



# Nubank

**Correndo Rápido, Mas para Onde?**

Iniciando a Cobertura com um Preço-Alvo de US\$ 4,00 (R\$ 3,80)

# Nubank

## Correndo Rápido, Mas para Onde?

Iniciando a Cobertura com um Preço-Alvo de US\$ 4,00 (R\$ 3,80)

**Henrique Navarro; Arnon Shirazi; Anahy Rios**

**Esperamos que o Nubank esteja entre os vencedores de longo prazo na corrida digital, mas observamos riscos de execução significativos no valuation**

Simplificando, acreditamos que os números necessários para sustentar uma recomendação de “Compra” só poderão ser alcançados por meio de uma execução agressiva, sem falhas e ininterrupções em um segmento de empréstimos de alto risco (empréstimos pessoais sem garantia) pelos próximos 10 a 15 anos. Em um país como o Brasil, cujo cenário macroeconômico sofre grandes oscilações, e considerando a previsão de crescimento próximo de zero do PIB para os próximos dois anos, acreditamos que esse tipo de execução é improvável.

### Principais fatores que sustentam a nossa recomendação de “Abaixo do Mercado”:

**Risco regulatório.** A maioria dos números do mercado para o Nubank considera a manutenção do atual (favorável) marco regulatório. Nós, no entanto, acreditamos que a mudança inevitavelmente acontecerá porque o Nubank crescerá a ponto de ser considerado “sistemicamente relevante” e, portanto, terá que cumprir as regulamentações dos grandes bancos. Essa possível mudança regulatória pode afetar depósitos (na forma de exigências compulsórias), capital (em relação à Basileia III, enquanto também reduz o seu ROE sustentável), taxas (intercâmbio) e alíquota de imposto de renda, entre outros. Duas audiências públicas já foram agendadas para discutir o tema.

**Negativados (ou seja, pessoas com perfis de crédito negativos em agências de crédito) podem ser um empecilho.** Acreditamos que um percentual significativo dos clientes do Nubank é de negativados, sugerindo um aumento do risco de crédito e menor potencial de monetização.

**Crédito, um Catch-22.** Por um lado, focar no crescimento agressivo da sua carteira de crédito em um ambiente macroeconômico árduo seria muito arriscado, ao nosso ver, enquanto, por outro lado, a desaceleração do crescimento de empréstimos poderia aumentar substancialmente os seus créditos corporativos inadimplidos (NPL) (devido ao menor efeito de diluição), eventualmente atrasando o ponto de equilíbrio para além de 2023.

## Santander Equity Research

Bancos

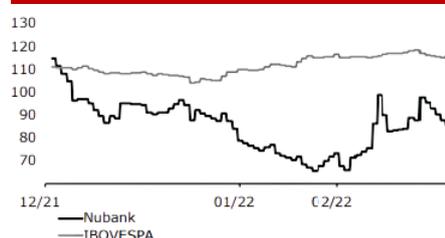
18 de março de 2022

## Abaixo do Merc.

Preço-Alvo: US\$ 4,00 (R\$ 3,80)

No Brasil, NU US é negociado através do BDR NUBR33 e a paridade é 1 ação : 6 BDRs

### Performance Relativa (US\$)



O *valuation* atual do Nubank sugere um ROE implícito de 60% para 2025 (vs. a nossa estimativa de 15%).

**Sanity check.** Os nossos números pressupõem que o Nubank atinja 26% de *market share* em empréstimos com cartão de crédito até 2025. No entanto, vimos estimativas próximas a 40% – bastante improváveis, no nosso entendimento.

## Nubank

**Destques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2021–23E (US\$ em Milhões)**

(US\$ mn)	2021A	2022E	2023E
<b>P&amp;L Account</b>			
Net Interest Income	679	1,083	1,769
Fees and Commissions	651	1,063	1,605
Revenues	1,698	2,909	4,445
Provisions	(481)	(799)	(1,332)
Non-Interest Expenses	(1,020)	(1,748)	(2,089)
Profit Before Taxes	(170)	(402)	(48)
Net Profit	(165)	(321)	(31)
Adj Net Profit	6	72	391
<b>Balance Sheet</b>			
Securities	10,039	14,342	18,645
Loans (Gross)	6,555	10,487	16,255
Loans (Net)	5,975	9,304	14,144
Total Assets	19,859	29,379	42,769
Deposits	9,667	15,468	23,202
Shareholders' Equity	4,443	4,514	4,905
Tangible Equity	4,443	4,514	4,905
Common Equity Tier 1	467	2,695	2,664
Risk Weighted Assets	2,144	3,303	4,995
<b>Key Ratios (%)</b>			
ROE (%)	0.3	1.6	8.3
NPL Ratio	3.7	3.9	4.3
Loans / Deposits	67.8	67.8	70.1
RWA / Total Loans	32.7	31.5	30.7
Coverage Ratio	241.7	292.4	305.5
Core Tier 1 Ratio	21.8	81.6	53.3
<b>Other Metrics</b>			
Number of customers (mn)	53.9	66.0	80.0
Monthly active customers (mn)	41.1	48.2	58.4
ROAE (%)	0.3	1.6	8.3
Adj. net margin (%)	0.4	2.5	8.8
ARPAC (US\$)	4.5	5.4	7.0
ACTSPAC (US\$)	0.8	0.8	0.9

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas do Santander.

