

Caros investidores,

Ao analisarmos o ano de 2022, podemos afirmar que alguns efeitos secundários da pandemia, mais notadamente a inflação, ainda estiveram presentes entre nós. Não bastassem as circunstâncias que já observávamos em 2021, tais quais (i) a postergação da normalização das cadeias produtivas, (ii) o excesso de estímulos concedidos nos períodos mais críticos da pandemia, e (iii) a falta de ação mais contundente dos Bancos Centrais das economias desenvolvidas, tivemos o lamentável advento de uma guerra no continente europeu depois de várias décadas, o que acabou por jogar ainda mais lenha na fogueira inflacionária. O conflito entre Rússia e Ucrânia, dois grandes produtores de *commodities* energéticas e agrícolas, transformou um cenário já bastante complicado em dramático.

Como consequência, tivemos o maior aumento dos juros americanos em 40 anos – um ciclo de alta que já chega a 450bps e ainda não foi concluído. Naturalmente, um deslocamento de tal magnitude no principal componente da taxa de desconto de qualquer ativo financeiro teve um impacto relevante na precificação dos mercados acionários, principalmente nos ativos com *durations* mais longos.

No Brasil, a situação era relativamente melhor, dado que o Banco Central já havia iniciado o processo de aperto monetário e observávamos uma inflação mais comportada, mesmo que parcialmente influenciada por medidas de reduções de impostos de caráter temporário. Contudo, o cenário global complicado, conforme descrito acima, teve papel dominante e acabou por conter a apreciação dos ativos domésticos.

Vale também observar que notávamos uma distorção bastante pronunciada nos resultados entre os diferentes setores, fruto de uma conjuntura bastante impactada pelos eventos descritos acima, em especial o persistente desbalanceamento das cadeias de produção e a consequente alta dos preços de insumos e *commodities*. Tínhamos, de um lado, empresas diretamente expostas à produção e venda dessas matérias-primas, que apresentaram resultados robustos e significativamente fora dos padrões históricos. Como exemplo, a Gerdau atingiu EBITDA recorde acima de R\$20 bilhões em 2021 e 2022, enquanto na década anterior não havia chegado perto de dois dígitos. Do outro lado, víamos empresas ligadas a diferentes setores domésticos que tiveram que absorver esses custos e sofreram grande pressão em suas margens operacionais.

Foi com essa conjuntura em mente que, quase dois anos após o fechamento prematuro do nosso fundo (setembro de 2020), decidimos pela sua reabertura em julho de 2022. Estávamos vendo naquele momento um *valuation* extremamente atrativo em várias das nossas principais posições. Além disso, acreditávamos que várias delas encontravam-se com um posicionamento competitivo significativamente melhor quando comparado ao período pré-pandemia.

Por fim, não poderíamos deixar de comentar sobre as eleições no Brasil. Após um conturbado processo eleitoral, com uma polarização na sociedade jamais vista no nosso país, foi eleito o novo governo. A nosso ver, a despeito de suas visões mais à esquerda para a economia, não acreditamos em grandes mudanças na trajetória que vemos para o país.

Com relação à Absoluto Partners, seguimos crescendo e hoje somos 30 pessoas distribuídas entre os escritórios do Rio de Janeiro e Greenwich-CT. Diante da quantidade de eventos seculares (pandemia, disrupção das cadeias produtivas, guerra na Europa) que vivenciamos desde que começamos a nossa empresa, apesar de estarmos entrando no nosso quarto ano de existência, a sensação é a de que estamos juntos há muito mais tempo.

Quanto ao tema desta carta, tomamos a decisão de fazer algo pouco habitual em nossa história: falar sobre uma empresa específica. Usualmente, adotamos a postura de sermos mais discretos quanto a esse tipo de manifestação, utilizando para isso fóruns mais restritos como as interações que temos com os nossos investidores. Porém, pelo fato de ter sido o nosso primeiro investimento privado, pelo envolvimento que tomamos com a história e pelo tamanho da divergência de visões que vemos no mercado sobre o futuro dessa empresa, decidimos abrir essa exceção e falar sobre o Nubank – uma das mais interessantes histórias empresariais com que nos deparamos nos últimos anos.

NUBANK: CAPITANEANDO A TRANSFORMAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO

O Nubank foi fundado em 2013, com o intuito de endereçar as conhecidas dores dos brasileiros na interação com o sistema financeiro. Os fundadores David Vélez, Cristina Junqueira e Edward Wible começaram a atacar essa missão pela tarefa que consideravam mais desafiadora: a concessão de crédito *clean*. Nos primeiros anos, o banco oferecia apenas o produto de cartão de crédito, procurando gradualmente construir uma experiência superior para o cliente e desenvolver a capacidade de subscrição. A proposta, no entanto, sempre foi a de oferecer todos os principais produtos e serviços financeiros – e o sonho hoje é ir além disso.

Diferente do senso comum, acreditamos que o fator mais poderoso do modelo de negócio do Nubank diz respeito à sua base de custo, que corresponde a uma fração da estrutura dos bancos tradicionais. A maior eficiência permite, simultaneamente, oferta de serviços a preços mais baixos para os clientes e captura de rentabilidade mais expressiva. Além disso, um time de executivos especial, cultura forte caracterizada por testagem e honestidade intelectual, tecnologia proprietária de vanguarda e a construção de uma das marcas mais admiradas da região compõem os principais diferenciais competitivos do Nu.

