto do Nubank, observa-se que é um produto ainda pouco utilizado pela população mexicana, não tendo se desenvolvido de forma semelhante ao cartão de débito e sendo menos utilizado em geral. Além disso, o volume transacionado com cartões ainda é consideravelmente inferior ao brasileiro, cerca de 2,2 vezes menor em dólares.

Portanto, embora o ritmo de captura de clientes esteja ocorrendo de forma mais rápida do que no Brasil, acreditamos que o crescimento do Nubank está intimamente ligado ao desenvolvimento do mercado mexicano, que, por sua vez, ainda é muito menor que o brasileiro. A bancarização precisará avançar, haverá uma mudança cultural na população, as lojas terão que passar a aceitar pagamentos com cartões, e a população precisará utilizar os cartões com mais frequência para que o crédito ao consumo se desenvolva de forma mais robusta. Dado esse cenário, entendemos que a tração de receita no México ocorrerá de forma mais lenta do que no Brasil



Fonte: Banxico, Banco Central e Ativa Investimentos



Nubank | ROXO34

7. Riscos

- **Desenvolvimento do Mercado Mexicano** - Embora o Nubank esteja crescendo rapidamente no México, o mercado ainda é bem menor e menos bancarizado do que o brasileiro, o que limita o potencial de receita no curto e médio prazo. A penetração de produtos financeiros como o cartão de crédito é mais baixa, e a expansão do mercado de crédito ainda enfrenta obstáculos culturais e estruturais, como a baixa aceitação de cartões de crédito e a falta de confiança da população, especialmente nas classes mais baixas. Portanto, o comportamento do crescimento de receita do Nubank na região pode se dar em um ritmo inferior ao crescimento da base de clientes, decepcionando as projeções de crescimento.
- **Risco de Inadimplência** - A estratégia agressiva de concessão de crédito, especialmente para clientes de menor renda, aumenta a exposição do banco à inadimplência. Embora o Nubank tenha mantido um controle razoável sobre esse risco até o momento, a expansão da base de clientes e a maior exposição a produtos de risco elevado podem resultar em aumento dos índices de atraso, principalmente se ocorrer uma deterioração no volátil cenário macroeconômico brasileiro.
- **Competição no Mercado de Serviços Financeiros** - A alta concentração do banco na receita com cartões se torna um risco, principalmente dada a concorrência do Pix e de produtos internos do banco, o que tiram tração do crescimento de receita da linha.
- **Barreiras à Penetração de produtos Específicos** - Produtos como o crédito consignado enfrentam desafios de penetração devido à alta concentração de clientes em bancos públicos, além de barreiras regulatórias que limitam a participação do Nubank em leilões de INSS. No setor de seguros, embora o banco tenha feito parcerias para distribuir produtos, o mercado endereçável permanece limitado, principalmente por questões de modelo de negócios e a participação como distribuidor de produtos.
- **Regulação** - Mudanças nas regulamentações financeiras, especialmente em relação a taxas de juros e normas sobre concessão de crédito e reservas de capital, podem afetar a rentabilidade do banco.



Nubank | ROXO34

8. Projeções

Nossas projeções estão fundamentadas em um crescimento robusto de receita até 2027, com uma margem de crescimento significativa à frente, à medida que o Nubank ganha participação adicional em seus principais produtos: cartão de crédito e crédito pessoal. Acreditamos também que o banco se beneficiará de uma melhoria nos custos de depósito, à medida que o relacionamento com os clientes no México se fortalece. Além disso, antecipamos uma aceleração na geração de novas receitas, especialmente com o crédito consignado, a partir do médio prazo. Como destacamos, acreditamos que o produto do Nubank tem grande potencial devido ao seu atrativo modelo de preço, e que os desafios regulatórios serão superados à medida que as portabilidades se tornarem mais simplificadas.

