



Nubank (NUBR33)

Possivelmente a Fintech vencedora na América Latina

Iniciando com Neutro e preço-alvo de R\$ 9,30*



Eduardo Rosman

BTG Pactual S.A.

Ricardo Buchpiguél

BTG Pactual S.A.

Thiago Paura

BTG Pactual S.A.

Vitor de Melo

BTG Pactual S.A.

Câmbio USDBRL dia do IPO = 5,5727*



Agenda

- 1. Recomendação
- 2. Ecossistema Nubank
- 3. Análise SWOT
- 4. Nubank x Inter
- 5. Valuation
- 6. Riscos



1. Recomendação

Neutro, com preço-alvo de R\$ 9,30



Iniciamos a cobertura em Nubank com recomendação Neutra, e um preço-alvo de **R\$ 9,30 por ação**.



Nubank tem quase tudo que uma “fintech” pode desejar: uma marca amada, milhões de clientes engajados e um fundador aspiracional. Com uma capitalização de mercado de US\$ 46,0 bilhões, já é a instituição financeira mais valiosa do Brasil. Na região, só fica atrás do Mercado Livre (US\$ 59,4 Bilhões). De acordo com o CEO/fundador David Velez, o Nu pretende ser a melhor fintech do mundo, sugerindo que também aspira ir muito além da América Latina.



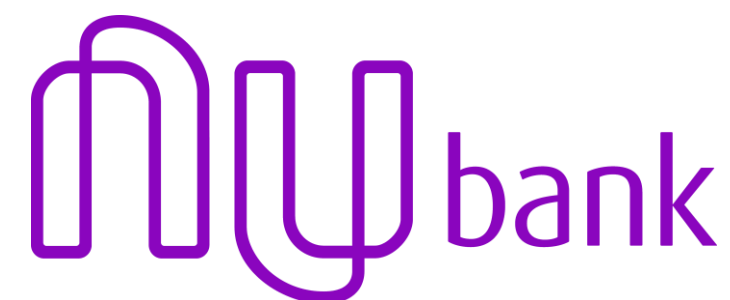
Infelizmente, não conseguimos falar com a empresa. Mas, no geral, não temos dúvidas de que a história é muito convincente. Tememos, no entanto, que a combinação de seu valuation extremamente alto e o momento ruim tornem a ação uma escolha muito arriscada. O Nubank ainda se parece muito mais com um banco do que com uma empresa de software. E os bancos têm necessidades de capital e custos de inadimplência enquanto crescem. Dada a deterioração do macro no Brasil, ser prudente em 2022 pode ser a estratégia certa. Estamos iniciando nossa cobertura em NUBR33 com recomendação Neutra e um preço-alvo para o fim de 2022 de R\$ 9,3.

Tabela 1: Valuation e Resumo financeiro Nubank

Valuation	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROE (%)	(20,4)	(32,7)	(6,0)	(9,6)	2,6
P/VPA (x)	-	-	10,3	11,4	11,1
P/L (x)	-	-	-	-	427,6
Net Dividend Yield (%)	-	-	0,0	0,0	0,0

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Receita	612	737	1661	2897	4699
Lucro antes dos impostos	(129)	(193)	(147)	(408)	141
Lucro Líquido	(93)	(70)	(147)	(408)	108
LPA (R\$)	(0,02)	(0,02)	(0,03)	(0,09)	0,02
DPA líquido (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Valor patrimonial por ação	0,14	0,110	0,97	0,88	0,90

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 9,49 em 16 de dezembro de 2021.



Agenda

- 1. Recomendação
- 2. Ecosystema Nubank
- 3. Análise SWOT
- 4. Nubank x Inter
- 5. Valuation
- 6. Riscos



2. Ecossistema Nubank

Forte crescimento explicado por alto engajamento

 O ecossistema do nubank também oferece produtos e serviços de parceiros de mercado, como recargas de telefones celulares, remessas estrangeiras e produtos de empréstimos garantidos, todos sob a marca Nu e com a mesma experiência do cliente que os produtos proprietários.

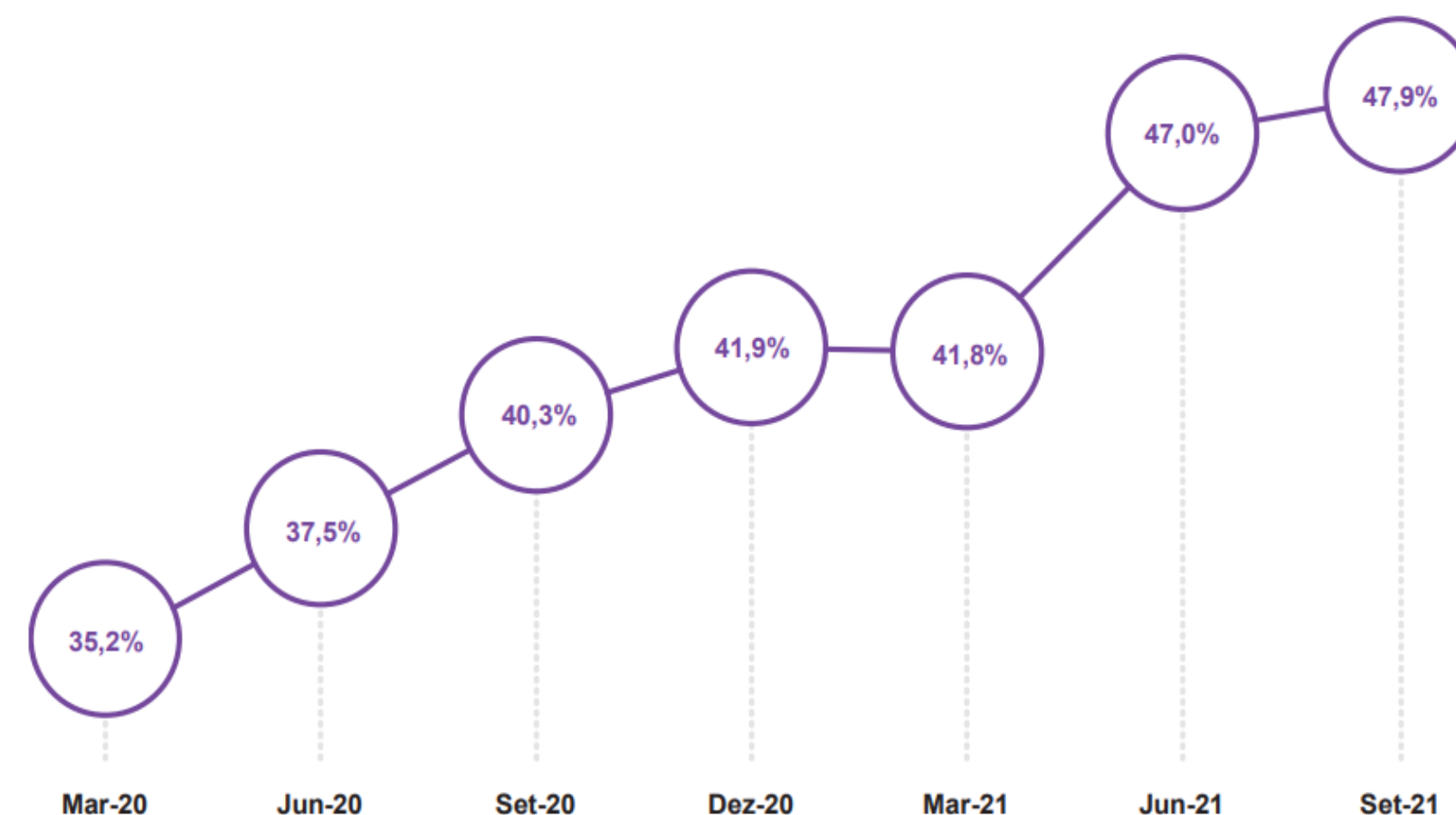
 Com base em pesquisas internas e análises da consultoria Oliver Wyman, em 30 de setembro de 2021, 59% dos clientes do Nubank tinham menos de 35 anos, em comparação com 30% dos bancos tradicionais. Além disso, 81% dos clientes tinham menos de 45 anos, contra 52% dos bancos incumbentes. O Nubank acredita que ter uma base de clientes mais jovem abre uma oportunidade de crescer com seus clientes que estão nos estágios iniciais de sua jornada financeira.

 Crescendo em impressionantes 2,1 milhões de clientes por mês, o Nubank atingiu uma base total de clientes de 48,1 milhões de consumidores individuais e PMEs, 9x maior do que Set/18, o que significa um CAGR de 3 anos de 110%. Em setembro de 2021, o Nubank atingiu 35 milhões de clientes ativos, definidos como todos os clientes que geraram receita nos últimos 30 dias corridos. Também desenvolveu uma estratégia para cultivar relacionamentos com os clientes para promover novas referências e taxas mais altas de depósito e gastos.

 Como resultado, o grupo: (i) Adquiriu 80-90% de seus clientes organicamente, em média, desde o início, seja por meio de propaganda boca a boca ou referências diretas não pagas de um cliente existente, sem incorrer em despesas diretas de marketing, (ii) registrou NPS impressionante de 90 no Brasil e 94 no México, e (iii) tornou-se o relacionamento bancário primário para mais de 50% dos clientes ativos que estiveram no Nubank por pelo menos 12 meses em 30 de setembro de 2021. Relacionamento bancário primário refere-se aos clientes ativos que tinham pelo menos 50% de sua renda mensal depois dos impostos passando por meio de sua NuConta em um determinado mês.

 O Nubank calcula o engajamento do cliente como a proporção de clientes ativos diários (definido aqui como o número de clientes brasileiros que abriram seu aplicativo ou realizaram uma transação com cartão durante o dia) para clientes ativos mensais (definido aqui como o número de clientes brasileiros que abriram o aplicativo ou realizaram uma transação com cartão nos últimos 28 dias). O gráfico abaixo mostra a evolução do envolvimento do cliente nos períodos apresentados, indicando que o Nubank se tornou parte integrante do estilo de vida de seus clientes. Em 30 de setembro, aproximadamente 53% de todos os clientes no Brasil tinham depósitos no Nubank, indicando também um forte engajamento.

Gráfico 1: Percentual de usuários médios diários (DAU) por usuários médios mensais (MAU)