Crescimento acelerado e alto engajamento da base de clientes

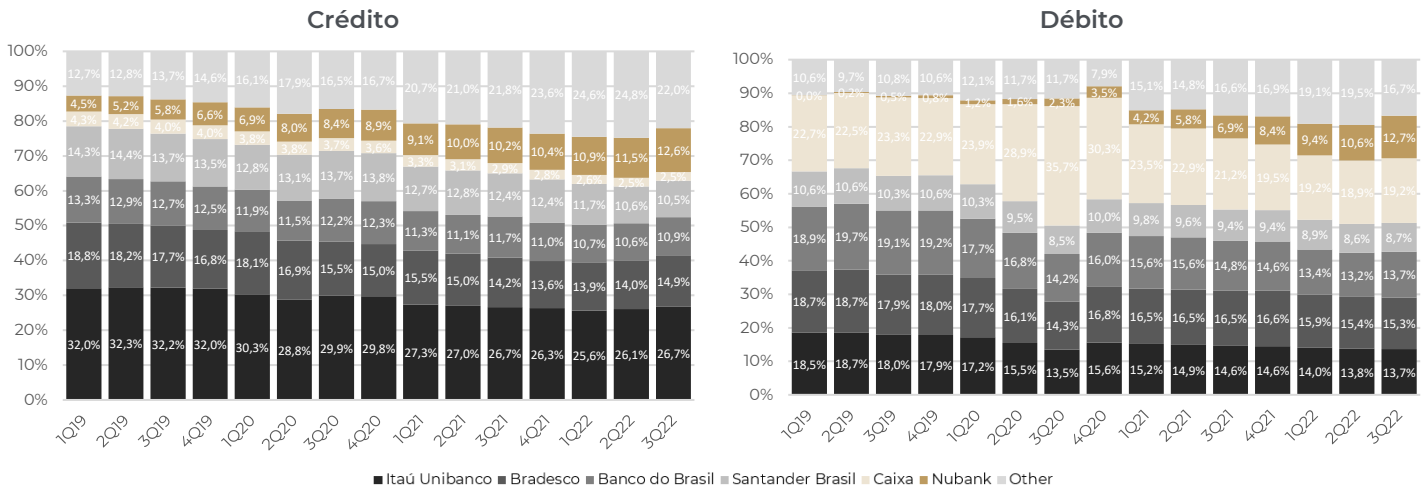
O Nubank vem surpreendendo consistentemente no crescimento de sua base de clientes. Para termos em perspectiva, apenas nos últimos 12 meses¹ adicionou quase 20 milhões de clientes, alcançando uma base total de 75 milhões, que representam cerca de 40% da população adulta do país. Dessa forma, o banco tem acesso a uma “piscina” sem igual e crescente de clientes para introduzir seus produtos e serviços e ganhar participação nos principais negócios da indústria financeira. Tão importante quanto o número de clientes, o Nu vem conseguindo estabelecer um alto nível de engajamento com sua base, uma vez que passa a ser o principal banco de relacionamento de mais de 50% de seus clientes 12 meses após a abertura da conta². Provedores externos indicam tempo de permanência e número de acessos no app similar a de bancos incumbentes – e muito acima de outras *fintechs*.

Como outra evidência do nível de engajamento, o acompanhamento do *market share* do volume transacionado de cartões de débito indica a relevância de cada banco ou *fintech* no sistema financeiro. Esse dado é diretamente associado à preferência dos consumidores pela conta corrente de determinada instituição financeira e mostra a representatividade já ponderada pelo poder aquisitivo de seus clientes. Achamos a métrica do *market share* de débito superior à de crédito, embora as conclusões sejam similares no caso do Nu, já que no caso de crédito diferentes níveis de apetite a risco poderiam distorcer a associação do dado como métrica de engajamento com a instituição financeira como um todo. Em ambos os casos, o Nubank já alcança mais de 12% do sistema financeiro – acima de alguns dos principais bancos incumbentes.

¹ Crescimento dos últimos 12 meses até o 3T22.

² O Nubank considera que é a conta bancária principal de seus clientes quando estes transferem ao menos 50% de sua renda mensal líquida de impostos da sua conta em qualquer mês, excluindo transferências para si mesmo.

Market share de volume financeiro de cartões



Fonte: Absoluto Partners, Banco Central do Brasil, dados das companhias.

Acreditamos que o modelo de negócios do Nu pode ser definido como um “*play de custo*”, ao invés de um “*play de receita*”. Em outras palavras, o sucesso do modelo advém da capacidade de capturar parte do *pool* de receitas do sistema financeiro a um custo significativamente mais baixo, dividindo parte desse diferencial com os clientes. Isso, por sua vez, permite que o Nubank ofereça preços mais atrativos, que colaboram para uma proposta de valor diferenciada e, em última instância, resultam em ganho de *market share* relevante.

O diferencial de custo advém de quatro pilares: (i) **custo de servir**, que corresponde a uma fração do observado de outros incumbentes, (ii) **custo de crédito**, que é cada vez mais assertivo em relação aos principais pares, (iii) **custo de aquisição de clientes**, que é bastante controlado dado que ~80% dos clientes são originados organicamente, apesar do ritmo muito forte de crescimento de base, e (iv) **custo de funding**, gradualmente mais competitivo após a alteração da remuneração da NuConta. A estrutura de custo mais eficiente deve resultar em níveis de rentabilidade materialmente acima do experimentado pela indústria até aqui, criando um novo paradigma. O custo baixo, inclusive, é imprescindível para viabilizar a oferta de limites inicialmente baixos para determinados clientes, que é parte fundamental do sucesso creditício. Além disso, o Nubank estrategicamente emprega o balanço apenas em negócios com retorno sobre capital mais elevados, como cartão e crédito pessoal, resultando em ROE consolidado melhor devido ao uso mais eficiente de capital.

