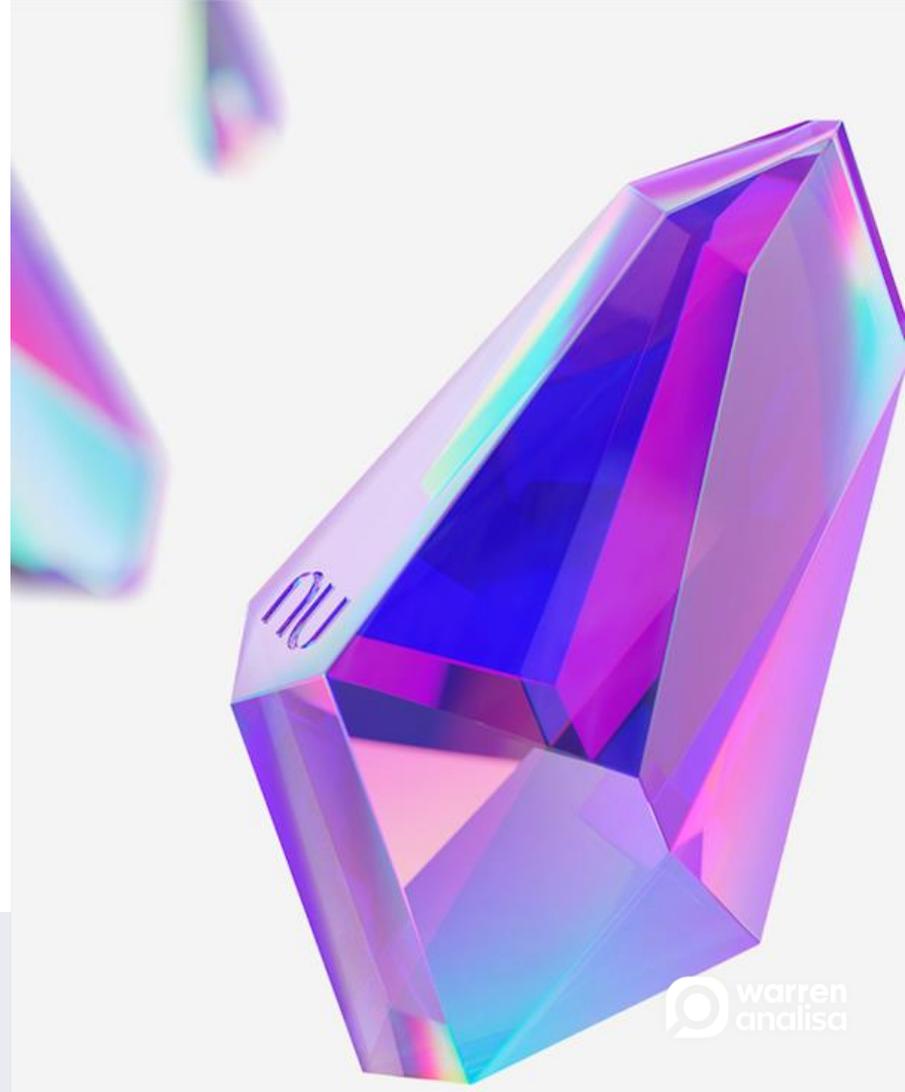


# Nubank

Quanto vale o seu pedacinho no futuro?