2. Ecossistema Nubank

Baixo CAC com margem de contrinuição crescente



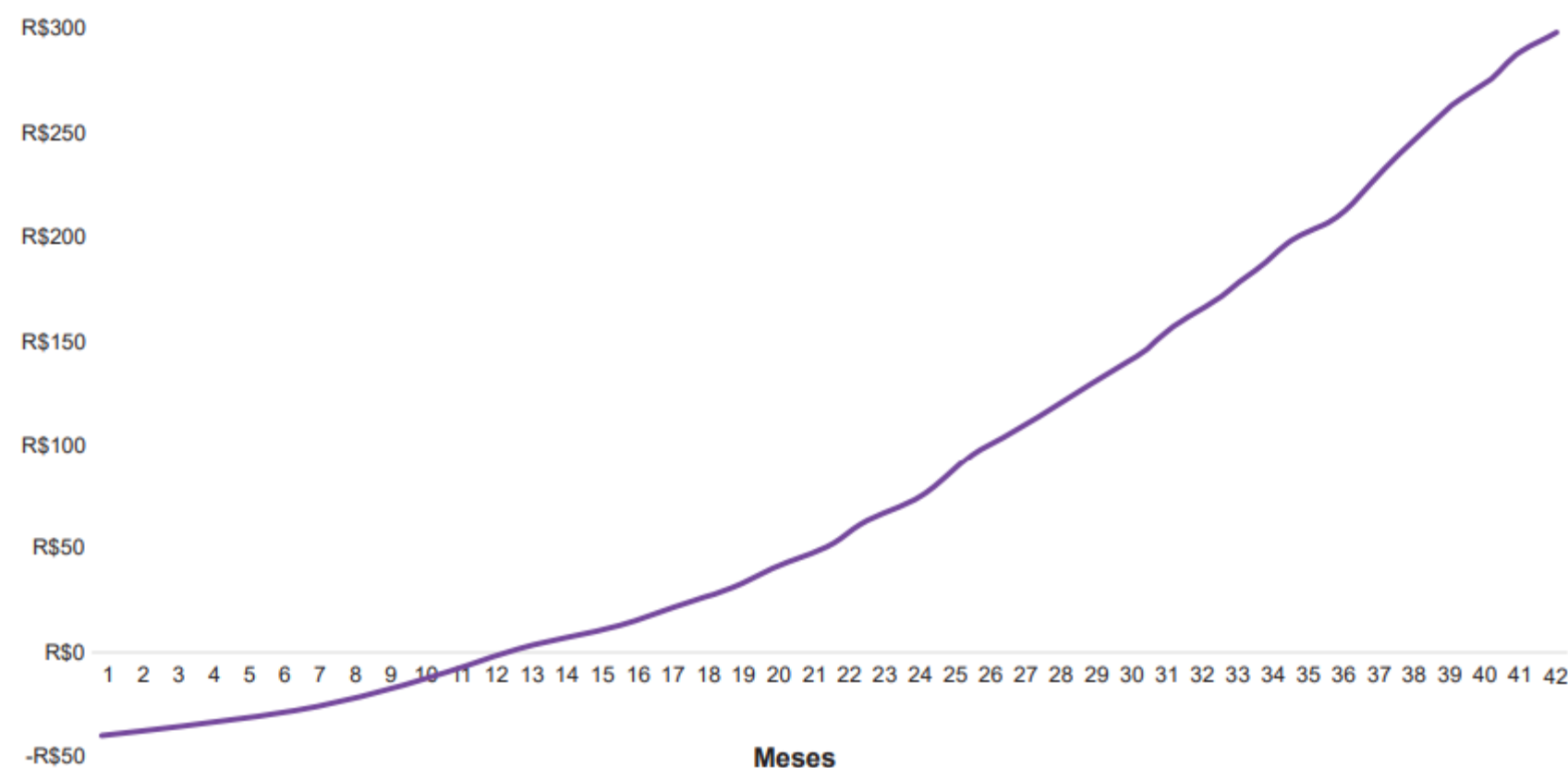
Em termos de economia unitária, o Nubank estima que sua relação LTV/CAC pode ultrapassar 30x, principalmente devido a: (i) Aquisição de clientes organicamente a um CAC baixo: Para 9M21, o CAC foi de US\$ 5,0 por cliente, dos quais marketing pago representou “apenas” ~20%. O Nubank acredita que seu CAC é um dos mais baixos entre as empresas de fintech de consumo do mundo, graças ao seu forte modelo orgânico de aquisição de clientes.

(ii) Forte receita média mensal por cliente ativo (ou ARPAC mensal): No geral, o ARPAC mensal foi de aproximadamente US\$ 4,9 nos 9M21, mas para clientes que estavam ativos em produtos principais, incluindo cartões de crédito, NuConta e empréstimos pessoais, ARPAC mensal variou de US\$ 23 até US\$ 34 em setembro de 2021.

- O grupo acredita que a receita média mensal por cliente de varejo ativo para bancos incumbentes no Brasil foi aproximadamente 10 vezes maior do que a do Nubank no 1S21. Embora esses níveis possam não ser alcançados porque a grande maioria dos produtos do Nubank não tem taxas, o grupo espera aumentar o ARPAC mensal significativamente ao longo do tempo (i) capturando uma maior participação na carteira do cliente nos produtos atuais dos clientes; e (ii) com venda cruzada de produtos adicionais para clientes existentes.

O gráfico a seguir reforça as ideias mencionadas acima, mostrando uma tendência de aumento da margem de contribuição acumulada menos o custo de aquisição do cliente.

Gráfico 2: Margem de contribuição cumulativa menos o custo de aquisição dos clientes (US\$)



2. Ecossistema Nubank

Aceleração do crescimento com aquisições de clientes organicamente

 O Nubank é uma das maiores plataformas de banco digital do mundo, com 47 milhões de clientes individuais e quase 1,1 milhão de clientes PMEs. A empresa desenvolveu soluções financeiras sob um grande ecossistema que consiste em: gastos com cartões de crédito e débito, contas de poupança, soluções de investimento, empréstimos e produtos de seguro.

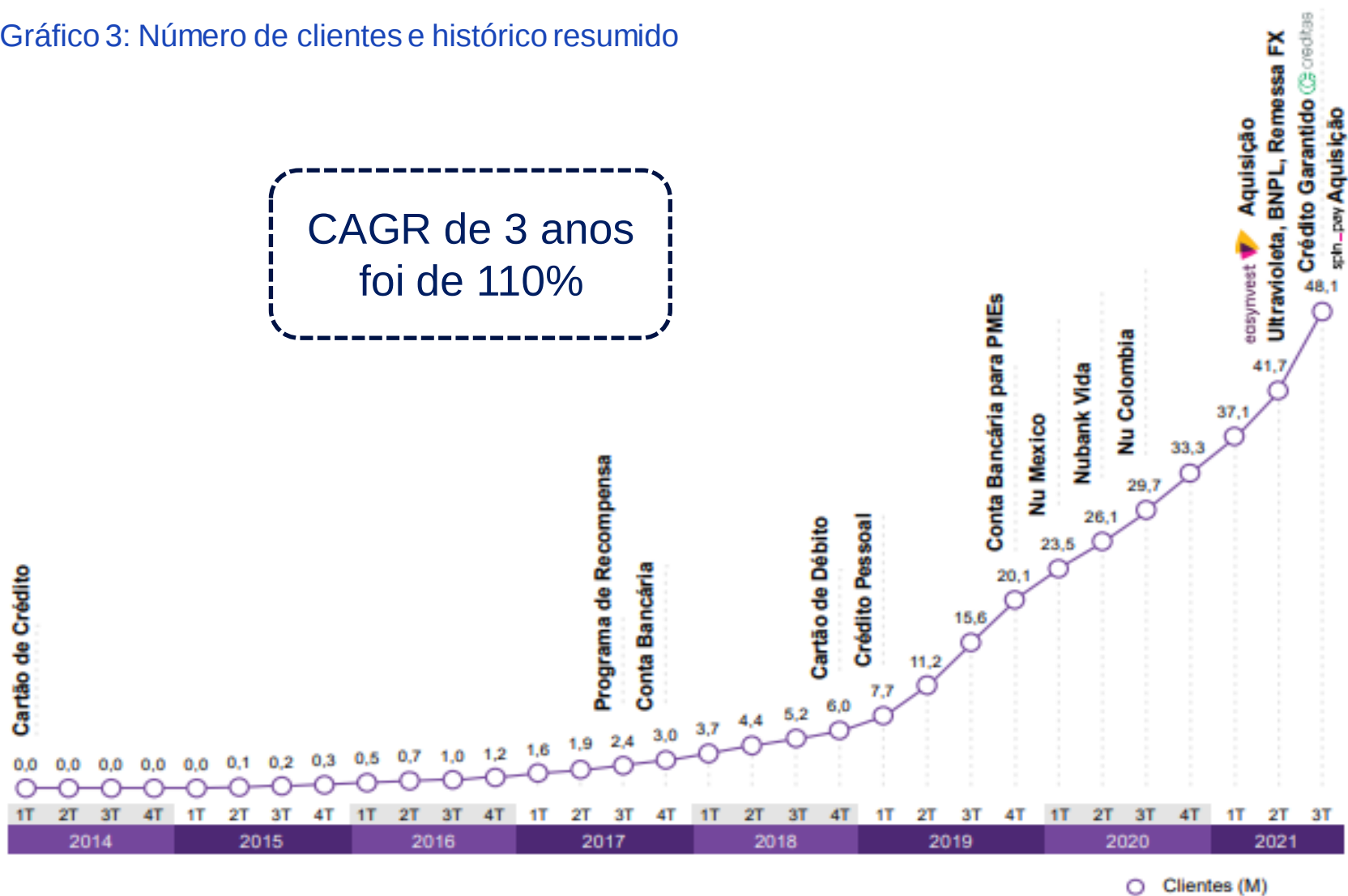
Figura 1: Ecossistema Nubank



 Com uma marca forte e uma estratégia centrada no cliente, o Nu conseguiu adquirir cerca de 80 a 90% de sua base de clientes organicamente e se diferenciar da indústria com um melhor custo para servir. Usando análise de dados para originar crédito, os índices de empréstimos não performados (NPL) do Nu estão abaixo da média do setor financeiro em todos os segmentos de renda.

 O banco está investindo em aquisições com o objetivo de aprimorar sua plataforma e aumentar a oferta de produtos para seus clientes. Algumas das fusões e aquisições que merecem destaque são as aquisições de: Easynvest, Cognitect, Juntos, Spin Play e Olivia.

Gráfico 3: Número de clientes e histórico resumido



2. Ecossistema Nubank

Mercado endereçável total

O mercado endereçável total do Nu, ou "TAM", representa a oportunidade potencial total em toda a América Latina, incluindo a receita do mercado, definida como taxas de juros provenientes do volume bruto de mercadoria (GMV) do mercado de comércio eletrônico. Os serviços financeiros de varejo e a oportunidade de receita de mercado totalizaram US\$ 186 bilhões em 2020 e está projetada para crescer a um CAGR de 8% para US\$ 269 bilhões em 2025, de acordo com o Relatório da consultoria Oliver Wyman.

De acordo com a Oliver Wyman, o crédito de varejo para pessoas físicas e pequenas e médias empresas representou aproximadamente 75% do pool de receitas de serviços financeiros de varejo em 2020, com projeção de apresentar um CAGR de 6% até 2025. Este é o segmento onde o Nubank acredita ter fortes vantagens competitivas como resultado de suas capacidades superiores de aquisição de clientes, dado custos mais baixos e amplo financiamento. A parcela desse pool de receitas de comissões (que é composta por cartões, investimentos, corretora de seguros e marketplace), representa 25% atualmente, e é projetada para crescer a um CAGR de 11% de 2020 a 2025. Nesse sentido, O Nubank tinha apenas uma participação de mercado de 0,2% em 2020 desse pool de receita de crédito de varejo, e esperamos que atinja 3,5% em 2025.

Gráfico 4: Mercado endereçável (US\$ Bi)