Dentre as quatro alavancas de custo descritas acima, o custo de servir trata-se provavelmente do maior diferencial competitivo. Como referência, a base de custo do Nubank está em R\$9bi/ano³, enquanto a operação de varejo do Itaú (i.e. não considera *asset/wealth management*, atacado e LatAm), que consideramos a mais eficiente dentre os incumbentes, está em R\$38bi/ano³. Essa discrepância de quase R\$30bi se dá apesar de número de clientes semelhante entre Itaú e Nubank e número de correntistas mais alto do Nu⁴.

³ Dados do 3T22 atualizado.

⁴ 49.2mi de clientes ativos da NuConta vs. 34.1mi de cartões de débito para correntistas do Itaú.

Reconhecemos que, à medida que haja o crescimento da penetração de produtos por cliente, é natural esperar aumento de custo associado aos novos serviços oferecidos. No entanto, acreditamos que, não só a variação da receita é significativamente desproporcional à da despesa, como também que o grosso da estrutura de custo para atendimento da base atual de clientes já está empregada. Além disso, acreditamos que a vertical que mais agrega custos conforme cresce é a área de investimentos, a qual não é contabilizada na operação de varejo do Itaú e portanto não distorce a comparação acima. Por fim, vale destacar que a diferença seria ainda mais pronunciada caso excluíssemos despesas do Nu com outras geografias, uma vez que quase 20% do time é dedicado a México e Colômbia.

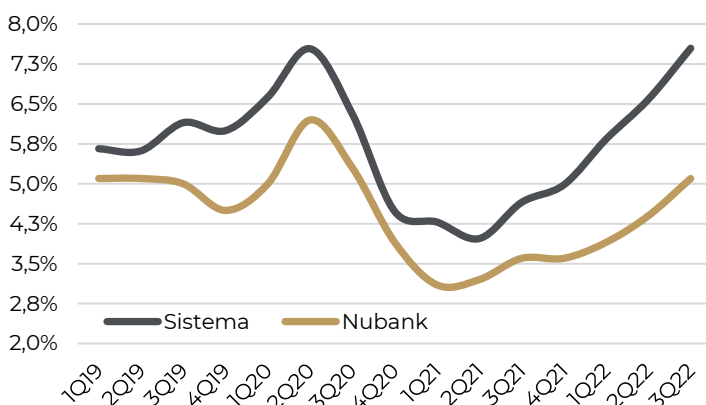
Capacidade de *underwriting* de crédito colocada à prova

A convicção na capacidade de originação de crédito do Nubank – crítica para a vinculação dos clientes e para a rentabilidade da empresa – está gradualmente mais elevada, tendo apresentado bastante resiliência em um período em que quase toda a indústria enfrentou dificuldades. Vale destacar que nossa análise é baseada no produto de cartão de crédito, em que o Nu já tem histórico mais longo e experimentou diversos ciclos, sendo também de mais fácil comparação com o resto da indústria.

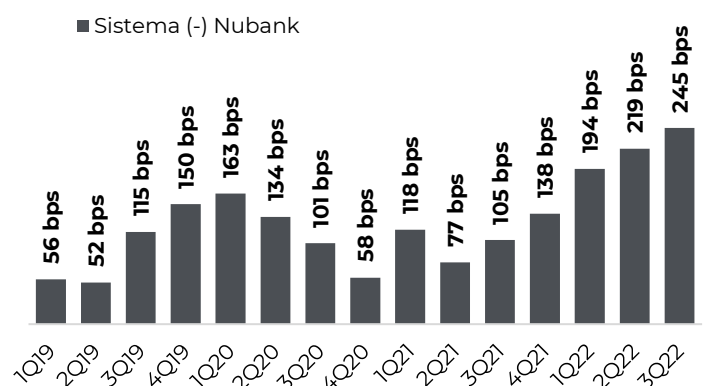
Importante frisar que, embora a originação de clientes do Nubank seja digital, a maior parte deles não é apenas cliente de cartão de crédito, mas também de outros serviços financeiros, como conta corrente. Inclusive, o produto de cartão de crédito é muitas vezes oferecido apenas depois de o indivíduo engajar com o Nu em outros produtos, garantindo que a base não tenha uma predominância de “*credit hunters*” e evitando seleção adversa. Além disso, a experiência superior oferecida pelo banco sempre ensejou maior engajamento e “*willingness to pay*”, mesmo quando o cartão de crédito era o único produto na prateleira. Por fim, a estratégia de crescer limites de cartão paulatinamente (estratégia “*low and grow*”), a tecnologia embarcada na modelagem e a cultura de estímulo a testagem exaustiva também estão por trás do sucesso do *underwriting* de crédito.

A conjunção de todos esses fatores explica o descolamento substancial da performance da qualidade de crédito do Nubank face ao resto da indústria no segmento de cartões. O diferencial de inadimplência de 90 dias para o sistema alcançou 250bps no 3T22 (7.6% do sistema vs. 5.1% do Nu), enquanto essa diferença antes da pandemia correspondia a 150bps (6.0% do sistema vs. 4.5% do Nu).