DRE (R\$ mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Receita Operacional	3.218	7.178	16.758	29.931	47.603	67.781	81.785	98.951	116.055	133.278	152.985	174.494	196.634	219.742
NII	1.389	3.663	10.368	21.993	37.507	55.117	65.362	78.851	91.258	104.018	118.402	133.723	149.871	167.096
Serviços	1.829	3.514	6.390	7.939	10.095	12.664	16.423	20.099	24.797	29.260	34.584	40.772	46.763	52.646
Custos	(1.515)	(3.235)	(8.168)	(12.494)	(18.573)	(22.956)	(28.160)	(32.496)	(34.294)	(38.090)	(42.315)	(46.418)	(49.965)	(53.664)
Custo de Crédito	(875)	(2.601)	(7.257)	(11.415)	(17.105)	(20.941)	(25.990)	(30.056)	(31.656)	(35.268)	(39.273)	(43.156)	(46.492)	(49.987)
Transacionais	(640)	(635)	(911)	(1.079)	(1.469)	(2.016)	(2.171)	(2.440)	(2.637)	(2.823)	(3.042)	(3.262)	(3.474)	(3.677)
Lucro Bruto	1.703	3.942	8.590	17.438	29.029	44.825	53.625	66.455	81.761	95.188	110.671	128.077	146.669	166.077
Despesas	(2.102)	(4.890)	(8.349)	(9.750)	(13.365)	(16.045)	(18.124)	(19.906)	(22.575)	(25.329)	(28.388)	(31.778)	(35.313)	(39.026)
Suporte ao Cliente e G&A	(1.963)	(4.436)	(6.782)	(7.645)	(9.916)	(11.903)	(13.704)	(15.260)	(17.538)	(19.968)	(22.713)	(25.652)	(28.769)	(32.090)
Marketing	(98)	(430)	(790)	(854)	(1.298)	(1.120)	(1.188)	(1.241)	(1.275)	(1.306)	(1.327)	(1.341)	(1.349)	(1.350)
Outros	(41)	(24)	(776)	(1.251)	(2.151)	(3.021)	(3.232)	(3.406)	(3.763)	(4.054)	(4.348)	(4.785)	(5.195)	(5.586)
EBT	(399)	(948)	241	7.688	15.664	28.780	35.500	46.549	59.186	69.859	82.283	96.298	111.356	127.051
IR&CSLL	112	26	(288)	(2.540)	(4.795)	(9.198)	(11.301)	(14.742)	(18.744)	(22.124)	(26.059)	(30.498)	(35.267)	(40.237)
Lucro Líquido	(287)	(921)	(47)	5.148	10.870	19.582	24.199	31.807	40.442	47.735	56.224	65.801	76.090	86.814
Margens														
EBT	-12,4%	-13,2%	1,4%	25,7%	32,9%	42,5%	43,4%	47,0%	51,0%	52,4%	53,8%	55,2%	56,6%	57,8%
Líquida	-8,9%	-12,8%	-0,3%	17,2%	22,8%	28,9%	29,6%	32,1%	34,8%	35,8%	36,8%	37,7%	38,7%	39,5%
Crescimento Ano/Ano														
Δ Receita Operacional		123,1%	133,5%	78,6%	59,0%	42,4%	20,7%	21,0%	17,3%	14,8%	14,8%	14,1%	12,7%	11,8%
Δ Lucro Líq.		220,7%	-94,9%	-11098,7%	111,2%	80,2%	23,6%	31,4%	27,1%	18,0%	17,8%	17,0%	15,6%	14,1%

KPIs	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Cientes (# mn)	33,3	53,9	74,7	93,9	113,2	129,0	140,0	146,3	151,6	156,2	159,7	162,4	164,3	165,4
yoy		61,9%	38,6%	25,7%	20,6%	14,0%	8,5%	4,5%	3,6%	3,0%	2,2%	1,7%	1,2%	0,7%
Cientes Ativos (# mn)	21,7	39,9	58,1	73,5	96,4	103,2	112,7	119,2	124,3	128,9	132,6	135,6	138,0	139,8
yoy		83,9%	45,6%	26,5%	31,1%	7,1%	9,2%	5,8%	4,3%	3,7%	2,9%	2,3%	1,8%	1,3%
ARPAC (R\$)	3,9	4,5	7,7	9,6	12,0	14,1	15,2	17,0	19,2	21,1	23,5	26,1	28,8	31,6
yoy		16,9%	70,0%	25,8%	24,7%	17,8%	7,7%	11,7%	12,7%	10,3%	10,9%	11,0%	10,4%	10,0%
ROE	-12,6%	-6,8%	-0,2%	18,1%	25,0%	27,7%	24,2%	24,4%	26,0%	27,6%	29,7%	32,4%	35,0%	37,2%
Carteira de Crédito (R\$ mn)	17.664	36.547	59.366	88.411	127.426	170.732	228.048	279.304	324.380	374.485	431.491	493.133	555.516	622.013
yoy		106,9%	62,4%	48,9%	44,1%	34,0%	33,6%	22,5%	16,1%	15,4%	15,2%	14,3%	12,7%	12,0%