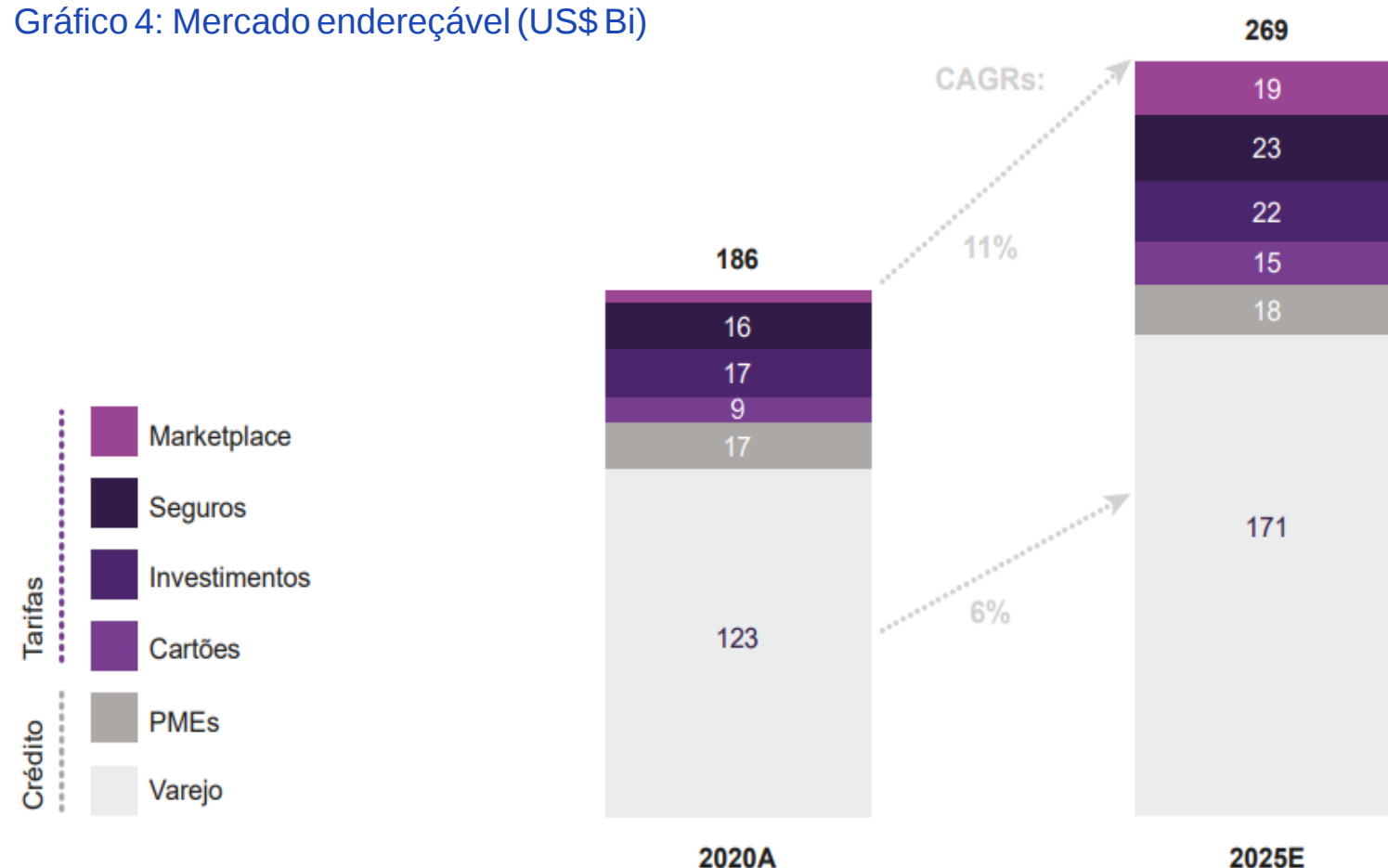
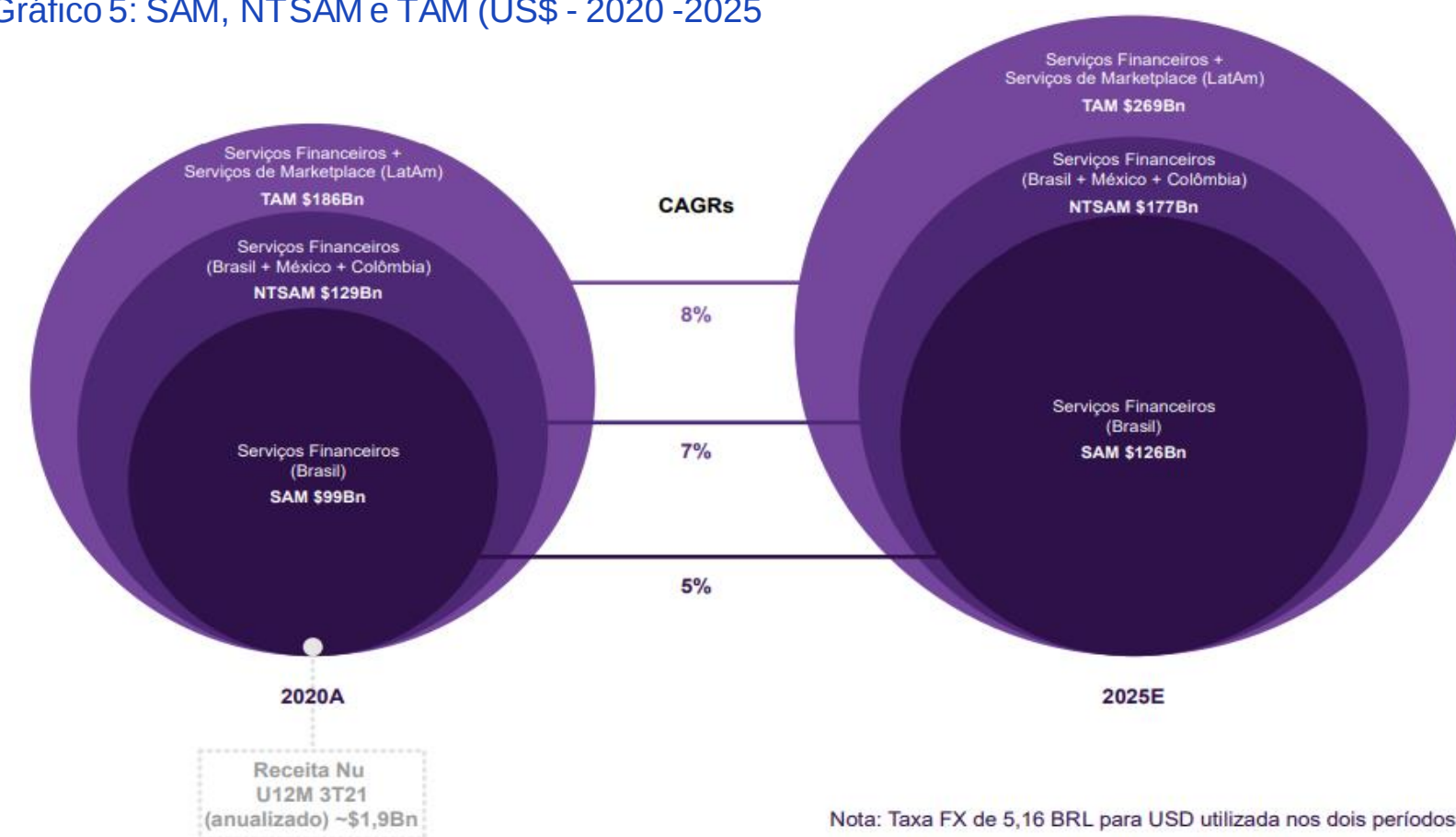


Gráfico 5: SAM, NTSAM e TAM (US\$ - 2020 -2025)



2. Ecossistema Nubank

Nubank apresentou o NPS mais alto entre os bancos pesquisados

 Publicamos um relatório em agosto, onde comparamos os níveis de NPS de alguns dos neobanks e incumbentes mais importantes. Para tornar a comparação o mais justa possível, estabelecemos uma estrutura comum, utilizando uma avaliação de terceiros (SoluCX) para questionar clientes das principais instituições e, portanto, obter números comparáveis.

1- A pergunta #1 mede “*share of mind*”, indicando quais marcas são mais populares entre os entrevistados. Como mostra o gráfico 2, as marcas mais conhecidas são Itaú, Bradesco e Santander, os três grandes bancos incumbentes (privados) no Brasil.

2- De acordo com os dados abaixo, os bancos com maior NPS foram o Nubank e o Banco Inter, com 69,4 e 52,6 pontos.

3 e 4 - Para compreender melhor as pontuações de cada instituição, observamos que as percepções dos respondentes sobre a qualidade e eficiência do serviço refletem, de forma muito proporcional, as pontuações do NPS (tabelas 3-4). Bancos e instituições financeiras conhecidos pela eficiência e qualidade do serviço geralmente apresentam pontuações de NPS mais altas.