Inadimplência de 90 dias de cartão de crédito



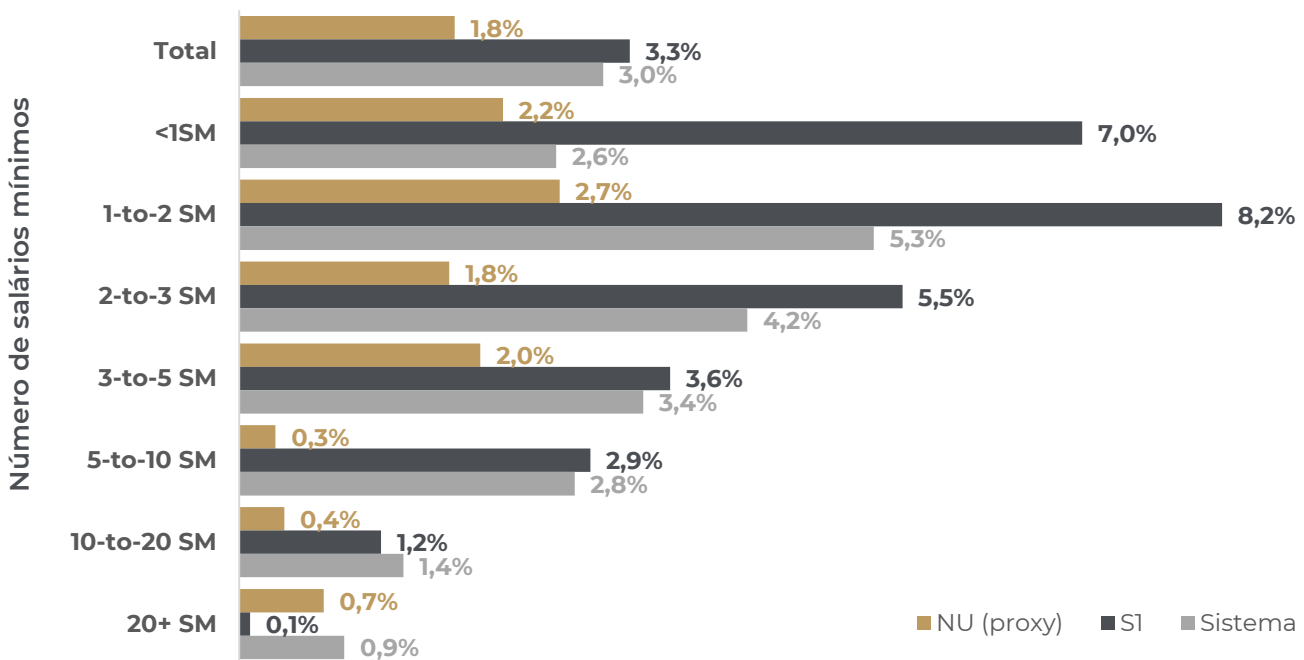
Diferença de inadimplência entre sistema e Nu



Como outro exemplo desse diferencial, nos últimos dois anos acompanhamos tentativas (hoje já consideradas frustradas) de diversos bancos de crescer concessão de crédito em “mar aberto”. Acreditamos que essa iniciativa estratégica tenha sido encorajada por um período de inadimplência atipicamente baixa pós-pandemia e, também, de reação ao sucesso, principalmente, do próprio Nubank. Observamos exaustivamente incumbentes e novos entrantes destacando de forma inédita crescimento de múltiplas vezes a emissão de novos cartões de crédito, especialmente em meados de 2021. Hoje, a maioria desses *players* sofre com inadimplência muito elevada e está fazendo cortes relevantes na originação do produto.

O insucesso dos grandes bancos pode ser explicado não somente por fatores macro, como a pressão inflacionária desproporcional sobre a baixa renda, mas também por ausência de atributos determinantes da política de concessão de crédito do Nu (como a estratégia “*low and grow*”) e mau julgamento a respeito da importância do engajamento na qualidade de crédito. Acreditamos, portanto, que os diferenciais competitivos do Nubank foram postos à prova e demonstraram serem até mais fortes que imaginávamos. O gráfico abaixo demonstra como o Nu apresentou deterioração de inadimplência mais moderada que os principais bancos do país (que compõe o segmento S1) em 2022, especialmente em faixas de renda mais baixas. Ainda que os incumbentes continuem atentos ao Nu e tentem de alguma forma reagir a seu crescimento, entendemos que o ambiente deva ser propício para aceleração do ganho de *market share* nos próximos anos.

Variação do índice de ativos problemáticos de cartão de crédito desde janeiro/2022 ^{5 6}



Fonte: Absoluto Partners, Banco Central do Brasil.

⁵ Consideramos como “*proxy*” de Nubank o segmento não-bancário S3, uma vez que Nubank representa mais de 80% do segmento na base disponibiliza pelo BC com base em dados do SCR. O Nubank disponibiliza gráficos com dados internos que corroboram a tendência de inadimplência por faixa de renda apresentada.

⁶ O Banco Central considera como ativos problemáticos operações de crédito em atraso há mais de 90 dias e as operações nas quais existem indícios de que respectiva obrigação não será integralmente honrada, como, entre outros eventos, quando a operação for objeto de reestruturação e/ou for classificada entre os níveis de risco E e H.