## Tese de Investimento

### Iniciando a cobertura com recomendação de “Abaixo do Mercado”

Gostamos de histórias de bancos digitais e acreditamos que a Nu Holdings (daqui em diante usaremos seu nome de marketing “Nubank”) será uma das vencedoras entre os atuais bancos digitais no longo prazo. Assim, damos o benefício da dúvida no seu *valuation*, aplicando um ROE sustentável de 30% (ou seja, o ROE na perpetuidade), que supera em muito a média que usamos para grandes bancos privados (Itaú e Bradesco) no Brasil de 17,5 %.

Observamos, no entanto, que os números operacionais necessários para sustentar uma recomendação mais otimista excedem as nossas estimativas, o que leva à nossa recomendação de “Abaixo do Mercado”.

Figura 1. Nubank – Estimativas de Lucro Líquido Ajustado e Preço-Alvo Médio

Ajust. Lucro Líquido em US\$ milhões	2022E	2023E	2024E	2025E	Preço por ação	US\$
Santander	72	391	609	865	Preço Alvo Santander 2022	4,0
Consenso Bloomberg	122	669	1.688	3.014	Consenso Bloomberg	11,3
Sant. vs. cons. %	-41%	-42%	-64%	-71%	Sant. vs. cons. %	-64%

Fontes: Estimativas da Bloomberg e do Santander.

O Nubank foi avaliado em US\$ 41,4 bilhões em seu IPO, o que o tornou o banco mais valioso do Brasil (superando o Itaú). Essa quantia também seria o suficiente para comprar todas as instituições financeiras listadas no México.

Acreditamos que as nossas estimativas de longo prazo para o Nubank contêm o maior nível de incertezas entre todas as empresas do nosso universo de cobertura. Nossos números podem estar materialmente errados nos próximos cinco a 10 anos, algo que vemos como muito improvável de acontecer com nossas estimativas para o Itaú e o Bradesco, por exemplo.

Essa falta de visibilidade e os inúmeros desafios que vemos pela frente nos levaram a adotar uma abordagem mais conservadora nas nossas estimativas. Nossas estimativas de lucro líquido estão, portanto, substancialmente abaixo do consenso de mercado.

O nosso preço-alvo para o fim de 2022 de US\$ 4,00 implica uma desvalorização potencial de 55% em relação ao preço atual, e a nossa recomendação de “Abaixo do Mercado” é uma decisão contrária, pois entre as 17 casas que cobrem esse nome (18 incluindo nós), há 10 com recomendação de “Compra”, 4 com “Manutenção” e 3 com “Abaixo do Mercado” (ou, respectivamente, 59%, 24% e 18%). O nosso preço-alvo para o ano de 2022 também está 64% abaixo da média da Bloomberg para o Nubank.

### Potenciais Obstáculos no Caminho para a Materialização da nossa Tese de Investimento

- Crescimento de empréstimos abaixo do esperado e/ou aumento de NPLs.
- Lançamentos atrasados de produtos novos ou fundamentais, potencialmente levando a...
- ... dificuldades em rentabilizar adequadamente a base de clientes.
- Sem receitas significativas dos seus *businesses* secundários, como *marketplace*, investimentos e seguros.
- Nenhuma expansão internacional significativa/rentável.
- Os fatores acima mencionados adiando o equilíbrio esperado para além de 2023...

- ... eventualmente resultando em um nível sustentável do seu ROE mais baixo.

## Reconhecendo as grandes conquistas do Nubank...

Precisaríamos escrever outro relatório completo apenas para descrever todas as conquistas do Nubank (embora uma olhada no prospecto de IPO dele descreva muitas delas), mas em poucas palavras, para nós, elas são:

- Uma das maiores plataformas de banco digital do mundo. Com cerca de 54 milhões de clientes, um número realmente impressionante, o Nubank é o banco digital nº 1 do mundo em número de clientes.
- Reconhecimento de marca: O Nubank conseguiu adquirir 70-80% de seus clientes organicamente, sem campanhas de *marketing* dispendiosas.
- Satisfação do cliente: um NPS próximo a 90 ainda é um número a ser atingido entre os bancos brasileiros.
- Estrutura de baixo custo com um CAC/CTS competitivo.

## ... mas Alguns Pontos Negativos são muito Significativos para Serem Ignorados

Principais razões para nossa recomendação de “Abaixo do Mercado” e principais pontos de discussão:

### 1. Qual ROE está implícito no nosso *valuation* atual?

#### A fórmula

Utilizamos a fórmula terminal de P/VPA [ $P/BV = (ROE - g) / (Ke - g)$ ] para verificar o ROE implícito no P/VPA atual. Em seguida, usamos a mesma fórmula para verificar qual seria o P/VPA justo considerando diferentes cenários de ROE.

Em histórias digitais, acreditamos que o valor potencial é capturado apenas no longo prazo (às vezes, além do período do intervalo de um índice PEG de três anos). Dessa forma, acreditamos que tais fórmulas não podem ser a única ferramenta de orientação para uma decisão de investimento. De qualquer modo, ainda acreditamos que esta é uma ferramenta útil para ajudar a mapear o tamanho da diferença quando usamos as ferramentas de *valuation* dos bancos tradicionais para analisar os bancos digitais.