Gráfico 6: Share of Mind

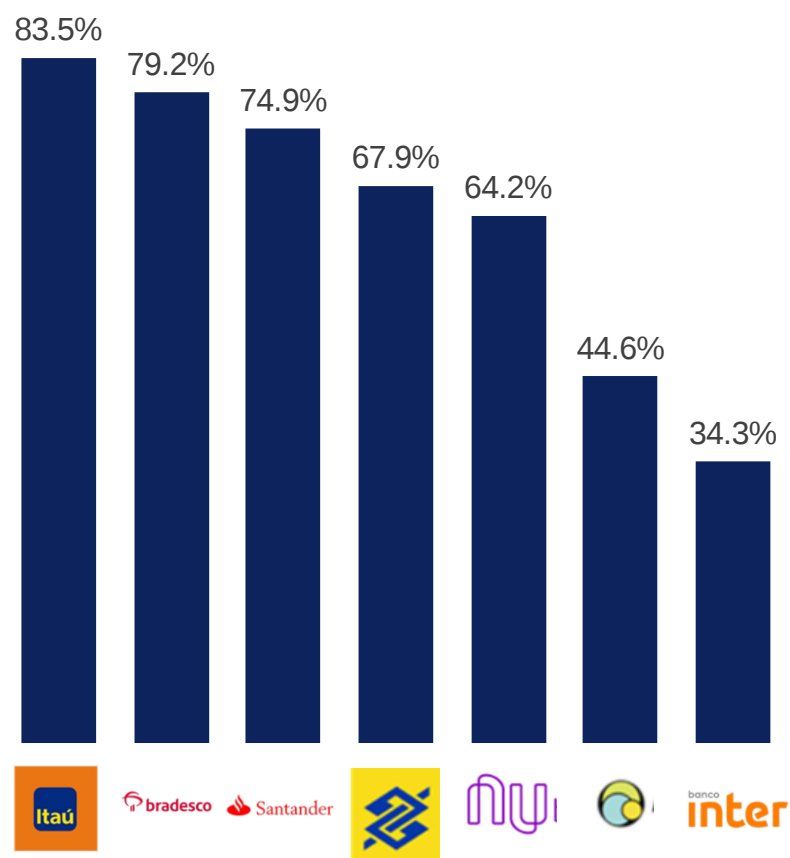


Gráfico 7: NPS

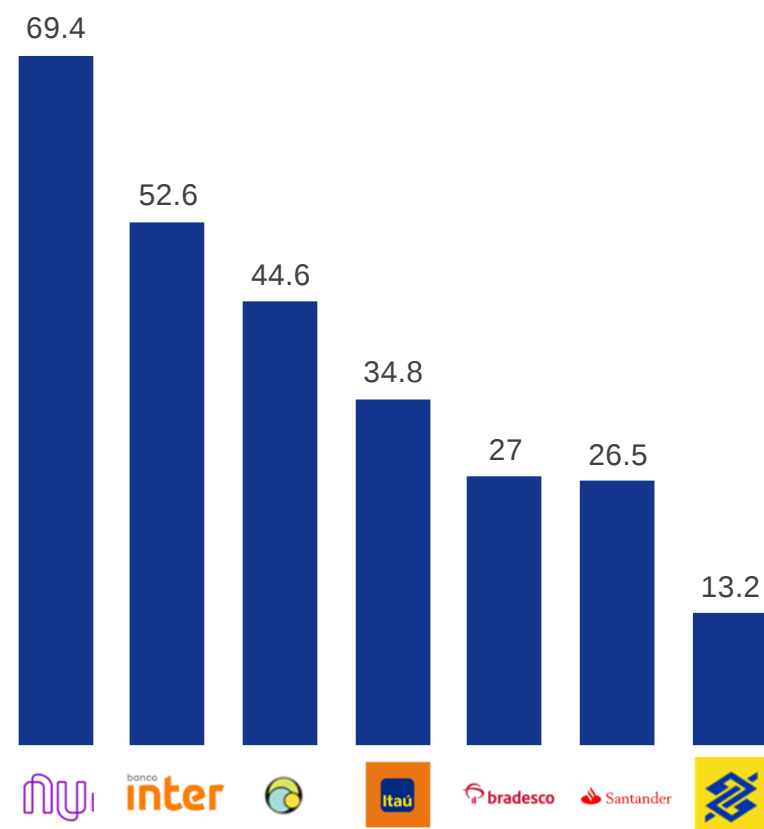


Gráfico 8: Ranking de eficiência do serviço

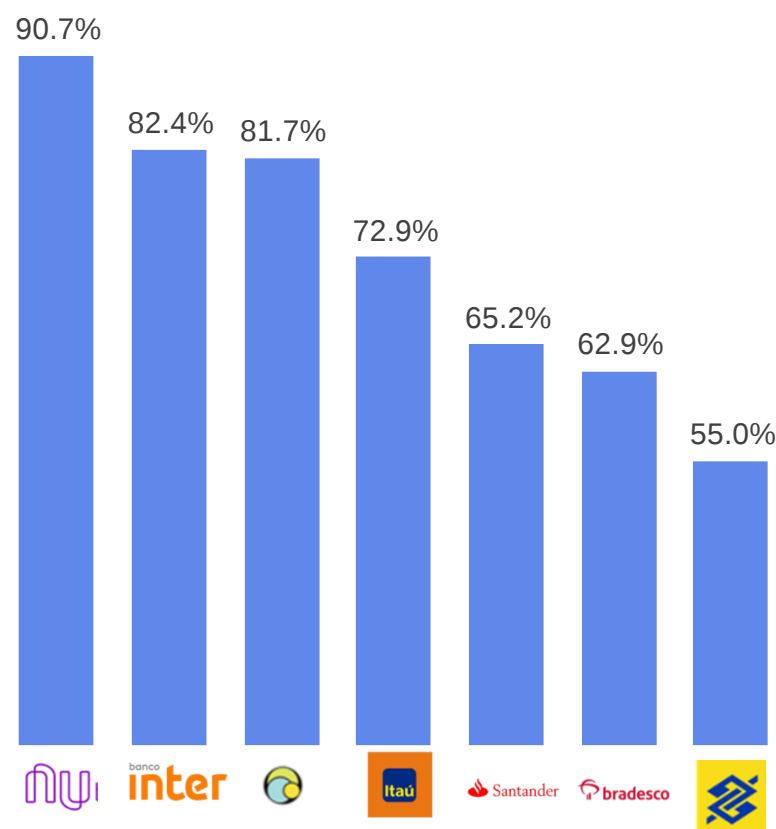
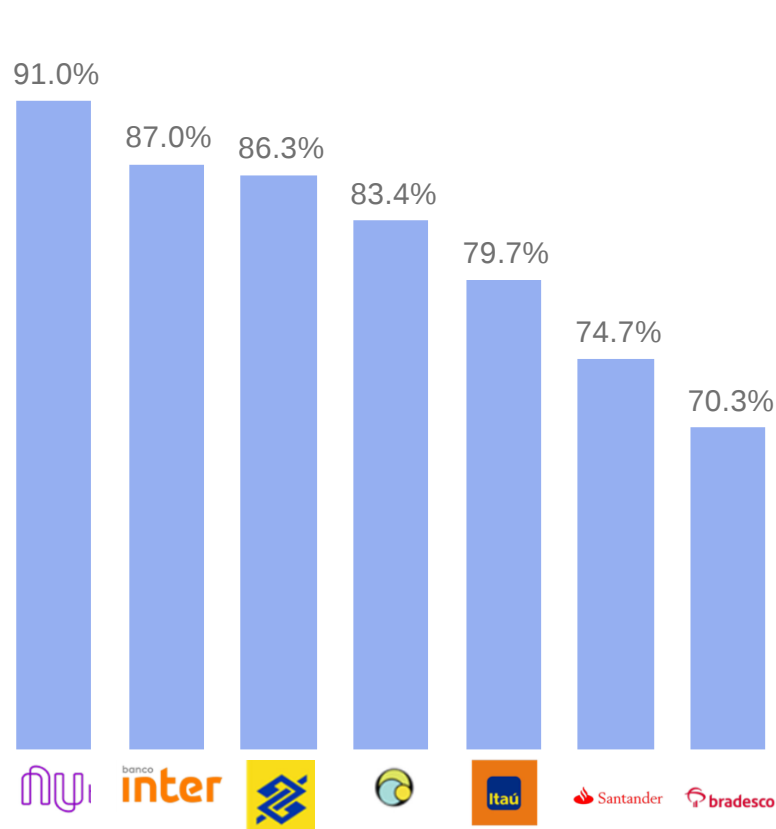


Gráfico 9: Ranking de qualidade do serviço



2. Ecossistema Nubank

Principais números

Nubank pretende ser a melhor fintech do mundo (não apenas LatAm), o que pode significar que aspira ir além da América Latina. Veléz mencionou em um podcast recente que se tornar global (provavelmente mais em direção aos mercados emergentes) era uma possibilidade. Se for esse o caso, o TAM (mercado endereçável total) pode crescer muito mais.

Tabela 2: Demonstração de resultados e abertura da receita

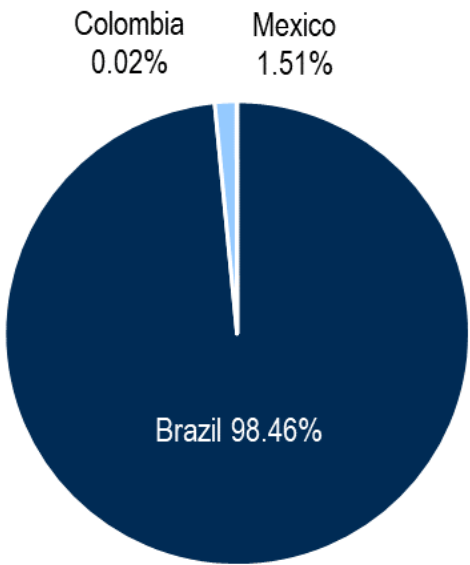
Demonstração do resultado (US\$m)	9m21	9m20	9m21 / 9m20	2020	2019	2018	20/19	19/18
Receita financeira e ganhos/(perdas) com instrumentos finan	607.2	293.3	107%	382.9	337.9	161.6	13%	109%
Receitas com serviços e comissões	454.9	241.3	89%	354.2	274.2	157.3	29%	74%
Resultado bruto da intermediação financeira	1,062.1	534.6	99%	737.1	612.1	318.9	20%	92%
despesas com juros e outras despesas financeiras	(190.4)	(82.6)	131%	(113.9)	(109.7)	(45.4)	4%	142%
Despesas transacionais	(84.7)	(87.6)	-3%	(126.8)	(79.3)	(43.2)	60%	84%
Despesas de provisões	(281.0)	(113.8)	147%	(169.5)	(175.2)	(118.6)	-3%	48%
Lucro Bruto	506.0	250.6	102%	326.9	247.9	111.7	32%	122%
Suporte com cliente e operações	(124.7)	(95.5)	31%	(124.0)	(115.6)	(46.7)	7%	148%
Despesas gerais e administrativas	(404.7)	(184.4)	119%	(266.0)	(199.9)	(84.7)	33%	136%
Despesas de marketing	(45.1)	(11.5)	292%	(19.4)	(41.8)	(6.4)	-54%	553%
Outras receitas / (despesas)	(13.2)	(25.4)	-48%	(9.5)	(19.9)	(7.3)	-52%	173%
Total OPEX	(587.7)	(316.8)	86%	(418.9)	(377.2)	(145.1)	11%	160%
Custos financeiros	-	(13.2)	n.a	(101.2)	-	-	n.a	n.a
Lucro (perdas) antes dos impostos	(81.7)	(79.4)	3%	(193.2)	(129.3)	(33.4)	49%	287%
Impostos atuais	(150.1)	(9.1)	1549%	(22.3)	(3.6)	(15.5)	519%	-77%
Impostos diferidos	132.7	24.1	451%	44.0	40.4	20.3	9%	99%
Lucro líquido (prejuízo) do período	(99.1)	(64.4)	54%	(171.5)	(92.5)	(28.6)	85%	223%

Tabela 3: Métricas operacionais e principais números do balanço patrimonial

KPIs (US\$mn)	9m21	9m20	9m21 / 9m20	2020	2019	2018	20/19	19/18
Métricas de clientes								
Números de clientes	48.1	29.7	62%	33.3	20.1	6.0	66%	235%
Cientes ativos mensair	35.3	18.6	90%	21.8	12.1	5.1	80%	137%
Taxa de atividade	73%	63%	10pp	66%	61%	84%	8%	-27%
Volume de compra (US\$bn)	29.4	14.9	97%	22.5	17.1	9.6	32%	78%
Receita mensal média por cliente (US\$)	4.1	3.9	5%	3.6	5.9	7.0	-39%	-16%
Custom ensal médio por cliente (US\$)	0.8	1.3	-38%	1.2	1.9	2.0	-37%	-5%
Carteira de clientes								
Depósitos (US\$bn)	8.1	4.1	98%	5.6	2.7	0.6	107%	350%
Portfólio sujeito a ganhos de juros (US\$bn)	1.4	0.4	277%	0.5	0.4	0.2	25%	100%
Balanço Patrimonial								
Ativos totais	14,926.1	n.a	n.a	10,154.4	6,760.0	2,785.8	50%	143%
Passivos totais	13,020.7	n.a	n.a	9,716.2	6,147.8	2,489.1	58%	147%
Patrimônio líquido	1,905.4	n.a	n.a	438.1	612.2	296.7	-28%	106%

Receita Total (US\$ Milhões)	9M21	9M20	Var. (%)
Receita Financeira - Cartão de crédito	245.2	169.5	44.7%
Receita Financeira - Empréstimos	161.2	22.2	626.1%
Receitas Financeiras - outros ativos ao custo amortizado	41.4	27.9	48.4%
Receita financeiras em instrumentos financeiros avaliados ao valor jus	159.4	73.7	116.3%
Receita Fin. total e ganhos (perdas) em inst. financeiros	607.2	293.3	107.0%
Tarifas de intercâmbio	321.5	172.5	86.4%
Tarifas de recarga	32.1	8.6	273.3%
Tarifas com rewards	21.0	17.5	20.0%
Tarifas de atrasos	34.3	23.0	49.1%
Outras receitas	45.9	19.7	133.0%
Receitas totais com tarifas e comissões	454.8	241.3	88.5%
Receita total	1,062.0	534.6	98.7%

Gráfico 10: Composição da receita do Nubank por região – 9M21



2. Ecossistema Nubank

Estrutura acionária e governança

Tabela 4:Estrutura acionária pré-oferta

Diretores e conselheiros	Pre-offer				
	Ações ordinárias - Classe A		Ações ordinárias - Classe B		Participação Econômica
	Número	%	Número	%	
David Vélez Osorno	-	-	992,000,922	86.2%	75.8%
Cristina Helena Zingaretti Junqueira	4,492,107	0.1%	122,491,644	10.7%	2.9%
Entidades afiliada com a Sequoia Capital	790,950,378	25.0%	-	-	3.0%
Entidades afiliadas com a DST	415,339,300	13.1%	-	-	1.6%
Entidades afiliadas com Tencent	281,732,604	8.9%	-	-	0.2%
Tiger Global Private Investment Partners IX LP	250,351,476	7.9%	-	-	0.7%
Outros	1,418,205,815	44.9%	35,752,548	3.1%	5.4%
Total	3,161,071,680		1,150,245,114		100.0%

Tabela 5:Estrutura acionária pós-oferta

Diretores e conselheiros	Post-offer				
	Ações ordinárias - Classe A		Ações ordinárias - Classe B		Participação Econômica
	Número	%	Número	%	
David Vélez Osorno	-	-	992,000,922	86.2%	75.0%
Cristina Helena Zingaretti Junqueira	4,492,107	0.1%	122,491,644	10.7%	9.3%
Entidades afiliada com a Sequoia Capital	790,950,378	22.9%	-	-	3.0%
Entidades afiliadas com a DST	415,384,896	12.0%	-	-	1.6%
Entidades afiliadas com Tencent	42,410,178	1.2%	-	-	0.2%
Tiger Global Private Investment Partners IX LP	193,094,112	5.6%	-	-	0.7%
Free Float	289,150,555	6.3%	-	-	1.1%
Outros	1,714,740,009	49.7%	35,752,548	3.1%	9.2%
Total	3,450,222,235		1,150,245,114		100.0%

Tabela 6: Conselho de administração

Conselho de administração	Idade	Posição
David Vélez Osorno	40	Fundador, presidente do conselho de administração e CEO
Douglas Mauro Leone	64	Conselheiro
Anita Sands	45	Conselheiro
Daniel Krepel Goldberg	45	Conselheiro
Luis Alberto Moreno Mejía	68	Conselheiro
Jacqueline Dawn Reses	51	Conselheiro
Larissa de Macedo Machado (Anitta)	28	Conselheiro
Rogério Paulo Calderón Peres	59	Conselheiro
Muhtar Ahmet Kent	68	Conselheiro

Tabela 7: Diretores executivos

Diretores executivos	Idade	Posição
David Vélez Osorno	40	Fundador e CEO
Guilherme Marques do Lago	42	CFO
Cristina Helena Zingaretti Junqueira	39	Fundadora e CEO da operação Brasil
Youssef Lahrech	47	COO
Jagpreett Singh Duggal	48	CPO
Henrique Camossa Saldanha Fragelli	44	CRO
Renee Grace Mauldin Atwood	42	CPO
Matt Swann	50	CTO
Vitor Guarino Olivier	32	Vice-presidente de operação e plataformas

Figura 2: Estrutura corporativa



Agenda

- 1. Recomendação
- 2. Ecossistema Nubank
- **3. Análise SWOT**
- 4. Nubank x Inter
- 5. Valuation
- 6. Riscos



3. Análise SWOT

A história é convincente, porém existem desafios...