"De-risking" do crédito pessoal

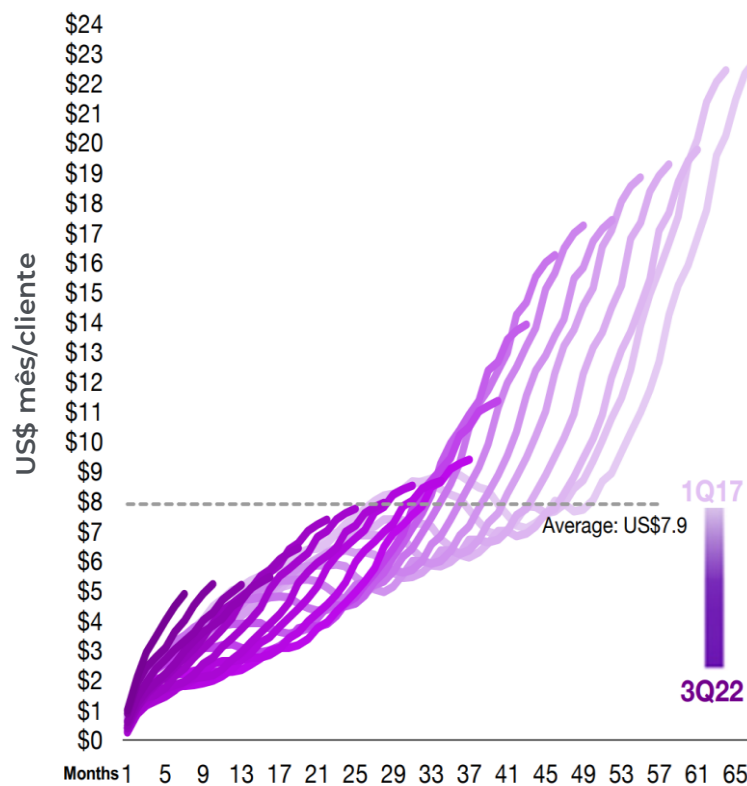
O sucesso do cartão de crédito comprova tanto a capacidade de modelagem/testagem da companhia, como a vinculação muito forte de sua base de clientes e o impacto disso na qualidade da subscrição, os quais indicam que o Nu também pode ter sucesso no produto de crédito pessoal. Embora o potencial do produto ainda seja alvo de muita discussão (e.g. qual tamanho do mercado endereçável?), acreditamos que a viabilidade econômica do mesmo já esteja sendo comprovada. O prazo é bastante curto (*duration* de cerca de 6 meses) e, dessa forma, as safras originadas entre 2019, ano de lançamento, e 2021 já experimentaram, em grande medida, o ciclo completo do crédito – incluindo amortização. A existência de ciclos completos, ainda que parcialmente em ambientes creditícios favoráveis, nos dá confiança a respeito da criação de valor e da geração de caixa do produto.

Importante mencionar que o Nubank apenas oferece crédito pessoal para clientes de cartão de crédito após 6 meses de histórico. Esse critério é importante, em primeiro lugar, para evitar que o produto seja utilizado com a finalidade de "rolar" a dívida do cartão, uma vez que apenas clientes com capacidade comprovada de pagamento das faturas são elegíveis ao crédito pessoal. Em segundo lugar, os dados transacionais oriundos do uso do cartão são um insumo importante para a modelagem de crédito. Finalmente, pelo fato de o cliente de cartão ser, via de regra, engajado, o crédito pessoal também não tem natureza de "mar aberto", confirmando as vantagens competitivas do Nu que o credenciam para ser um *player* relevante nessa vertical.

Alavancagem operacional

A estrutura de custo enxuta permite que, conforme a receita por cliente escale a partir da maturação da base e da introdução de novos produtos e serviços, o Nubank atinja níveis de rentabilidade muito superiores a bancos incumbentes. Como exemplo do potencial de aumento de receita, a receita média por cliente, hoje em US\$7.9/mês, compara-se a mais de US\$20/mês das safras mais antigas, que, por sua vez, também continuam crescendo. O aumento gradual da receita média dos clientes é explicado, por exemplo, pelo fato destes tenderem a migrar o relacionamento ao longo do tempo – e, como consequência, o volume financeiro – para o Nu e de o banco tender a aumentar limites paulatinamente ao passo que a qualidade creditícia é demonstrada. Enquanto a receita por cliente deve continuar crescendo consistentemente, o custo de servir deve continuar estável (abaixo de US\$1/mês), levando portanto à significativa alavancagem operacional.

Receita média por cliente por safra de adição de clientes



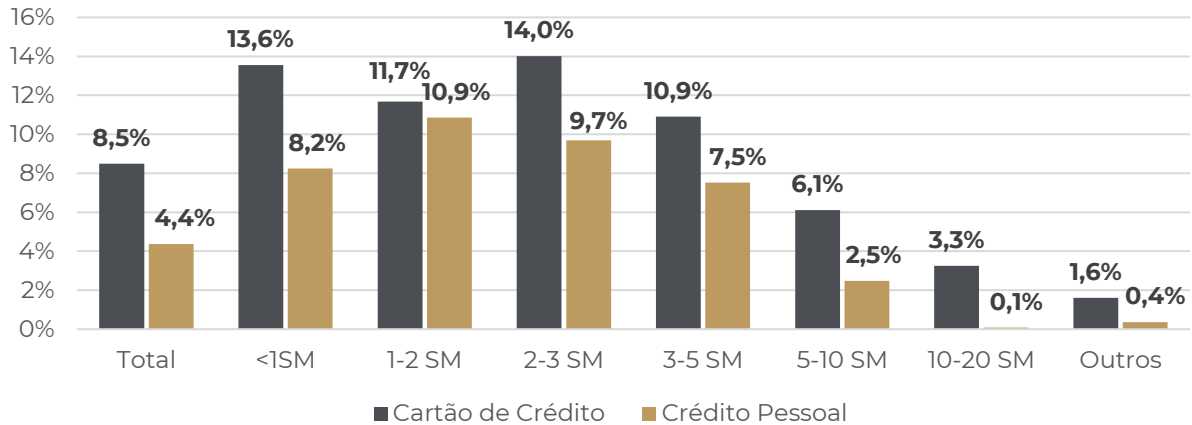
Fonte: Nubank.