#### Exercício 1: O ROE implícito com base no P/VPA atual

Qual ROE está implícito no P/VPA atual do Nubank? Nossa resposta: Seria necessário um ROE de longo prazo de 60% para justificar o *valuation* atual do Nubank – um nível de lucratividade que não alcançamos em nosso modelo de *valuation* em nenhum ano.

Este exercício deixa claro para nós que os investidores do Nubank estão comprando crescimento e, portanto, estão buscando múltiplos de longo prazo além de 2025 para justificar esse *valuation*.

Figura 2. ROE implícito com base no P/VPA atual

Year	Current P/BV	Implicit ROE	Nubank ROE (SAN estimates)	Estimated vs. Implicit ROE
2023	8.3x	76%	8%	-68 p.p.
2024	7.4x	68%	12%	-57 p.p.
2025	6.4x	60%	15%	-45 p.p.

Fonte: Bloomberg e estimativas do Santander.

## Exercício 2: P/VPA Justo Utilizando ROEs de Longo Prazo do Consenso

Mas caso nossas estimativas de ROE estejam erradas e os ROEs mais otimistas do consenso para o Nubank estejam corretos, qual seria o P/VPA justo com base nesses ROEs?

Figura 3. P/VPA implícito em ROEs de longo prazo

Year	Nubank Expected ROEs	Implied P/BV	Current P/BV	Implied vs. Current P/BV
2023	5%	0.0x	8.3x	n.m.
2024	19%	1.6x	7.4x	-79%
2025	33%	3.2x	6.4x	-50%

Fontes: Estimativas da Bloomberg e do Santander.

De forma resumida, a tabela nos mostra que, se fôssemos considerar o ROE esperado pelo consenso para 2025 de 33% para o Nubank, o banco estaria negociando a 3,2x P/VPA, 50% abaixo do P/VPA de 2025 no qual o banco está atualmente sendo negociado.

Por supostamente ser uma empresa de alto crescimento, a diferença entre o P/VPA implícito e o atual diminui com o tempo, mas, novamente, para ser uma recomendação de "Compra", precisaríamos olhar além de 2025 (provavelmente em 2027).

## 2. Negativados e o potencial de monetização

### Razões da nossa preocupação

Não temos informações de quantos correntistas do Nubank estão negativados (ou seja, pessoas que têm registros negativos em agências de crédito como o Boa Vista SCPC e a Serasa Experian), mas acreditamos que esse número pode ser significativo, dado que o perfil demográfico dos clientes do Nubank está se aproximando do perfil brasileiro.

Segundo a Serasa, em outubro de 2021 havia 63,4 milhões de brasileiros com alguma dívida não paga, totalizando R\$ 254 bilhões (US\$ 46 bilhões). Esse número equivale a cerca de 30% da população brasileira, ou 59% da força de trabalho. A maior parte da dívida está na categoria de bancos/cartões (29%), seguida por contas básicas, chamadas de *utilities* (23%) e varejo (~13%).

Se, por um lado, a aprovação de clientes com avaliações negativas nas agências de crédito ajuda as *fintechs* a aumentar a sua base de clientes, por outro, acreditamos que isso cria alguns obstáculos para o Nubank rentabilizar totalmente sua base de clientes:

1. O risco de emprestar a pessoas físicas que têm uma dívida não paga em outras instituições.
2. Supondo que a carteira total desse cliente esteja comprometida, como rentabilizar a venda de produtos bancários não essenciais (seguros, previdência, títulos de renda fixa etc.)?

Devido à falta de dados, acreditamos ser justo questionar nosso ponto de vista sobre o Nubank ter uma porcentagem substancial de seus clientes com perfis negativos nas agências de crédito. Em nossas estimativas de longo prazo para o Nubank, vemos o banco ultrapassar a marca de 100 milhões em número de clientes até 2025 (e atingir mais de 100% da força de trabalho até 2026).

Caso esses números se concretizem, o perfil demográfico dos clientes do Nubank será próximo do perfil brasileiro e o percentual de pessoas com perfil negativo nas agências de crédito nacionais (30% da população brasileira) também deve se aplicar ao Nubank. Segundo o Nubank, no 3T21 contava com cerca de 19 milhões de clientes nas linhas de crédito, o que implica uma penetração de crédito de 54% na sua base de contas ativas. Uma parte significativa da história do *valuation* do Nubank conta com o aumento dessa penetração, o que significaria uma inevitável sobreposição dos negativados.

Por fim, destacamos uma pesquisa interessante da Confederação Nacional de Dirigentes Lojistas (CNDL, uma associação de varejistas), Brasil - Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC, uma agência de crédito) e da empresa de pesquisas de mercado Offerwise, realizada antes das festas de fim de ano de 2021:

- 30% dos consumidores que pretendem comprar um presente de Natal têm algum atraso no pagamento.
- 67% dos consumidores que pretendem comprar um presente de Natal têm perfis negativos nas agências de crédito.
- 27% dos consumidores que pretendem comprar um presente de Natal normalmente gastam mais do que podem pagar.
- As principais contas que não serão pagas para que os clientes possam comprar um presente de fim de ano ou participar das festas de fim de ano são: (i) serviços de TV a cabo (24%); (ii) cartões de crédito (20%); (iii) internet (20%); (iv) financiamento de veículos (13%); e (v) contas de serviços públicos como água, gás e luz (11%).