Seu CAC/CTS estruturalmente mais baixo é uma vantagem competitiva chave. Com isso, o Nu ainda pode ser lucrativo mesmo levando em consideração tíquetes muito baixos. Ele também mostrou NPLs melhores do que seus pares, sugerindo que foi capaz de selecionar os melhores clientes. O ARPU é atualmente muito mais baixo do que o dos bancos incumbentes, mas deve aumentar à medida que sua base de clientes amadurece (dados demográficos positivos) e adiciona novos produtos e geografias. A base muito grande, o ARPU crescente e a eficiência excelente podem levar a um grande salto no ROE.

Figura 3: Análise SWOT do Nubank



Abordaremos alguns pontos da matriz acima, em maior detalhe na sequência do relatório...

3. Análise SWOT

Alto engajamento da sua base de clientes



Strengths

01

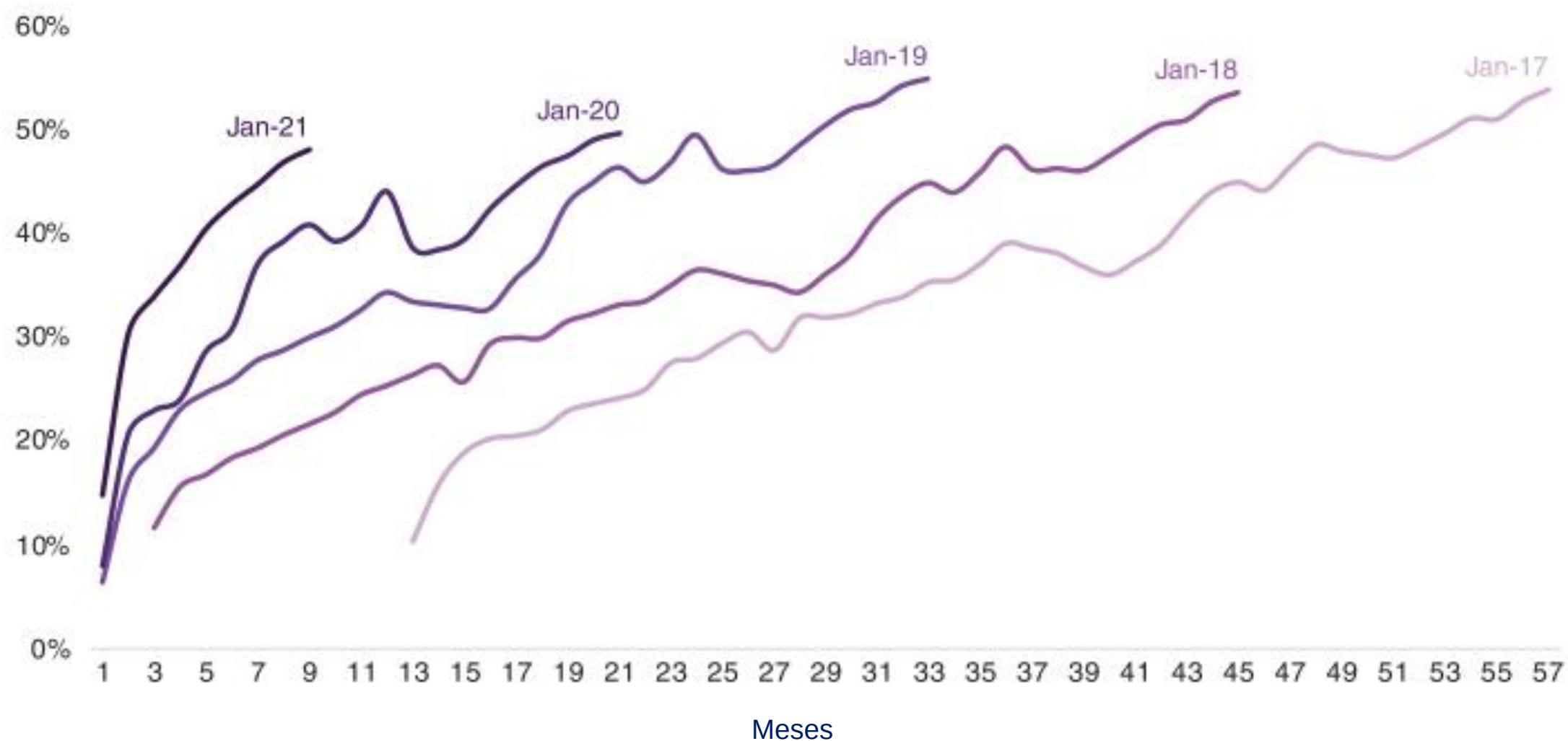
1. Marca forte, time forte e alto NPS
2. Alto engajamento da sua base de clientes
3. Baixo CAC e CTS com espaço para melhorar o ARPU
4. NPLs menor do que a media da indústria

1.2 Alto engajamento da sua base de clientes

No 3T21, o Nubank era o banco principal para mais de 50% dos clientes ativos contratados há mais de 12 meses. O grupo define clientes ativos como aqueles que têm pelo menos 50% de sua receita mensal pós-impostos (excluindo transferências para si próprios) entrando ou saindo de sua NuAccount em um determinado mês.

- (i) Dentro de cada cohort, pelo menos 40% dos clientes ativos têm um relacionamento bancário primário com o Nubank;
- (ii) Cada cohort atingiu o patamar de 40% em velocidades progressivamente mais rápidas. O cohort de janeiro de 2019 levou 19 meses, enquanto janeiro de 2020 levou 9 meses e 5 meses em janeiro de 2021.

Gráfico 11: Percentual de clientes utilizando a NuConta como conta principal



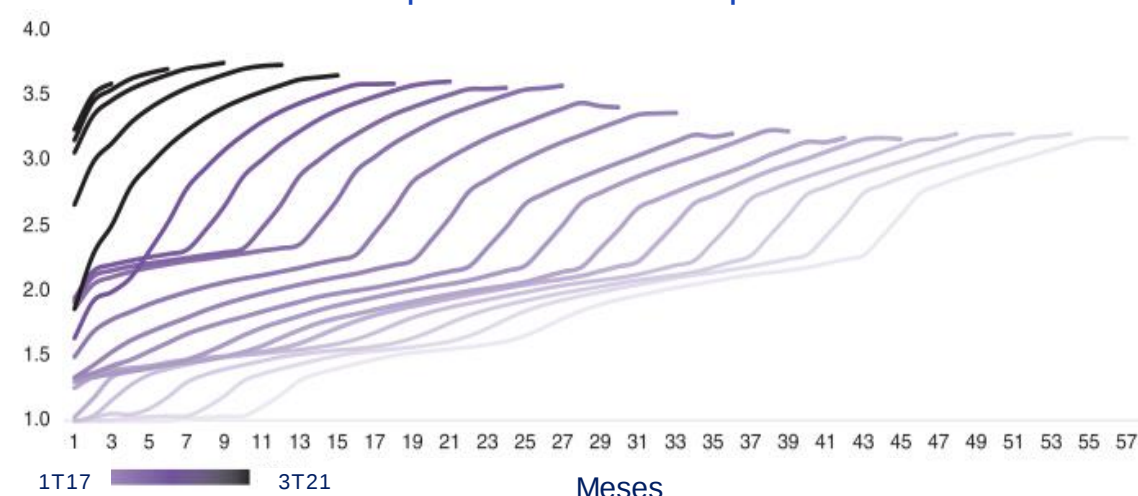
3. Análise SWOT

1.2 Alto engajamento da sua base de clientes (continuação)



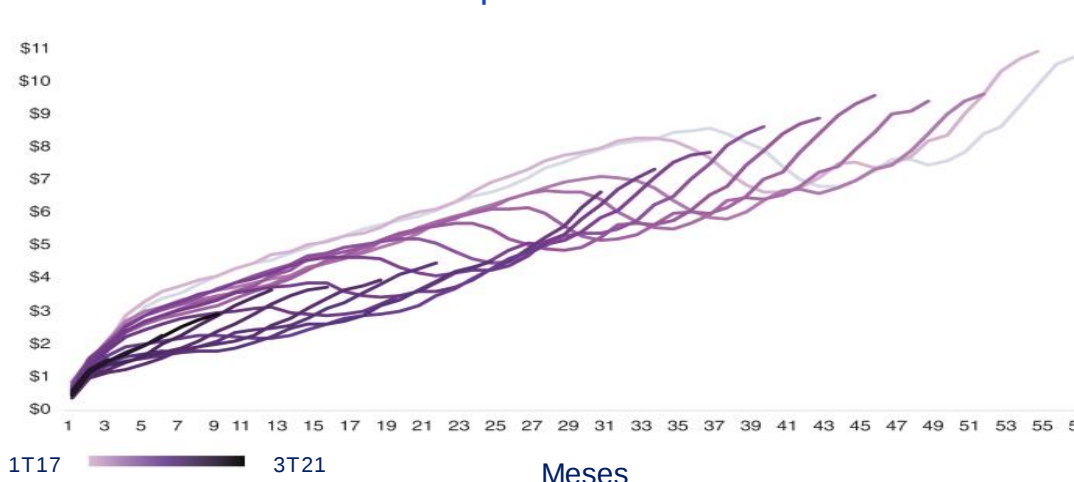
O próximo gráfico mostra a quantidade de produtos por cliente ativo para cada coorte trimestral a partir do 1T17. Apesar de começar com um único produto, as primeiras coortes eventualmente adotaram vários produtos e estavam usando aproximadamente três produtos no 3T21. As últimas coortes estão começando com cerca de três produtos nos primeiros meses.

Gráfico 12: Número de produtos utilizados por cohort



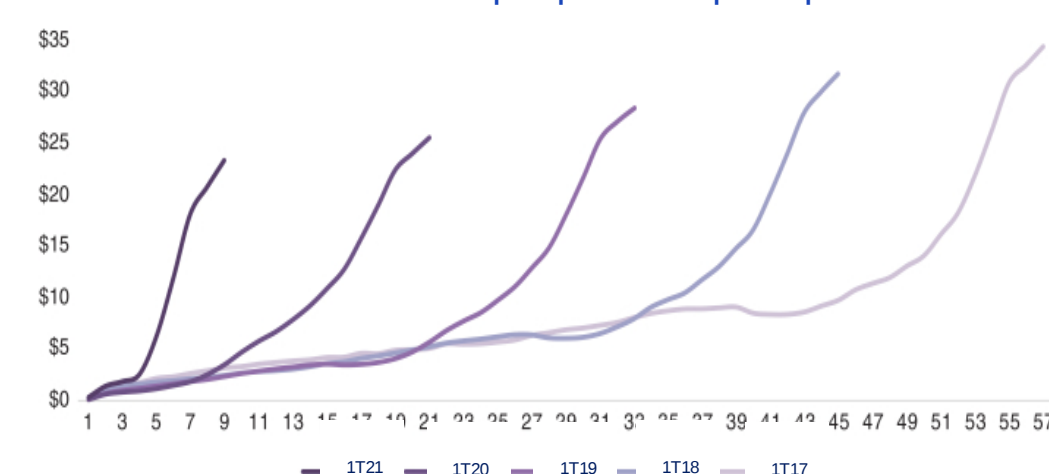
O ARPAC (receita média por cliente ativo) mensal diminuiu à medida que a base de clientes cresceu substancialmente nos últimos três anos, aumentando a relevância dos clientes recém-adicionados. Esses novos clientes geralmente têm linhas de crédito menores e gastos iniciais mais baixos, o que significa que o ARPAC mensal é naturalmente menor no início.

Gráfico 13: ARPAC mensal por cohort



Os cohorts do primeiro trimestre de 2017 a 2020 têm ARPAC mensal variando de US\$ 23 a mais de US\$ 34 em setembro de 2021. O ARPAC mensal aumentou substancialmente nos últimos meses, uma vez que Nubank começou a oferecer acesso a empréstimos pessoais em junho de 2020. Clientes com empréstimos representavam 4,0% da base ativa de clientes no 3T21. Com o Lançamento de novos produtos de crédito, o ARPAC tende a aumentar

Gráfico 14: ARPAC mensal por produtos principais



Além disso, uma comparação muito comum que os investidores costumam usar ao avaliar um banco é sua base de clientes, usando-a como uma métrica para compará-la com outros concorrentes. No entanto, ter 48,1 milhões de clientes não significa necessariamente que o Nubank valha mais do que um NeoBank que tem um terço de sua base, por exemplo. Isso porque essa comparação não é tão simples quanto parece, dada a necessidade de se levar em consideração o perfil do cliente (idade, nível social e de renda) e a capacidade de induzir mudanças de hábitos no mercado que apenas uma instituição que atende aproximadamente 25% da população brasileira possui (e cerca de 35 milhões de clientes ativos).