Nubank | ROXO34

9. Valuation

O preço-alvo da BDR ROXO34 foi determinado por meio da ponderação de três modelos de valuation. O primeiro modelo, o de lucro residual, considera a soma dos lucros que superam o custo de capital do banco, trazidos a valor presente e somados ao patrimônio atual da empresa. Além disso, foram utilizados dois múltiplos de saída: o preço sobre o lucro (P/L) e o preço sobre o valor patrimonial (P/VPA). Para todos os modelos, adotou-se um custo de capital próprio (Ke) de 15,5%. No caso do modelo de lucro residual, também se assumiu um crescimento na perpetuidade (G) de 7,0%. Com a ponderação dos três modelos, chegamos ao preço-alvo de R\$ 12,00 para a BDR ROXO34 e uma recomendação Neutra para a ação.

Lucro Residual (R\$ mn)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	Premissas Ke	
Valor Contábil Médio	43.544	75.534	112.001	149.435	182.447	207.214	230.982	252.224	270.269	288.072	Risk free rate	8,90%
Lucro Líquido	10.870	19.582	24.199	34.301	44.842	53.819	64.394	76.075	88.803	102.009	Equity risk premium	6,00%
Custo de Capital	(6.968)	(11.669)	(17.156)	(22.890)	(27.947)	(31.740)	(35.381)	(38.533)	(41.289)	(44.009)	Beta	1,10
Lucro Residual	3.901	7.913	7.044	11.411	16.896	22.079	29.013	37.543	47.513	58.000	Ke	15,50%

Modelo de Lucro Residual G x Ke								P/E 27E x Ke							
	6,25%	6,50%	6,75%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	12,0x	14,0x	16,0x	18,0x	20,0x	22,0x	24,0x	
17,0%	R\$ 8,9	R\$ 9,1	R\$ 9,2	R\$ 9,3	R\$ 9,3	R\$ 9,3	R\$ 9,3	17,0%	R\$ 8,0	R\$ 9,4	R\$ 10,7	R\$ 12,1	R\$ 13,5	R\$ 14,8	R\$ 16,2
16,5%	R\$ 9,4	R\$ 9,6	R\$ 9,7	R\$ 9,9	R\$ 9,9	R\$ 9,9	R\$ 9,9	16,5%	R\$ 8,1	R\$ 9,5	R\$ 10,9	R\$ 12,3	R\$ 13,6	R\$ 15,0	R\$ 16,4
16,0%	R\$ 10,0	R\$ 10,2	R\$ 10,3	R\$ 10,5	R\$ 10,5	R\$ 10,5	R\$ 10,5	16,0%	R\$ 8,2	R\$ 9,6	R\$ 11,0	R\$ 12,4	R\$ 13,8	R\$ 15,2	R\$ 16,6
15,5%	R\$ 10,7	R\$ 10,9	R\$ 11,0	R\$ 11,2	R\$ 11,2	R\$ 11,2	R\$ 11,2	15,5%	R\$ 8,4	R\$ 9,8	R\$ 11,2	R\$ 12,6	R\$ 14,0	R\$ 15,4	R\$ 16,8
15,0%	R\$ 11,4	R\$ 11,6	R\$ 11,9	R\$ 12,1	R\$ 12,1	R\$ 12,1	R\$ 12,1	15,0%	R\$ 8,5	R\$ 9,9	R\$ 11,3	R\$ 12,8	R\$ 14,2	R\$ 15,6	R\$ 17,0
14,5%	R\$ 12,3	R\$ 12,5	R\$ 12,8	R\$ 13,1	R\$ 13,1	R\$ 13,1	R\$ 13,1	14,5%	R\$ 8,6	R\$ 10,0	R\$ 11,5	R\$ 12,9	R\$ 14,4	R\$ 15,8	R\$ 17,3
14,0%	R\$ 13,3	R\$ 13,6	R\$ 13,9	R\$ 14,2	R\$ 14,2	R\$ 14,2	R\$ 14,2	14,0%	R\$ 8,7	R\$ 10,2	R\$ 11,6	R\$ 13,1	R\$ 14,6	R\$ 16,0	R\$ 17,5