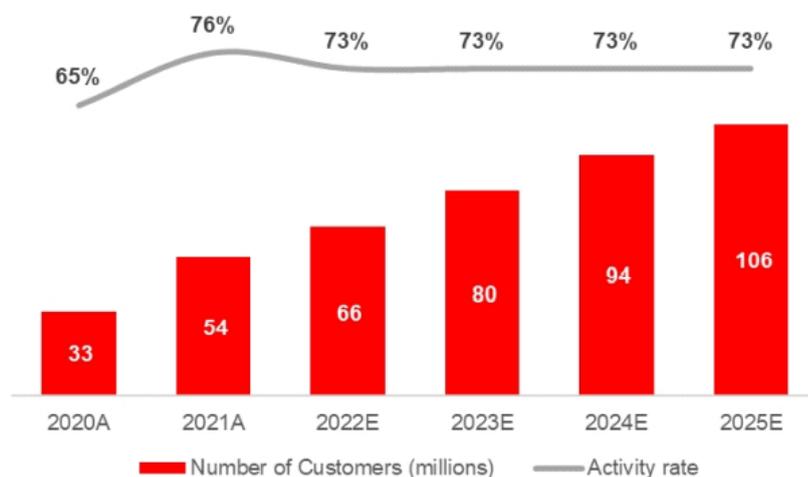
## Perspectivas de lucros

Figura 4. Nubank – Estimativa de Lucros – US\$ em Milhões

Income Statement breakdown	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Total Revenue</b>	<b>737</b>	<b>1,698</b>	<b>2,909</b>	<b>4,445</b>	<b>6,374</b>	<b>8,244</b>
Interest Income	383	1,047	1,846	2,841	4,160	5,350
Fee and Commission	354	651	1,063	1,605	2,214	2,894
<b>Total Cost</b>	<b>(410)</b>	<b>(965)</b>	<b>(1,679)</b>	<b>(2,582)</b>	<b>(3,584)</b>	<b>(4,687)</b>
Interest and Financial Expenses	(114)	(367)	(763)	(1,072)	(1,540)	(2,063)
Transactional Expenses	(127)	(117)	(116)	(178)	(255)	(330)
Credit Loss Allowance Expenses	(170)	(481)	(799)	(1,332)	(1,789)	(2,294)
<b>Gross Profit</b>	<b>327</b>	<b>733</b>	<b>1,230</b>	<b>1,863</b>	<b>2,790</b>	<b>3,557</b>
<b>Total Operating Expenses</b>	<b>(419)</b>	<b>(903)</b>	<b>(1,632)</b>	<b>(1,912)</b>	<b>(2,549)</b>	<b>(2,968)</b>
Customer Support and Operations	(124)	(191)	(323)	(400)	(574)	(577)
General and Administrative Expenses	(266)	(629)	(1,164)	(1,334)	(1,721)	(2,061)
Others	(29)	(84)	(145)	(178)	(255)	(330)
Finance Costs	(101)	-	-	-	-	-
<b>Earnings Before Taxes</b>	<b>(193)</b>	<b>(170)</b>	<b>(402)</b>	<b>(48)</b>	<b>240</b>	<b>589</b>
Income Taxes	22	5	80	17	(84)	(206)
<b>Net Income</b>	<b>(172)</b>	<b>(165)</b>	<b>(321)</b>	<b>(31)</b>	<b>156</b>	<b>383</b>
Adjustments	145	172	393	422	453	482
<b>Adjusted Net Income</b>	<b>(27)</b>	<b>6</b>	<b>72</b>	<b>391</b>	<b>609</b>	<b>865</b>

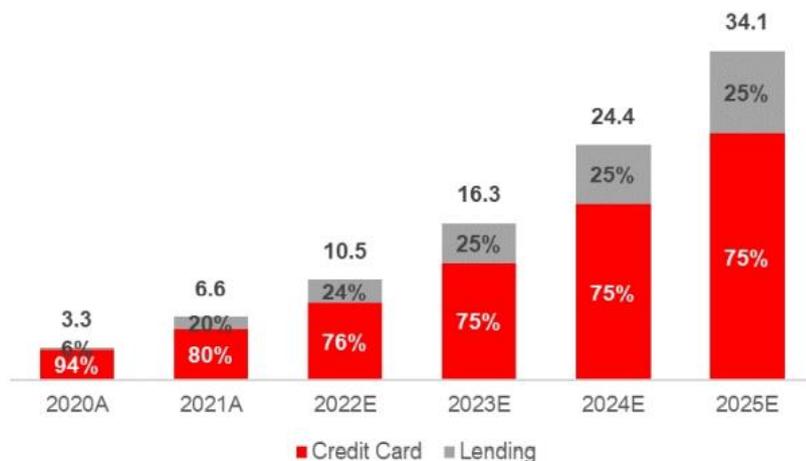
Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Figura 5. Número de Clientes e Taxa de Atividade



Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

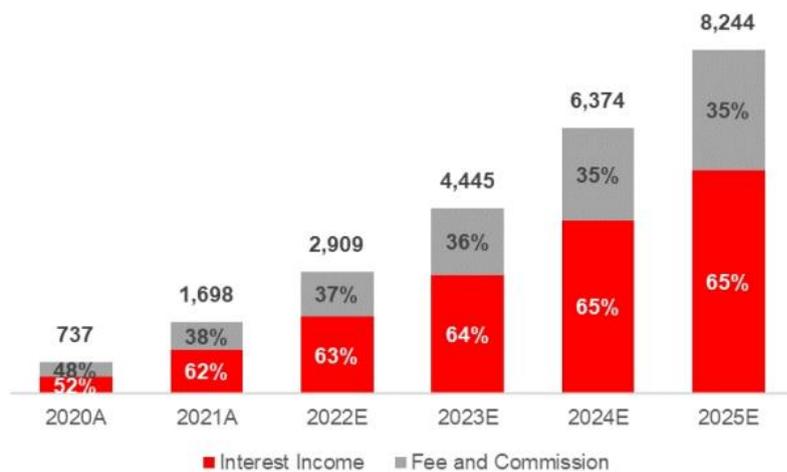
Figura 6. Composição Bruta da Carteira de Crédito – US\$ em Bilhões – EOP



Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

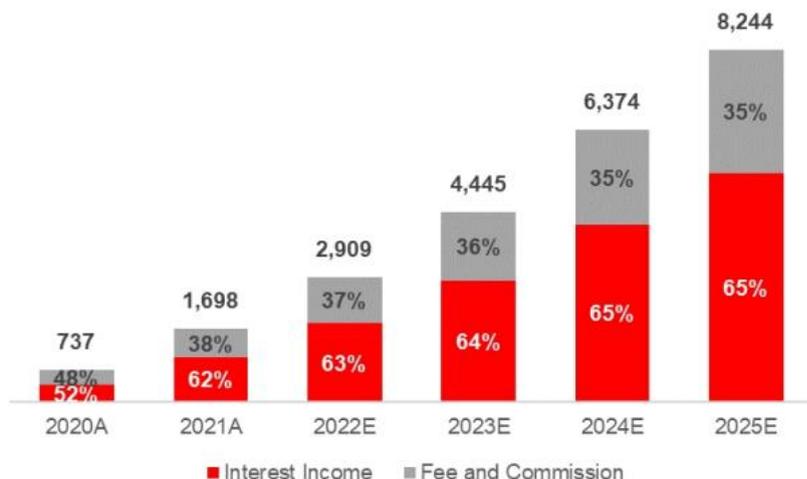
**Cientes e Portfólio de Crédito:** Esperamos que o número de clientes chegue nos 106 milhões até o final de 2025, implicando um CAGR de 18% de 2021 a 2025. Em relação à taxa de atividade, esperamos que fique em 73% até 2025. Assim, estimamos um aumento do número de clientes, aliado a um maior apetite por crédito. O portfólio bruto de crédito do Nubank aumentou para US\$ 34,1 bilhões até o final de 2025 – expansão de 55% A/A. Atualmente, a maior parte de sua carteira está concentrada em cartões de crédito, e esperamos ela que represente 75% em 2025.

Figura 7. Quebra da Receita Total - US\$ em milhões



Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

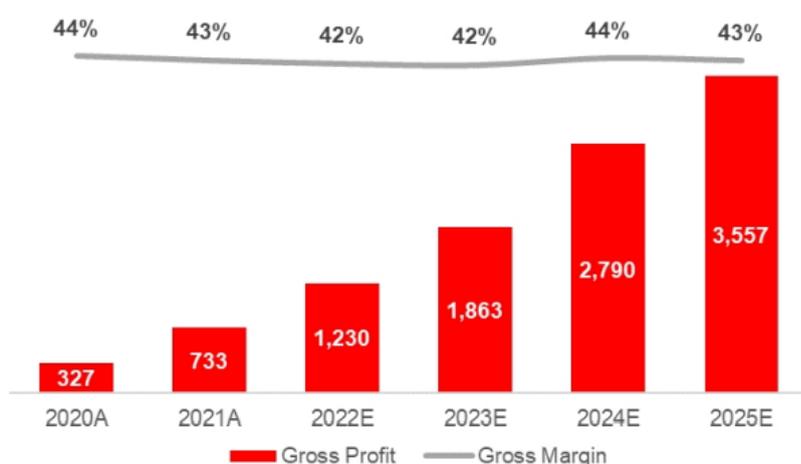
Figura 8. Quebra do Custo Total - US\$ Milhões



Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

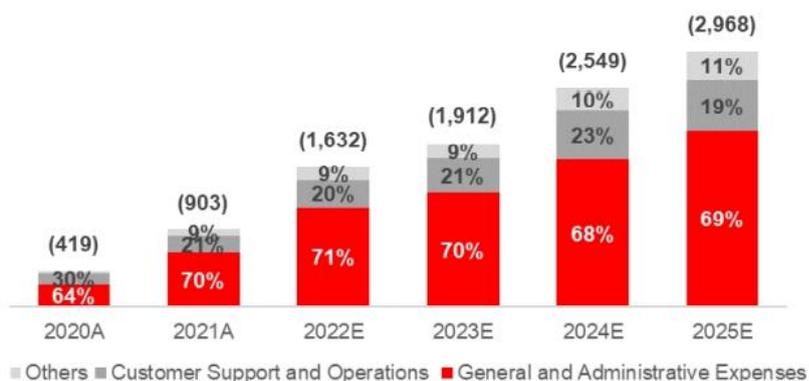
**Receita e custo:** Prevemos receitas de US\$ 8,2 bilhões em 2025, impulsionadas principalmente pela combinação de: (i) receitas de juros decorrentes do crescimento do portfólio de crédito; (ii) taxas de intercâmbio de cartões de crédito; e (iii) rendimentos de títulos do balanço. Mas o crescimento tem um custo: despesas com juros e provisões têm um papel importante para o Nubank. Com as recentes projeções de alta do mercado para a taxa Selic nos próximos anos, as margens do Nubank devem ficar pressionadas, no nosso ponto de vista, mesmo com seus esforços para diversificar sua base de captação. Em relação às provisões, o Nubank adota o IFRS (ou seja, o modelo de perda de crédito esperado), portanto, as provisões devem ser maiores num primeiro momento, principalmente quando o portfólio de crédito se expande a uma taxa consideravelmente alta. Por fim, esperamos provisões acima do habitual devido à sua característica de empréstimos sem garantia.

Figura 9. Lucro Bruto – US\$ em Milhões



Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

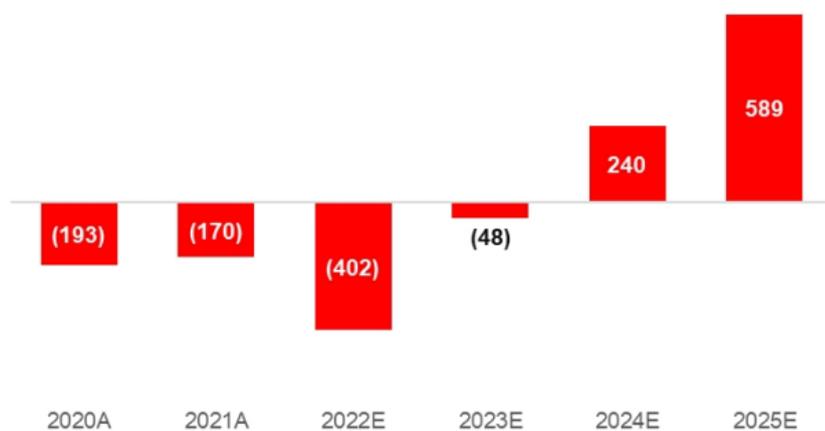
Figura 10. Despesas Operacionais – US\$ em Milhões



Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

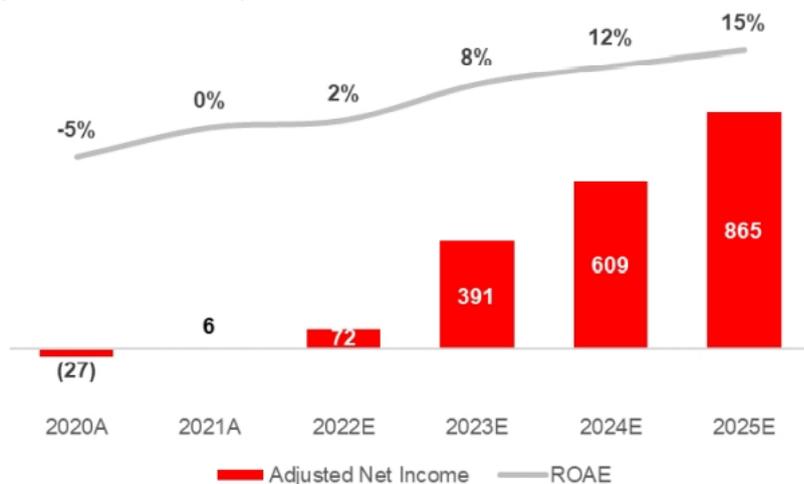
**Despesas:** Com o passar dos anos, acreditamos que o Nubank começará a atingir um certo grau de alavancagem operacional, implicando menores despesas totais como percentual da receita total. Para 2022, estimamos que as despesas totais representem 56% da receita total, em comparação com a nossa projeção de 36% para 2025. Nota: as despesas gerais e administrativas (G&A) incluem remunerações baseadas em ações, que representam 20-30% do G&A.