Só para citar um exemplo, com o surgimento de novos métodos de pagamento como o “PIX Parcelado”, poderíamos concluir que se o Nubank focar sua estratégia em se tornar o player mais relevante na iniciação deste tipo de pagamento, isso levará automaticamente a conversão de aproximadamente 50 milhões de clientes em potencial comprando por outros métodos, o que definitivamente impactará a maneira como as pessoas completam as transações, levando a uma mudança no mix de receita proveniente de cartões em instituições financeiras. Isso certamente representa um risco positivo para a tese.

3. Análise SWOT

NPLs menores do que a média da indústria



Strengths

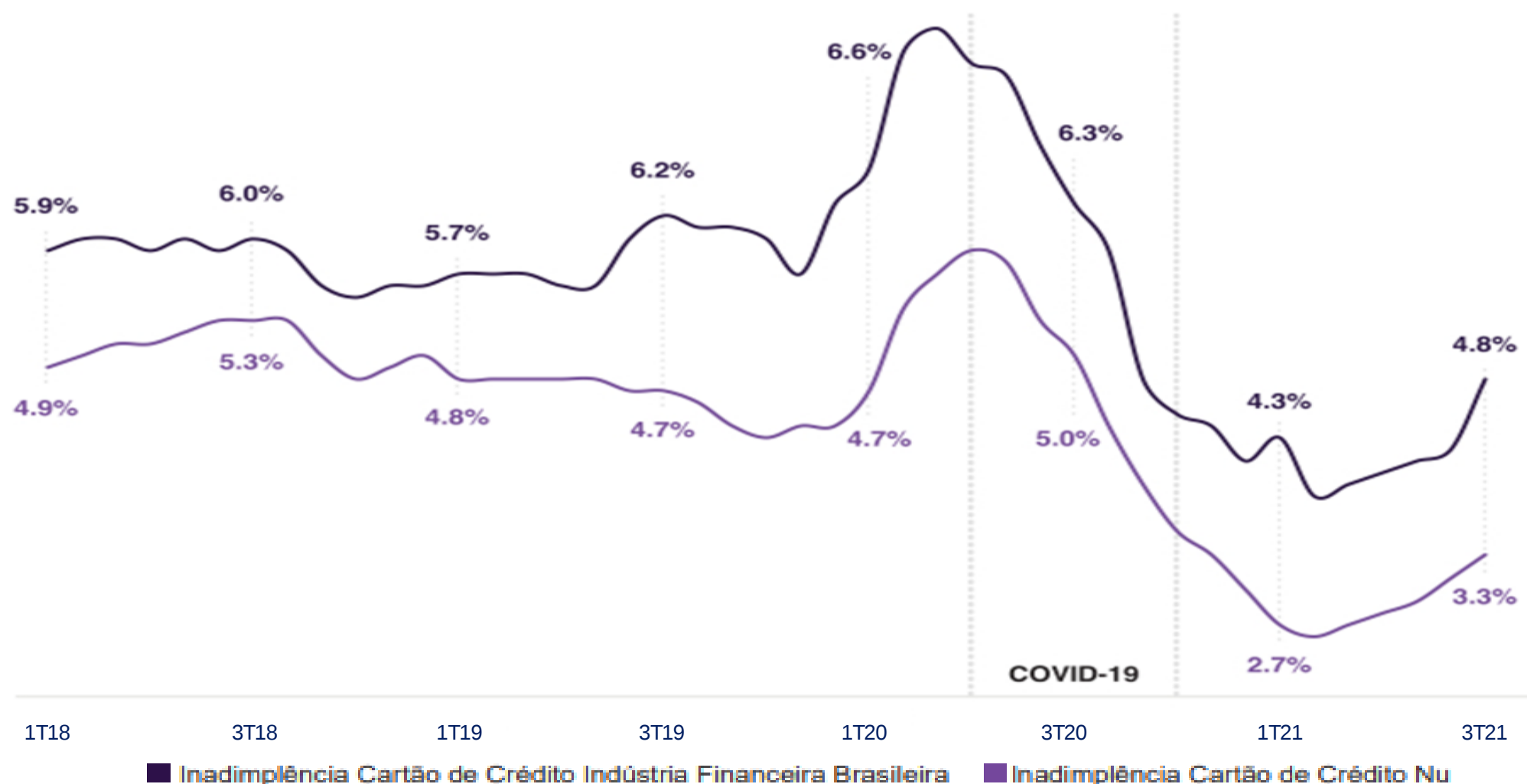
01

1. Marca forte, time forte e alto NPS
2. Alto engajamento da sua base de clientes
3. Baixo CAC e CTS com espaço para melhorar o ARPU
4. NPLs menores do que a média da indústria

1.4 NPLs menores do que a média da indústria

O Nubank conseguiu registrar NPLs mais baixos do que a média do setor. Comparando seu índice histórico de inadimplência em 90 dias com a indústria brasileira de cartão de crédito, o banco digital apresentou consistentemente números mais baixos desde 2018 (4,9% vs. média da indústria de 5,9%) até os dias atuais (3,3% vs. média da indústria de 4,8%), conforme mostrado no gráfico abaixo.

Gráfico 15: Índice de inadimplência de 90 dias do cartão de crédito



3. Análise SWOT

1.4 NPLs menores do que a média da indústria (continuação)

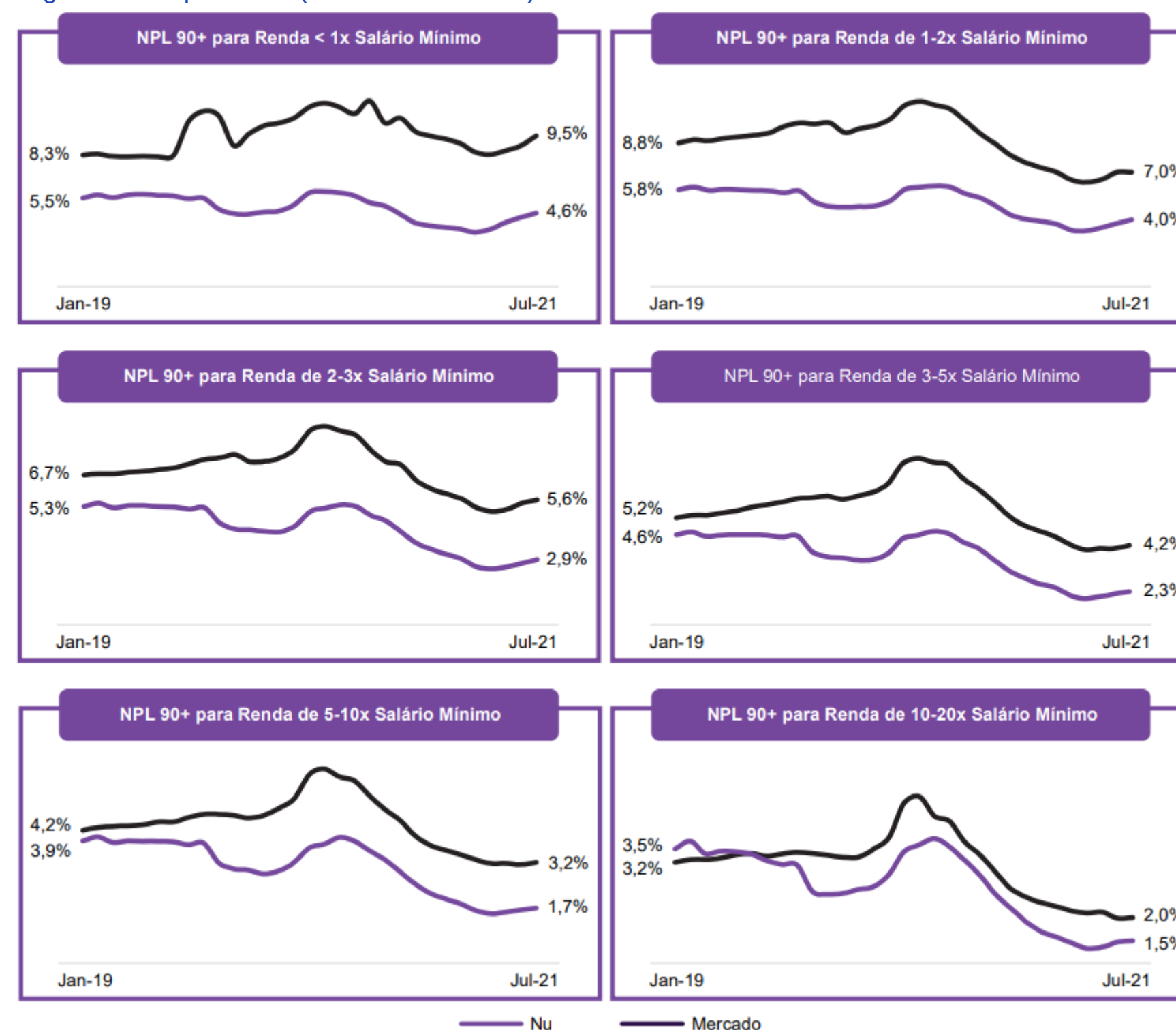
Nubank afirma que seu sucesso no controle dos NPLs vem de sua ferramenta de orientada por dados, que ajuda no processo de subscrição para reduzir o risco de fraude e, assim, diminuir o custo do risco. Para controlar os NPLs, a empresa também fornece limites mais baixos para novos clientes (considerados de maior risco) e aumenta gradualmente com base no histórico de cada indivíduo e perfil de uso.

Pode-se dizer que essa diferença em relação ao setor é explicada pelo perfil de renda dos clientes. No entanto, o grupo também revelou que seus NPLs também são melhores quando considerados os níveis de renda. Conforme apresentado nos gráficos abaixo, o Nubank tem um desempenho melhor do que a indústria em todas as faixas de renda e, quanto mais baixo for o nível de renda, maior será o spread entre o Nubank e os NPLs de 90 dias do mercado.

À medida que o grupo expande sua base de clientes e embarca indivíduos que não têm acesso a cartões de crédito, ele naturalmente precisará embarcar pessoas de baixa renda, aproximando seu perfil dos dados demográficos do país. Portanto, é provável que os NPLs aumentem e (com base nos NPLs divulgados por faixa de renda) o mesmo deve acontecer com a diferença de inadimplência entre o Nubank e o mercado.

Sempre ouvimos que o Nubank é ótimo em ciência de dados. Ele captura informações de uma forma muito eficiente e é capaz de usá-las muito rapidamente para tomar decisões. Construir a maior parte de seu sistema bancário básico do zero e trazer um grupo muito forte de cientistas de tecnologia/dados provavelmente ajudou consideravelmente.

Figura 4: NPL por renda (NuBank x Mercado)



Agenda

- 1. Recomendação
- 2. Ecossistema Nubank
- 3. Análise SWOT
- **4. Nubank x Inter**
- 5. Valuation
- 6. Riscos



4. Nubank x Inter

Comparação com principal competidor listado, em nossa opinião

 Comparar os principais KPIs e avaliações dos NeoBanks nunca é uma tarefa fácil, dadas as diferentes regiões e as informações disponíveis publicamente muito limitadas. Também não há muitos neobanks listados. De modo geral, as teses de investimento dos bancos digitais em todo o mundo ainda não estão totalmente consolidadas, ao contrário da indústria de pagamentos, por exemplo, que já apresenta muitas empresas listadas e lucrativas.



Dito isso, e embora existam diferenças, tendemos a acreditar que o Inter acaba sendo o par listado mais próximo ao Nubank no Brasil. Portanto, tentaremos apresentar algumas comparações entre Nubank e Inter.