P/BV 27E x Ke							
	3,0x	3,2x	3,4x	3,6x	3,8x	4,0x	4,2x
17,0%	R\$ 9,0	R\$ 9,6	R\$ 10,2	R\$ 10,9	R\$ 11,5	R\$ 12,1	R\$ 12,7
16,5%	R\$ 9,2	R\$ 9,8	R\$ 10,4	R\$ 11,0	R\$ 11,6	R\$ 12,2	R\$ 12,9
16,0%	R\$ 9,3	R\$ 9,9	R\$ 10,5	R\$ 11,1	R\$ 11,8	R\$ 12,4	R\$ 13,0
15,5%	R\$ 9,4	R\$ 10,0	R\$ 10,7	R\$ 11,3	R\$ 11,9	R\$ 12,6	R\$ 13,2
15,0%	R\$ 9,5	R\$ 10,2	R\$ 10,8	R\$ 11,4	R\$ 12,1	R\$ 12,7	R\$ 13,4
14,5%	R\$ 9,7	R\$ 10,3	R\$ 11,0	R\$ 11,6	R\$ 12,3	R\$ 12,9	R\$ 13,6
14,0%	R\$ 9,8	R\$ 10,4	R\$ 11,1	R\$ 11,8	R\$ 12,4	R\$ 13,1	R\$ 13,7

Método	Equity (R\$mn)	Peso	Valor
Lucro Residual	334.326	33%	111.442
P/E	369.069	33%	123.023
P/BV	349.853	33%	116.618
Soma	Nubank:		351.083
# ações (mn)			4.886
Razão NU/ROXO34			6,00
ROXO34			12,0



DISCLAIMER

Este relatório foi elaborado exclusivamente pela Ativa Investimentos e está sendo fornecido exclusivamente para fins informativos. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação prévia, exceto quando encerrar a cobertura do emissor dos títulos discutidos neste relatório.

Este relatório não é uma oferta ou solicitação de qualquer instrumento financeiro. Antes de tomar a decisão de aplicar em qualquer operação, os potenciais investidores devem considerar cuidadosamente sua própria situação financeira, seus objetivos de investimento, todas as informações disponíveis e, em particular, avaliar os fatores de risco aos quais o investimento está sujeito. Os investidores deverão procurar aconselhamento financeiro em relação aos produtos ou estratégias de investimentos discutidas neste relatório, quando necessário. Os investidores devem observar que os rendimentos de títulos ou outros investimentos, mencionados neste relatório, podem flutuar e o preço de tais títulos e investimentos pode aumentar ou diminuir. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro. A Ativa Investimentos não aceita responsabilidade por qualquer perda direta ou indireta decorrente do uso deste relatório.

Os traders e demais profissionais da Ativa Investimentos e das empresas do conglomerado podem realizar comentários ou estratégias de negociação que refletem opiniões contrárias à opinião expressa neste relatório. Esses comentários de mercado ou estratégias de negociação refletem os diferentes prazos, premissas, visões e métodos analíticos das pessoas que as elaboraram, e a Ativa Investimentos e seu conglomerado não possuem nenhuma obrigação de garantir que tais comentários de mercado ou estratégias de negociação sejam levados ao conhecimento de qualquer destinatário deste relatório. Este relatório é baseado em informações publicamente disponíveis e que a Ativa Investimentos considera confiável, porém não representa que é preciso e/ou completo, sendo assim, não deve ser considerado como tal.

Research

research@ativainvestimentos.com.br

Institucional

Ações | Renda Fixa | Mercados Futuros

Mesa RJ: (55 21) 3515-0290
Mesa SP: (55 11) 3339-7036
Sales: (55 21) 3515-0202

Pessoa Física

Mesa RJ: (55 21) 3515-0256/3958-0256
Mesa SP: (55 11) 3896-6994/6995/6996
Mesa GO: (55 41) 3270-4100
assessoriadigital@ativainvestimentos.com.br

Atendimento

0800 285 0147

Ouvidoria

0800 717 7720