Em adição à maturação da base de clientes com os produtos atuais (*upsell*), a extensão da prateleira de produtos deve também contribuir para aumento de receita (*cross-sell*). Como exemplo, esperamos que o Nubank faça o lançamento de crédito consignado na primeira metade de 2023, cuja distribuição digital pode permitir retornos sobre capital muito elevados dada a inexistência de taxas de intermediação para correspondentes bancários. Também esperamos migração da prateleira de produtos de investimento oriunda da Easynvest para o aplicativo do Nubank, acelerando o crescimento dos ativos sob custódia, que já começou a ganhar mais tração com as “Caixinhas”⁷. O *management* também tem sido cada vez mais vocal a respeito do potencial de oferta de produtos e serviços não-financeiros, dado o tráfego e engajamento sem paralelos de sua plataforma.

Um contra-argumento comum à tese de Nubank diz respeito à sua suposta dependência à baixa renda e às dificuldades de monetização que uma base com esse perfil acarretariam. Reconhecemos que o Nu ainda não conseguiu penetrar com sucesso no segmento de alta renda – um dos principais objetivos do *management* a partir do lançamento do segmento Ultravioleta. Dito isso, vale ressaltar que esse segmento representa menos de 25% do saldo de crédito de cartão no sistema, indicando potencial expressivo de crescimento mesmo nas faixas em que a companhia já prospera. Também cabe lembrar que, apesar do poder aquisitivo médio da sua base de clientes supostamente ser abaixo da média do sistema, o *market share* de cartões confirma a relevância de sua base de clientes no sistema financeiro, independente de eventual volume unitário mais baixo. Além disso, vemos o Nubank bastante representativo tanto na baixa como na média renda, conforme indicado pelo *market share* do saldo de crédito de cartão por segmento de renda.

⁷ As “Caixinhas” são uma ferramenta para guardar dinheiro de maneira organizada e personalizada, de acordo com os objetivos de cada cliente, direto no aplicativo do Nu.

Market share de crédito do Nubank por faixa de renda



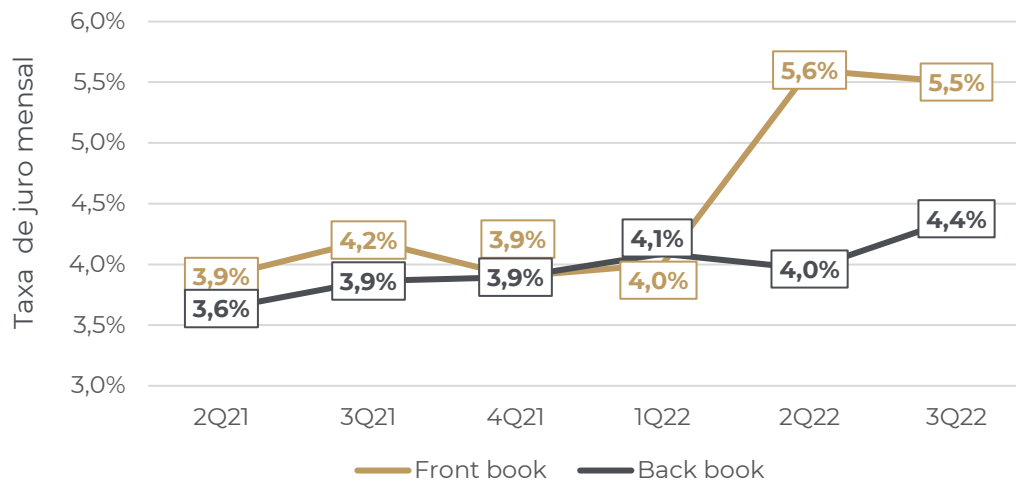
Fonte: Absoluto Partners, Banco Central do Brasil, Nubank.

Earnings power

Determinar o patamar sustentável de rentabilidade do Nubank é especialmente desafiador dada a inexistência de *players* semelhantes maduros em outras geografias e a natureza quase sem precedentes desse modelo de negócio. Acreditamos que, ao longo dos próximos resultados, o Nu deverá gradualmente destravar melhora de rentabilidade a partir de alavancagem operacional, potencializada por outras iniciativas descritas a seguir.

- 1. Custo de *funding*:** A remuneração da NuConta foi alterada a partir do início do segundo semestre. O saldo que fica na conta por menos de 30 dias deixa de ser remunerado para o cliente, permitindo que o Nubank capture para si a remuneração sobre o montante que “gira” muito rápido na conta. Não esperamos impacto significativo em engajamento e satisfação de clientes pois a (i) proposta de valor com remuneração de 100% do CDI a partir de 30 dias continua muito superior a de bancos incumbentes, (ii) a remuneração do montante que ficava menos de 30 dias na conta era sujeito a tarifas de IOF muito altas e portanto o benefício efetivo para o cliente era muito inferior a 100% do CDI, e (iii) a mudança ocorreu em paralelo à introdução do produto “Caixinhas”, que estimula os clientes a guardar dinheiro para o atingimento de metas financeiras e foi muito bem recebido pelo público. A capacidade de destravar essa alavanca de rentabilidade sem comprometer significativamente a experiência do cliente (ou até melhorando para determinado público) ilustra como o foco genuíno no cliente pode ser aliado a retorno para os acionistas.
- 2. Reprecificação da carteira:** O Nubank aumentou a taxa de juros do produto de crédito pessoal a partir de meados de 2022 (de ~4.0% para ~5.5%) à luz do (i) aumento da Selic, (ii) deterioração do ambiente macroeconômico e aumento de perda esperada e (iii) movimentação de competidores. O aumento de taxa da originação (*front book*) demora alguns trimestres para se refletir em todo o estoque de crédito (*back book*). À medida que houver a reprecificação ao longo dos trimestres subsequentes, a receita do banco deve expandir sem contrapartidas relevantes em custo.