Com uma capitalização de mercado de R\$ 27,9 bilhões, as ações do Inter têm apresentado forte desempenho desde seu IPO. Mas com o ambiente em deterioração no Brasil e a alta da taxa Selic, a ação caiu ~62% em relação ao pico de ~R\$ 85. As ações dispararam cerca de 20% em 1º de novembro, acreditamos devido ao lançamento do pedido de IPO de Nubank naquele dia.

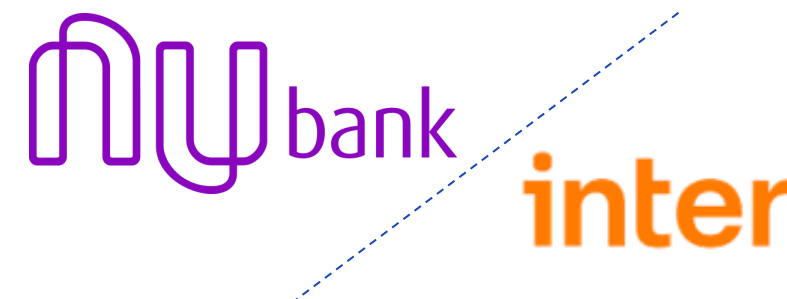


A SoluCX (empresa de tecnologia que realiza pesquisas de satisfação transacional) publicou uma pesquisa realizada em São Paulo entre 15 de abril de 2020 e 23 de junho de 2021, entrevistando >8 mil pessoas sobre suas opiniões de diversos incumbentes e neobancos. A pontuação mais alta do NPS foi para o Nubank (69), seguido pelo Banco Inter (53).



Abaixo, compartilhamos algumas comparações rápidas entre o Nubank e o Inter, com informações em dólares americanos.

- (i) Nubank tem receitas de intercâmbio ~50% mais altas por cliente do que Inter.
- (ii) Mas metade do NII por cliente, o que explica o menor ARPU.
- (iii) Os empréstimos por cliente são menores no Nubank, provavelmente devido ao mix de empréstimos diferente, que tem um número maior de clientes com exposição de crédito (~19 milhões vs. ~2 milhões no Inter).
- (iv) O Inter tem depósitos ~40% maiores por cliente.
- (v) Como resultado, o percentual empréstimo/depósito no Nubank é inferior ao do Inter (65% vs. 87% no 3T21).
- (vi) CAC é semelhante em cerca de US\$ 5, mas o Nubank gasta (proporcionalmente) menos em marketing, com apenas 20% indo para marketing pago.
- (vii) Mesmo com o produto de cartão de crédito rodando em ~80% dos empréstimos no Nubank (vs. ~30% no Inter), isso não se traduz em um NPL muito maior em 90 dias (3,3% vs. 2,9%). Quando consideramos apenas os cartões de crédito, o índice de inadimplência do Inter fica em 5,8%.

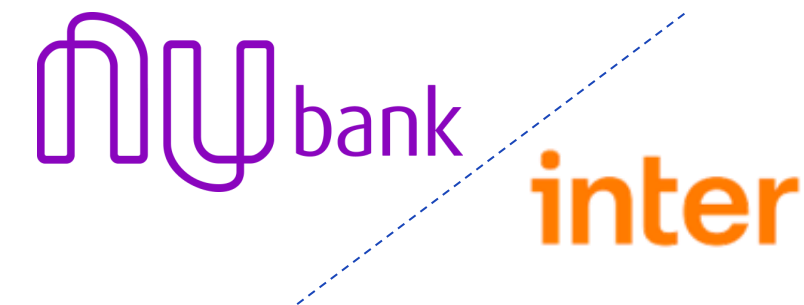


4. Nubank x Inter

Principais números

Tabela 8: Números comparativos entre Nubank e Inter

Nubank vs Inter (US\$mn)	Absoluto				Por Cliente				Por cliente ativo			
	Nubank		Inter		Nubank		Inter		Nubank		Inter	
	2020	9M21	2020	9M21	2020	9M21	2020	9M21	2020	9M21	2020	9M21
Receita líquida	737.1	1,062.0	314.5	396.5	22.1	22.1	37.2	28.3	33.8	30.1	64.2	50.2
Margem Financeira	269.0	416.9	147.3	177.5	8.1	8.7	17.4	12.7	12.3	11.8	30.1	22.5
Intercâmbio	254.3	321.5	29.9	45.1	7.6	6.7	3.5	3.2	11.7	9.1	6.1	5.7
Outras comissões	99.9	133.3	86.2	109.6	3.0	2.8	10.2	7.8	4.6	3.8	17.6	13.9
Provisões	(169.5)	(281.0)	(46.5)	(69.2)	(5.1)	(5.8)	(5.5)	(4.9)	(7.8)	(8.0)	(9.5)	(8.8)
Despesas totais	(418.9)	(587.7)	(227.6)	(267.7)	(12.6)	(12.2)	(26.9)	(19.1)	(19.2)	(16.6)	(46.5)	(33.9)
Administrativas, operacionais e suporte com client	(390.0)	(528.5)	(164.0)	(170.3)	(11.7)	(11.0)	(19.4)	(12.2)	(17.9)	(15.0)	(33.5)	(21.6)
Marketing	(19.4)	(45.2)	(12.0)	(19.2)	(0.6)	(0.9)	(1.4)	(1.4)	(0.9)	(1.3)	(2.5)	(2.4)
Outras comissões	(9.5)	(14.0)	(51.6)	(82.7)	(0.3)	(0.3)	(6.1)	(5.9)	(0.4)	(0.4)	(10.5)	(10.5)
Lucro antes dos impostos	(193.2)	(81.7)	(10.1)	(3.1)	(5.8)	(1.7)	(1.2)	(0.2)	(8.9)	(2.3)	(2.1)	(0.4)
Impostos	21.7	(17.4)	11.9	14.0	0.7	(0.4)	1.4	1.0	1.0	(0.5)	2.4	1.8
Lucro líquido	(171.5)	(99.1)	1.8	10.9	(5.2)	(2.1)	0.2	0.8	(7.9)	(2.8)	0.4	1.4
Extraordinário	101.2	-	5.8	-	3.0	-	0.7	-	4.6	-	1.2	-
Lucro líquido ajustado	(70.3)	(99.1)	7.6	10.9	(2.1)	(2.1)	0.9	0.8	(3.2)	(2.8)	1.5	1.4
Ativos totais	10,154.4	14,926.1	3,848.6	6,186.3	304.9	310.3	455.2	441.9	465.8	422.8	785.4	783.1
Empréstimos brutos	3,319.8	5,270.9	1,695.5	2,734.3	99.7	109.6	200.5	195.3	152.3	149.3	346.0	346.1
Empréstimos/Ativos	32.7%	35.3%	44.1%	44.2%	32.7%	35.3%	44.1%	44.2%	32.7%	35.3%	44.1%	44.2%
IEA	9,864.4	13,943.3	3,624.6	5,860.2	296.2	289.9	428.7	418.6	452.5	395.0	739.7	741.8
Depósitos	5,584.9	8,089.8	2,390.9	3,156.3	167.7	168.2	282.8	225.5	256.2	229.2	487.9	399.5
Empréstimos/Depósitos	59.4%	65.2%	70.9%	86.6%	59.4%	65.2%	70.9%	86.6%	59.4%	65.2%	70.9%	86.6%
Patrimônio líquido	438.1	1,905.4	645.1	1,581.0	13.2	39.6	76.3	112.9	20.1	54.0	131.7	200.1
Ativos/Patrimônio líquido	23.2x	7.8x	6.0x	3.9x	23.2x	7.8x	6.0x	3.9x	23.2x	7.8x	6.0x	3.9x
TPV	254.3	321.5	4.1	5.4	7.6	6.7	0.5	0.4	11.7	9.1	0.8	0.7
Portfólio de cartão de crédito	3,118.9	4,367.9	373.2	711.2	93.7	90.8	44.1	50.8	143.1	123.7	76.2	90.0
Empréstimos de cartão de crédito/Empréstimos tota	94%	83%	22%	26%	94%	83%	22%	26%	94%	83%	22%	26%
NPL >90 dias	-	3.3%	2.85%	2.84%	-	-	-	-	-	-	-	-



Agenda

- 1. Recomendação
- 2. Ecossistema Nubank
- 3. Análise SWOT
- 4. Nubank x Inter
- 5. Valuation
- 6. Riscos



5. Valuation

Racional e principais estimativas

Iniciamos a cobertura com uma classificação Neutra e um preço-alvo para o fim de 2022 de US\$ 10 por ação. Derivamos nosso preço-alvo de uma análise DDM (Dividend Discount Model) em que estimamos que os dividendos comecem em 2027.



Estimamos que 2023 será o primeiro ano lucrativo e estimamos CAGR para o lucro líquido de 171% de 2023 a 2026. De 2026 a 2031, nós usamos um CAGR de 23%, antes de enviá-lo para a perpetuidade a 8%, nominal em USD. Lembramos que 2023 é o primeiro ano lucrativo em nossas estimativas, mas é difícil saber exatamente o quão lucrativo pode ser, ou o momento, especialmente porque não pudemos falar com o Senior Management.



Usamos um CoE (custo de capital próprio) constante de 12,5%, também nominal em dólares americanos.



Vemos o Nubank sendo negociado com um grande prêmio para os bancos e instituições financeiras não bancárias do Brasil sob nossa cobertura.



Para atingir a avaliação de US\$ 46 bilhões, nosso modelo indica que o Nubank precisa de um ROE de ~30% em seis anos (implicando em lucro de US\$ 2,1 bilhões). Para efeito de comparação, o Itaú tem um ROE de 20% (no 3T21), mas sinalizamos que sua divisão de varejo historicamente entregou um ROE próximo ou maior do que 30%, o que parece ser o objetivo do Nubank.

Este foi o racional utilizado para nossas estimativas:

- i. Estamos presumindo que o Nubank escalará a operação de crédito muito rápido. Os empréstimos brutos crescem a um CAGR de 59% entre 2020A-26E, atingindo US\$ 53 bilhões. Embora todas as linhas estejam crescendo bem, a linha de crescimento mais rápido são os empréstimos pessoais: 111% CAGR em 2020A-26E.
- ii. Também assumimos que os empréstimos de cartão de crédito e outros produtos garantidos ganharão alguma escala (mas crescendo em um ritmo mais lento do que a carteira geral).
- iii. Nesse cenário, o NIM de crédito deve mudar muito, passando de ~2% em 2020 para 11% em 2026E.
- iv. Os empréstimos para depósitos devem permanecer abaixo de 100% em 2026E (~60% em 2020), mesmo assumindo que a carteira de crédito se expanda muito. Os NPLs passam de 3,5% em 2020 para 3,8% em 2026.
- v. As taxas devem continuar ganhando força devido ao crescimentos das operações, como investimentos, seguros e mercado. Presumimos que as taxas atinjam 35% da receita total em 2026 (de 48% em 2020).
- vi. O crescimento do TPV deve levar a uma participação de mercado de 23% daqui a cinco anos, levando as tarifas de intercâmbio a representar 35% das receitas de tarifas (de 72% agora). Como resultado, o ARPAC mensal cresce a um CAGR de 27% em 2020A-26E, chegando a US\$ 16 por cliente.
- vii. Acreditamos que os bancos digitais devem desfrutar de uma vantagem de custo inerente sobre os incumbentes. Assim, uma vez que as operações sejam ampliadas, o custo para a receita deve cair drasticamente a cada ano, caindo de 85% em 2020 para 30% em 2026.