Figura 11. EBIT – US\$ em Milhões



Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

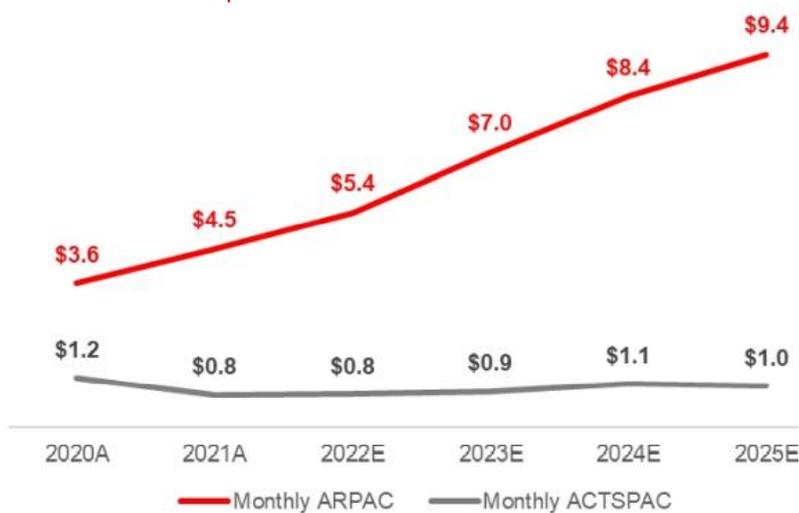
Figura 12. Lucro Líquido Ajustado – US\$ em Milhões



Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

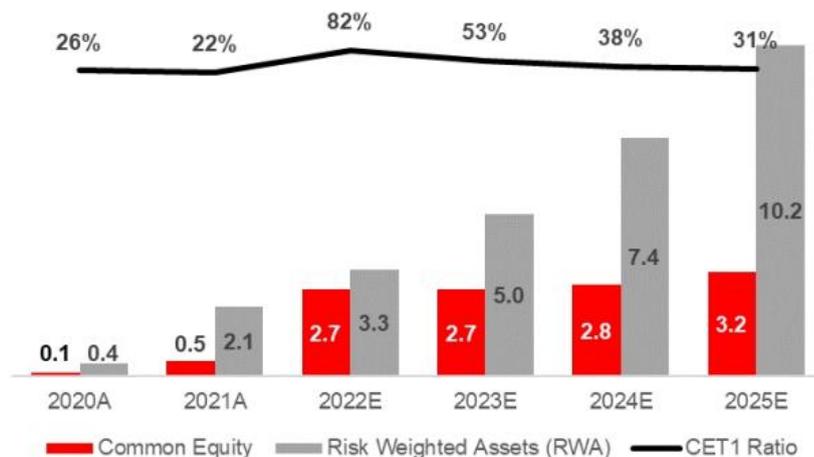
**Lucro líquido:** Por fim, projetamos que o lucro líquido ajustado do Nubank atingirá US\$ 865 milhões em 2025, acima do nosso valor estimado de US\$ 72 milhões para 2022. O ajuste feito no lucro líquido é a combinação da remuneração baseada em ações. Para 2025, esperamos que o Nubank entregue um ROAE de 15% e uma margem líquida ajustada de 10%.

Figura 13. Métricas – US\$ por Cliente Ativo



Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Figura 14. Capital – US\$ em Milhões



Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

**Índices:** Em suma, a lacuna entre a ARPAC (Receita Média por Cliente Ativo) e a ACTSPAC (Custo Médio de Servir por Cliente Ativo) deve se estender nos próximos anos, em consequência de: (i) um crescimento da base de clientes – beneficiando ambos os indicadores; (ii) aprofundamento de crédito aos clientes; e (iii) alavancagem operacional. No nosso modelo financeiro, supomos que o Nubank operará sob regime de capital bancário tradicional, que encerrará em 2025 com um índice CET1 de 31%. Embora confortavelmente acima do mínimo exigido, deve manter sua tendência de queda.

## Valuation

Estamos iniciando a cobertura com um preço-alvo de US\$ 4,00 por ação para o fim de 2022, sugerindo uma desvalorização potencial de 55% em relação aos níveis atuais de preços em moeda estrangeira, resultando em uma recomendação de “Abaixo do Mercado”. O nosso preço-alvo também implica um múltiplo P/VPA de 4,1x e um Preço/Vendas de 6,4x – ambos em 2022E (vs. os níveis atuais de 9,0x e 13,9x, respectivamente).

Avaliamos o banco utilizando um modelo de *valuation* de três estágios baseado em uma abordagem de renda residual, com um custo terminal de capital próprio de 14,0%. No primeiro estágio, consideramos a modelagem explícita até 2025, e na segunda, avaliamos até o ano de 2030 ao utilizarmos um ROAE médio de 22% com um *payout* de dividendos de 25%. Por fim, o estágio final é baseado em uma taxa de crescimento terminal de 5,5% para um ROE perpétuo de 30%. O valor presente da fase terminal representa 62% do nosso valor justo acerca do seu patrimônio líquido, que é um dos maiores que temos em nosso universo de cobertura.

Figura 15. Nubank – Valuation 2022E

Valuation	US\$ mn
Shareholders' Equity 2022E	4,514
PV of Residual Income (1st-stage)	691
PV of Residual Income (2nd-stage)	1,789
PV of Terminal Value	11,661
Equity Fair Value	18,654
Dividends 2022E	-
<b>Dec. 2022 TP (US\$)</b>	<b>4.00</b>
Current price (US\$)	8.80
2022 upside / downside	-55%
<b>Rating</b>	<b>Underp.</b>

Fontes: Bloomberg e estimativas do Santander.

Pode-se notar que decidimos não embarcar na tendência de “valuation por múltiplos” nas *fintechs*, simplesmente porque a recente correção das ações de tecnologia mostrou o quão frágil é esse conceito.