Taxa de originação (*front book*) e taxa de estoque (*back book*) de crédito pessoal



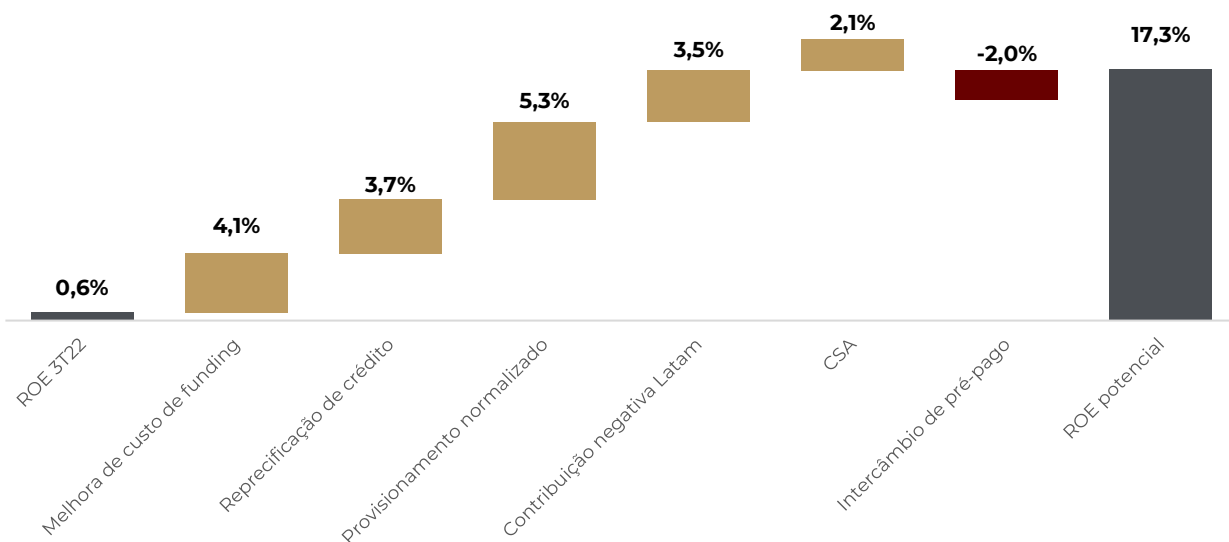
Fonte: Absoluto Partners, Nubank.

- 3. Normalização de provisionamento:** O Nubank adota o provisionamento por perda esperada. Dessa forma, provisiona, na largada, toda a perda que projeta para o montante originado no exercício. Quando o banco cresce muito, a provisão correlaciona com a originação mais elevada do trimestre, enquanto a receita correlaciona com a carteira de crédito média do exercício, que, por sua vez, reflete a originação menos pronunciada dos trimestres anteriores. Ao tentar discriminar o impacto desse descasamento temporal, assumimos que a despesa de provisão que refletiria a carteira média do Nu seja igual à formação de inadimplência do exercício⁸. Reforçando isso, a despesa de provisão e formação e inadimplência dos bancos incumbentes são historicamente bastante próximos – e é comum que a diferença entre ambos, quando verificada, seja considerada na análise de geração recorrente de resultados.
- 4. Rentabilidade de México e Colômbia:** As operações de México (principalmente) e Colômbia contribuem bastante negativamente para o resultado corrente do Nubank. Estimamos que a contribuição negativa para o lucro esteja em centenas de milhões de reais por trimestre. Logicamente, a contribuição negativa das novas geografias também não se trata de um detrator estrutural do *earnings power*. Pelo contrário, entendemos que o prejuízo seja natural dado o estágio de crescimento. Como discutiremos na sequência, estamos construtivos com o potencial dessa diversificação geográfica.
- 5. Contingent share awards (CSA):** O pacote de remuneração do David Vélez, que diz respeito à outorga de ações contingentes ao atingimento de determinados níveis de valor de mercado da empresa, teve impacto contábil relevante nos últimos resultados. O programa tem uma primeira tranche cujo impacto contábil deve ser materialmente menor nos próximos anos e uma segunda tranche que foi recentemente cancelada.
- 6. Intercâmbio de pré-pago:** Do lado negativo, o BC introduziu um cap na tarifa de intercâmbio de cartões pré-pago de 0.7%, que deve vigorar a partir de abril de 2023.

⁸ A formação de inadimplência (mais conhecido pelo termo em inglês *NPL formation*) corresponde ao montante de crédito que entrou em inadimplência de 90 dias no exercício.

Ainda que não sejam capturadas em sua plenitude nos próximos trimestres, as alavancas descritas ilustram o potencial de rentabilidade do Nubank. Como exemplo, se já tivessem sido capturadas integralmente no 3T22, estimamos que o ROE já estaria se aproximando de 20%. Esse resultado se dá apesar de uma estrutura de capital ainda muito ineficiente. Considerando apenas o capital necessário para o tamanho atual da operação brasileira do Nu, os retornos dos últimos meses já seriam próximos a 50%⁹. Somado a esses *drivers*, acreditamos que o Nu deve continuar a crescer base de clientes, ganhar *market share* nos produtos existentes, lançar novos produtos e serviços e começar a ganhar tração em novas geografias, que devem gradualmente levar a companhia a níveis de rentabilidade ainda mais expressivos.

Estimativa de *earnings power* da operação brasileira do Nubank com base no resultado do 3T22



Fonte: Absoluto Partners, Nubank.

Primeiros sinais encorajadores no México e na Colômbia

O Nubank foi concebido sob o conceito de “plataforma”, com a arquitetura tecnológica de cada produto e serviço construída de forma apartada. Como resultado, o banco tem muito mais agilidade para testar e aprimorar suas soluções e adaptá-las para novas geografias, refletindo a ambição dos fundadores de construir um banco global. Como exemplo da vantagem competitiva e do ganho de escala de ser um *player* global, o código da conta corrente do México é mais de 95% igual ao do Brasil.