5. Valuation

Tabela com principais números e estimativas



Utilizando o racional apresentado anteriormente, os números abaixo são as nossas principais estimativas para o Nubank

Tabela 10: Principais estimativas do NuBank

Nubank (US\$mnn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	19/18	20/19	21E/20E	22E/21E	23E/22E	24E/23E	25E/24E	26E/25E
Lucro líquido (prejuízo)	(92.5)	(171.5)	(147.0)	(407.6)	107.6	666.1	1,394.6	2,138.9	223.4%	85.4%	-14.3%	177.2%	-126.4%	519.1%	109.4%	53.4%
Lucro líquido (prejuízo) non GAAP	(74.2)	(26.8)	(37.5)	(133.7)	326.7	918.2	1,659.2	2,410.1	284.5%	-63.9%	39.8%	256.7%	-344.5%	181.0%	80.7%	45.3%
LPA	-0.02	-0.04	-0.02	-0.09	0.02	0.14	0.30	0.46	223.4%	85.4%	-52.9%	372.8%	-126.4%	519.1%	109.4%	53.4%
LPA (pre-extraordinário)	-0.02	-0.02	-0.03	-0.09	0.02	0.14	0.30	0.46	223.4%	-24.0%	107.4%	161.9%	-126.4%	519.1%	109.4%	53.4%
Demonstração de resultado resumido																
Receita com juros	337.9	382.9	987.4	1,709.9	2,863.4	4,649.8	7,092.7	9,943.2	109.1%	13.3%	157.9%	73.2%	67.5%	62.4%	52.5%	40.2%
Receita com taxas e serviços	274.2	354.2	673.7	1,186.8	1,835.2	2,849.0	3,949.0	5,270.9	74.3%	29.2%	90.2%	76.2%	54.6%	55.2%	38.6%	33.5%
Receitas totais	612.1	737.1	1,661.1	2,896.7	4,698.6	7,498.8	11,041.7	15,214.1	91.9%	20.4%	125.4%	74.4%	62.2%	59.6%	47.2%	37.8%
despesas com juros e outras despesas fina	(109.7)	(113.9)	(358.9)	(697.6)	(896.7)	(1,265.8)	(1,844.3)	(2,486.3)	141.6%	3.8%	215.1%	94.4%	28.5%	41.2%	45.7%	34.8%
Despesas transacionais	(79.3)	(126.8)	(129.0)	(317.1)	(454.9)	(608.5)	(763.8)	(941.5)	83.6%	59.9%	1.7%	145.9%	43.4%	33.8%	25.5%	23.3%
Despesas de provisões	(175.2)	(169.5)	(419.4)	(839.6)	(1,460.9)	(2,462.4)	(3,715.0)	(5,272.4)	47.7%	-3.3%	147.4%	100.2%	74.0%	68.6%	50.9%	41.9%
OPEX	(377.2)	(418.9)	(900.9)	(1,450.0)	(1,744.9)	(2,287.8)	(2,888.3)	(3,536.2)	160.0%	11.1%	115.1%	61.0%	20.3%	31.1%	26.2%	22.4%
Custos e despesas totais	(741.4)	(829.1)	(1,808.1)	(3,304.3)	(4,557.4)	(6,624.6)	(9,211.5)	(12,236.4)	110.4%	11.8%	118.1%	82.7%	37.9%	45.4%	39.0%	32.8%
Lucro antes de juros e impostos	(129.3)	(92.0)	(147.0)	(407.6)	141.2	874.2	1,830.2	2,977.7	287.1%	-28.8%	59.8%	177.2%	-134.6%	519.1%	109.4%	62.7%
Resulta extraordinário	0.0	(101.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.	-100.0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Lucro antes do imposto	(129.3)	(193.2)	(147.0)	(407.6)	141.2	874.2	1,830.2	2,977.7	287.1%	49.4%	-23.9%	177.2%	-134.6%	519.1%	109.4%	62.7%
Lucro antes dos impostos	36.8	21.7	0.0	0.0	(33.6)	(208.1)	(435.6)	(838.8)	666.7%	-41.0%	-100.0%	n.a.	n.a.	519.1%	109.4%	92.6%
Imposto	28.5%	11.2%	0.0%	0.0%	23.8%	23.8%	23.8%	28.2%	1409.0 bps	-1722.9 bps	-1123.2 bps	0.0 bps	2380.0 bps	0.0 bps	0.0 bps	436.9 bps
Balanço patrimonial resumido																
Ativos totais	6,760	10,154	19,031	24,758	32,100	46,982	64,226	82,534	142.7%	50.2%	87.4%	30.1%	29.7%	46.4%	36.7%	28.5%
Empréstimos brutos	3,073	3,320	5,976	10,080	17,008	27,593	39,854	53,319	73.7%	8.0%	80.0%	68.7%	68.7%	62.2%	44.4%	33.8%
Empréstimos líquidos	2,845	3,076	5,457	9,055	15,087	24,154	34,058	44,065	75.2%	8.1%	77.4%	65.9%	66.6%	60.1%	41.0%	29.4%
Depósitos	2,693	5,585	9,510	13,221	17,446	28,009	40,255	53,581	328.4%	107.4%	70.3%	39.0%	32.0%	60.5%	43.7%	33.1%
Patrimônio líquido	612	438	4,460	4,052	4,160	4,826	6,221	8,359	106.3%	-28.4%	918.0%	-9.1%	2.7%	16.0%	28.9%	34.4%
Lucratividade																
NIM	4.7%	3.2%	4.4%	5.0%	7.6%	9.6%	10.9%	11.9%	474 bps	-156 bps	123 bps	59 bps	261 bps	197 bps	135 bps	97 bps
NIM de crédito	25.9%	15.4%	19.1%	18.8%	23.3%	23.5%	22.6%	21.7%	2591 bps	-1054 bps	371 bps	-26 bps	443 bps	20 bps	-90 bps	-85 bps
ROE	-20.4%	-32.7%	-6.0%	-9.6%	2.6%	14.8%	25.2%	29.3%	-2035 bps	-1230 bps	2665 bps	-357 bps	1220 bps	1221 bps	1042 bps	409 bps
ROA	-1.9%	-2.0%	-1.0%	-1.9%	0.4%	1.7%	2.5%	2.9%	-194 bps	-9 bps	102 bps	-85 bps	224 bps	131 bps	82 bps	41 bps
Alavancagem																
Empréstimos/PL	5.0x	7.6x	1.3x	2.5x	4.1x	5.7x	6.4x	6.4x	-9448 bps	25574 bps	-62378 bps	11478 bps	16010 bps	16290 bps	6892 bps	-286 bps
Empréstimos/Depósitos	114.1%	59.4%	62.8%	76.2%	97.5%	98.5%	99.0%	99.5%	-16739 bps	-5468 bps	339 bps	1341 bps	2125 bps	102 bps	49 bps	51 bps
Outras métricas																
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0 bps	0 bps	0 bps	0 bps	0 bps	0 bps	0 bps	0 bps
# de clientes ('mn)	20	33	54	70	84	97	106	112	235.0%	65.7%	61.8%	30.0%	20.0%	15.0%	10.0%	5.0%
% ativação	60%	65%	73%	74%	75%	75%	75%	75%	-2480 bps	527 bps	792 bps	61 bps	100 bps	0 bps	0 bps	0 bps
# de clientes ativos mensais (mn)	12	22	40	52	63	72	80	84	137.3%	80.2%	81.4%	31.1%	21.6%	15.0%	10.0%	5.0%

5. Valuation

Comparação com bancos digitais mundiais

 Também criamos uma tabela de comparação com outros bancos digitais globais, na maioria dos casos não listados e ainda sem lucro. Para uma melhor comparação, utilizamos o valor de mercado/número total de clientes, onde dividimos as avaliações divulgadas nas últimas transações pelo número atual de clientes. Usando este método, o Nubank está sendo negociado a US\$ 956/cliente, contra uma média de US\$ 1.231 para Tinkoff, C6, Revolut, Chime, Starling, Inter, Monzo, Kaspi e N26.

Tabela 11: Comparação entre NeoBanks e Nubank

	Valuation Total (US\$ m)	# de clientes no momento do investimento ('000)	Preço por Cliente (USD/Cliente)	Data do último round	Capital levantado (US\$m)	# mais recente de clientes
Tinkoff	19,630	18,534	1,059			18,534
C6	4,394	7,000	628	Jun-21		7,000
Revolut	33,000	16,000	2,063	Jul-21	800	16,000
Chime	25,000	12,000	2,083	Aug-21	750	12,000
Starling	1,900	2,000	950	Mar'21	376	2,000
Inter (últimos dados)	4,876	14,000	348			14,000
Nubank (últimos dados)	46,005	48,100	956			48,100
Monzo	1,713	5,000	343	Feb-21	75	5,000
Kaspi (últimos dados)	25,076	10,800	2,322			10,800
N26	9,000	7,000	1,286	Oct-21	900	7,000
Média			1,204			

5. Valuation

Principais múltiplos e comparáveis

Tabela 12: Principais múltiplos e comparáveis

Empresa	Mkt.cap US\$ mn	EV US\$ mn	EV/Vendas			EV/Vendas Médio 2021E/22E	EV/Vendas/Crescimento			EV/Vendas/Crescimento Médio 2021E/22E
			2021E	2022E	Média (21E,22E)		2021E	2022E	Average (21E,22E)	
Nu Holdings Ltd	46,005	43,801	26.4x	15.1x	19.2x	20.7x	0.30x	0.17x	0.22x	0.24x
Shopify Inc	166,362	159,943	35.0x	26.4x	30.1x	30.7x	0.82 x	0.62 x	0.70 x	0.72x
MercadoLibre Inc	59,442	60,540	8.7x	6.4x	7.4x	7.5x	0.18 x	0.13 x	0.15 x	0.15x
Pinduoduo Inc	71,550	58,131	3.7x	2.7x	3.2x	3.2x	0.07 x	0.05 x	0.06 x	0.06x
Tencent Holdings Ltd	545,400	569,272	6.3x	5.4x	5.8x	5.8x	0.35 x	0.29 x	0.32 x	0.32x
Average E-commerce	210,689	211,971	11.7x	9.2x	10.3x	10.5x	0.40x	0.33x	0.36x	0.4x
Banco BTG Pactual SA	15,186	15,186	1.1x	0.9x	1.0x	1.0x	0.03 x	0.03 x	0.03 x	0.03x
Banco Inter SA	4,921	4,921	8.6x	4.2x	5.6x	6.4x	0.09 x	0.05 x	0.06 x	0.07x
Dlocal Ltd/Uruguay	9,544	9,254	38.6x	20.4x	26.7x	29.5x	0.41 x	0.21 x	0.28 x	0.31x
StoneCo Ltd	4,832	5,169	6.3x	3.9x	4.8x	5.1x	0.14 x	0.09 x	0.11 x	0.11x
XP Inc	16,263	14	0.0x	0.0x	0.0x	0.0x	0.00 x	0.00 x	0.00 x	0.00x
Pagseguro Digital Ltd	8,299	7,930	4.3x	3.3x	3.7x	3.8x	0.12 x	0.09 x	0.11 x	0.11x
Meliuz SA	445	348	8.3x	4.4x	5.8x	6.4x	0.11 x	0.06 x	0.08 x	0.08x
PayPal Holdings Inc	221,768	217,176	8.6x	7.2x	7.8x	7.9x	0.44 x	0.37 x	0.40 x	0.41x
Block Inc	76,516	76,367	4.3x	4.0x	4.2x	4.2x	0.11 x	0.11 x	0.11 x	0.11x
Lemonade Inc	2,665	2,346	18.5x	10.9x	13.7x	14.7x	0.35 x	0.21 x	0.26 x	0.28x
Adyen NV	82,000	78,313	69.5x	50.3x	58.3x	59.9x	1.74 x	1.26 x	1.46 x	1.50x
TCS Group Holding PLC	16,654	16,654	6.1x	5.1x	5.6x	5.6x	0.22 x	0.19 x	0.20 x	0.21x
Kaspi.KZ JSC	24,216	24,010	13.6x	9.7x	11.4x	11.7x	0.35 x	0.25 x	0.29 x	0.30x
Bajaj Finance Ltd	55,750	70,423	31.0x	25.8x	28.1x	28.4x	1.93 x	1.60 x	1.75 x	1.76x
Kakao Corp	44,997	42,921	8.3x	6.5x	7.3x	7.4x	0.26 x	0.20 x	0.23 x	0.23x
Average Financials	38,937	38,069	19.5x	14.9x	16.9x	17.2x	0.71x	0.56x	0.63x	0.64x
Average Total	124,813	125,020	12.9x	10.1x	11.3x	11.5x	0.45x	0.36x	0.40x	0.41x

Agenda

- 1. Recomendação
- 2. Ecossistema Nubank
- 3. Análise SWOT
- 4. Nubank x Inter
- 5. Valuation
- 6. Riscos



Riscos

Principais riscos para o case

Como principais **riscos** para a tese, enxergamos:

- (i) Mudanças regulatórias
- (ii) Risco de execução;
- (iii) Risco de pessoa-chave – CEO/Chairman David Velez.



Disclaimer

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

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

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