Observe que, de acordo com o prospecto do IPO, o Nubank atualmente pretende reter quaisquer lucros futuros e não espera pagar dividendos em um futuro próximo, portanto decidimos não usar um modelo DDM (modelo de desconto de dividendos) – uma das nossas possibilidades, embora consideremos que os dividendos se iniciem a partir do estágio dois.

### ROE Perpétuo é Fundamental para o Valuation

Vemos o Nubank tendo um peso maior de receitas menos intensivas em capital em seu P&L (Demonstrativo de Lucros e Perdas), resultando em maiores ROEs estruturais. Por isso, adotamos em nosso modelo de valuation, o maior nível sustentável de ROE entre todos os bancos em nosso universo de cobertura — um ROE perpétuo de 30%. Apenas para exemplificar, o único banco sob nossa cobertura que mais se aproxima é o Banco Inter, com um ROE terminal de 25%.

Observamos que vimos ROEs terminais ainda mais agressivos para bancos digitais (alguns próximos de 40% de ROE no longo prazo), e os nossos motivos para não adotar um ROE mais alto são:

- **Requisitos de capital.** Como já mencionado neste relatório, acreditamos que o ROE de longo prazo pode ser severamente afetado por uma maior exigência de capital.
- **Receitas baseadas em taxas não ganhando share.** Esperamos presenciar um forte crescimento em segmentos que exigem menos consumo de capital e geram mais taxas de serviço (segmentos de alto ROE), nomeadamente negócios relacionados com comissões, como o *Marketplace*, a corretora de seguros (Nu Life) e a plataforma de investimento aberta (Nu Invest). Esperamos que as receitas vindas por meio de taxas cresçam a um CAGR de 52% em 5 anos. O problema é que, em termos de composição de receitas, não vemos as receitas de tarifas ganhando relevância. Ela representou 48% da receita total em 2020, 38% em 2021, e esperávamos que atingisse 35% da receita total até 2025. A razão pela qual ela vem perdendo *share* se deve ao

crescimento mais forte das receitas de empréstimos. Como observação, os 4 maiores bancos brasileiros têm receitas de tarifas representando cerca de 28% das suas receitas totais.

Figura 16. Nubank – Análise de Sensibilidade a Mudanças no ROE Perpétuo e no Ke

2022E TP Sensitivity analysis (Ke vs Sustainable ROE)					
	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%
20%	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6
25%	3.5	3.2	2.9	2.7	2.4
30%	4.9	4.4	4.0	3.7	3.4
35%	6.5	5.9	5.4	5.0	4.5
40%	8.5	7.7	7.0	6.4	5.9

As a % of Change vs. Our Target Price					
	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%
20%	-43%	-48%	-53%	-55%	-60%
25%	-13%	-20%	-28%	-33%	-40%
30%	23%	10%	0%	-8%	-15%
35%	63%	48%	35%	25%	13%
40%	113%	93%	75%	60%	48%

Fonte: estimativas do Santander.

## Vencedores e perdedores

### O Que é Necessário para Ser um Vencedor?

Acreditamos que os vencedores da corrida digital serão aqueles que tiverem pelo menos algumas das características abaixo, que consideramos cruciais para o sucesso:

- Vantagem em ser pioneiro;
- Caixa para sustentar o crescimento;
- Base do produto;
- Número de clientes;
- Satisfação/engajamento dos clientes;
- Mercado endereçável (especificações do setor, penetração, concorrência);
- Cultura envolvida com tecnologia;
- Consolidador de mercado.

## Riscos

Os principais riscos para o nosso preço-alvo são:

- **Risco de execução.** O principal risco a ser monitorado para histórias digitais, já que grande parte do seu *valuation* reside no longo prazo, quando se espera que o crescimento seja exponencial e que a monetização se concretize. Dito isso, uma boa execução do Nubank é um risco positivo para nossa tese; inversamente, uma entrega pior do que o esperado representa um risco de queda.

- **Competição entre *players* novos e os já existentes.** Algumas das *fintechs* concorrentes do Nubank podem não ter combustível suficiente para completar sua atividade bancária (lembre-se que várias *fintechs* brasileiras ainda não são rentáveis), tornando o ambiente competitivo mais favorável para o Nubank. No entanto, isso pode demorar um pouco e, durante esse período, o Nubank poderá enfrentar uma concorrência mais forte de outros neobancos (PicPay, PagBank, C6, Pan, BV, BanQi, Mercado Pago, BTG e Modal, são os mais relevantes em termos de *downloads* de aplicativos no Brasil em 2021) e das franquias digitais já operacionais (Bitz, Next, Digio, iti e Superdigital).
- **Ambiente econômico.** A expectativa de um PIB estável nos próximos dois anos para o Brasil (2022 e 2023) pode mudar, dependendo do resultado das eleições presidenciais em 2022.
- **Risco regulatório.** Acreditamos que há muita incerteza sobre o impacto do risco regulatório no Nubank, e essa incerteza pode já estar precificada nas suas ações. Caso o resultado seja melhor ou pior para o Nubank, pode haver uma mudança no preço das ações.

## Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Nós, **Henrique Navarro, Arnon Shirazi e Anahy Rios**, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

© 2022 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 23/02/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

 **Santander**  
Corporate & Investment Banking