O Nu lançou o cartão de crédito no México no final de 2019 e já conta com mais de 3 milhões de clientes. Como prova de que a velocidade desse crescimento tem sido acelerada, após três anos do início da operação no Brasil, o Nubank possuía “apenas” 1 milhão de clientes. O crescimento mais rápido se dá não só pela disponibilidade de capital mais abundante, mas também pelo ritmo de desenvolvimento favorecido pelos micro-serviços previamente desenvolvidos para o mercado brasileiro. Diversas *features* de cartão de crédito lançadas no Brasil nos últimos anos já estão disponíveis no México (e.g. flexibilidade de limite e data de pagamento, cartão virtual, disponibilidade em *e-wallets*, parcelamento de compras específicas, adiantamento de parcelas). Na Colômbia, por sua vez, o crescimento tem sido ainda mais veloz, chegando a 400 mil clientes desde o lançamento em agosto de 2020.

⁹ A operação brasileira do Nubank está sob o conglomerado prudencial Nu Pagamentos. Segundo dados disponibilizados pelo Banco Central, o conglomerado tinha R\$5.0bi de patrimônio líquido e o lucro líquido de nov/2022 foi de R\$244mi.

Especificamente em relação à expansão do Nubank no México, estamos bastante construtivos. Em primeiro lugar, o nível de serviço muito alto no Brasil e a comprovação da rentabilidade servem de indicativo para o potencial em outras geografias. Além disso, a penetração de cartão de crédito e de serviços bancários em geral é significativamente mais baixa que no Brasil. Estimamos também que o produto de cartão de crédito seja mais rentável no México, devido ao alto volume de parcelamento com juros. A população mais jovem, por sua vez, torna a demografia mexicana mais favorável. Fora isso, acreditamos que o cenário competitivo é mais benigno, com o mercado ainda mais concentrado, incumbentes menos preparados e disponibilidade de capital mais restrita para novos entrantes.

Reflexões sobre *valuation*

Desde as nossas primeiras discussões a respeito do Nu, ainda à época do nosso investimento privado, os principais debates sempre foram mais em relação a *valuation*, e menos à crença na viabilidade do modelo, nas vantagens competitivas e na potência de crescimento e alavancagem que o negócio teria, pontos sobre os quais temos razoável convicção. A distância entre a rentabilidade corrente e a potencial do Nubank e a inexistência de empresas listadas comparáveis dificulta as discussões de *valuation*, especialmente no ambiente atual de mercado em que o horizonte de investimento está mais curto, privilegiando lucratividade imediata em detrimento de crescimento. No entanto, a expectativa de alavancagem operacional mais significativa e os *drivers* já mencionados de curto e médio prazo devem resultar em patamares de rentabilidade suficientes para que métricas tradicionais de *valuation* (e.g. P/E) passem a ser consideradas.

Sob ótica de P/B, o múltiplo pode parecer elevado à primeira vista, especialmente em comparação aos bancos incumbentes. Notamos, entretanto, que ROEs elevados deveriam comandar múltiplos sensivelmente mais altos, especialmente se a empresa tem capacidade de reinvestir o lucro no negócio a taxas de retorno marginal semelhantes, que acreditamos que seja o caso do Nu dado o *market share* ainda baixo. Os incumbentes, por sua vez, não apenas têm ROEs mais baixos do que acreditamos que o Nubank atinja, mas também distribuem grande parte da rentabilidade já que não tem oportunidade de reinvestimento a taxas de retorno acima do custo de capital, que, caso fosse possível, geraria mais valor aos acionistas e comandaria múltiplos mais elevados. Como exemplo da importância de rentabilidade e de oportunidade de reinvestimento, ROE de 30% com reinvestimento integral leva à multiplicação do *book value* por quase 4x em 5 anos, enquanto ROE de 20% com *payout ratio* de 75% leva a crescimento de *book value* de cerca de 30% em 5 anos e *dividend yield* acumulado nesse período de cerca de 80%¹⁰. Além disso, qualitativamente, o *brand equity*, a capacidade de atração de clientes a um custo baixo (LTV/CAC de 30x¹¹), o diferencial de tecnologia, a cultura sem igual que alia rigor de crédito e estímulo à inovação e o time de executivos de ponta justificam o valor de mercado significativamente acima do valor patrimonial.

¹⁰ Assumindo reinvestimento do dividendo a taxa de 12.5%.

¹¹ A relação entre *lifetime value* (LTV) e *customer acquisition cost* (CAC) é utilizada para analisar a sustentabilidade do crescimento. Números acima de 3x já são tipicamente considerados bons.

O sucesso do Nubank é não apenas importante para a decisão de investimento na própria companhia, mas também tem implicações materiais para todo o sistema financeiro brasileiro. A comprovação do potencial do modelo de negócio aliada à continuidade de ganho de *market share* dada a proposta de valor atrativa (em cada vez mais negócios) deve acelerar o desafio imposto aos incumbentes de lidar com estruturas de custo substanciais sustentadas em grande medida por contribuição ainda expressiva de linhas de receita pouco sustentáveis (os grandes bancos ainda geram bilhões de reais de receita de conta corrente e de anuidade de cartão). Aliás, dentro de nossas discussões, questionamo-nos constantemente se já não estamos vendo esse processo se materializar face às dificuldades enfrentadas recentemente por alguns dos principais *players* de mercado, que parecem ainda não ter encontrado o melhor caminho para lidar com esse novo ambiente.