Material produzido pelo time  
de **Análise da Warren.**

Atualizado em: 04/05/2022



# Disclaimer Geral

Este relatório foi elaborado pela Warren e tem como objetivo auxiliar o investidor nas suas tomadas de decisões de investimento. Entretanto, são de única e exclusiva responsabilidade do investidor as decisões efetivas quanto à compra e venda de valores mobiliários, bem como as análises quanto à adequação ao seu perfil de investimento. Este relatório foi baseado em informações de caráter público, fornecidas pelos sites das empresas analisadas no presente documento. Apesar de serem informações oriundas de fontes consideradas fidedignas, não é possível assegurar totalmente a veracidade do seu conteúdo. Este relatório foi elaborado com observância a todas as regras da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021. Informamos que todas as recomendações deste relatório de análise refletem única e exclusivamente as opiniões pessoais dos analistas de valores mobiliários da Warren e foram elaboradas de forma totalmente independente, inclusive em relação à Warren, e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Warren. Este relatório não leva em consideração os objetivos específicos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de qualquer indivíduo em especial, mesmo quando enviado a um único destinatário. Desempenho de rentabilidade passada não é necessariamente um indicador de resultados futuros e nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é feita pela Warren em relação ao desempenho futuro. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Qualquer recomendação ou opinião contida neste relatório de pesquisa pode se tornar desatualizada em consequência de alterações no ambiente em que o emitente dos valores mobiliários sob análise atua, além de alterações nas estimativas e previsões, premissas e metodologia de avaliação aqui utilizadas. A Análise Técnica e a Análise Fundamentalista seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é realizada seguindo conceitos da escola de Dow, como: o mercado desconta tudo; os preços se movimentam baseado em tendência; a análise usa como padrão a repetição de movimentos. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação as demonstrações contábeis da empresa para calcular o valor intrínseco da mesma. Nestes termos, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor e podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de “stops” para limitar as possíveis perdas. A Warren não se responsabiliza por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou de seu conteúdo. Ao final do relatório, apresentaremos as declarações dos analistas.



# Índice

- 01.** Introdução
- 02.** Visão geral da empresa
- 03.** Desafios e controvérsias
- 04.** Principais indicadores
- 05.** Conclusão

# Nosso time



**Celson Placido**

celson.placido@warren.com.br  
CNPI 1577



**Frederico Nobre**

frederico.nobre@warren.com.br  
CNPI-P 2745



**Gustavo Pazos**

gustavo.pazos@warren.com.br  
CNPI 3173



**Lucas Xavier**

lucas.xavier@warren.com.br  
CNPI-T 2707

# 01. Introdução

# Disclaimer

Como analistas profissionais, seguimos atentamente todas as diretrizes da **Instrução CVM 598/2018** e o **Código de Conduta da APIMEC**. Dessa forma, é nosso dever discriminar qualquer tipo de conflito de interesse em potencial ao realizar análises e recomendações de investimentos.

Nesse sentido, vale ressaltar que o Nubank é uma empresa inserida no setor financeiro e que compete com a Warren no segmento de mercado de capitais, através de sua subsidiária Nu Invest (antiga Easyinvest).

Acreditamos que este fato não se materializa em incentivo de qualquer natureza que possa interferir na objetividade da análise da equipe da Warren por dois motivos principais:

- A Nu Invest não é tão representativa diante do valor total do NuBank
- A Warren não é uma empresa listada em bolsa.

Este documento, portanto, não tem potencial de impactar o valor de mercado da Warren ou trazer outros benefícios para a companhia, em detrimento do ativo objeto do relatório.

**A análise e opinião da equipe da Warren é objetiva e leva em consideração apenas dados e informações públicas.**

# Nubank (NUBR33)

**A trajetória do Nubank mescla elementos emblemáticos e disruptivos** que colocam a empresa na boca do povo, de norte a sul do Brasil.

A companhia iniciou suas operações em 2013 e agora ocupa a posição de fintech mais valiosa da América Latina, com mais de 53 milhões de clientes.

Neste relatório, vamos explorar os elementos que permitiram esse crescimento acelerado e os principais desafios do Nubank daqui para a frente.

Além disso, faremos um breve comparativo com os demais players do mercado e vamos expor a nossa opinião sobre comprar ou não as ações do “roxinho”.



## 02. Visão geral da empresa



*“Desconstruímos **complexidade**, **burocracias** e aquele jeito antigo de lidar com dinheiro.”*

O Nubank é uma **Fintech** brasileira que oferece **cartão de crédito gratuito sem anuidade e com relacionamento 100% digital de maneira bastante simples e intuitiva**, sem a burocracia dos “bancões”, e pensada no cliente final. Através do seu aplicativo é possível fazer tudo, acompanhar gastos, visualizar a fatura, bloquear o cartão, etc..

Além disso, o Nubank surgiu com a modalidade de TED (Transferência Eletrônica Disponível) grátis, que, com o lançamento e popularização do PIX, perdeu parte do seu diferencial competitivo.

# NUBR33

**Nubank**

[NUBR33]

*Preço (04/05)*

**R\$ 4,69**

*Volume  
médio diário  
de 3 meses*

*Valor de mercado*

**R\$ 131,6 bi**

**R\$ 32,15 mm**

## É inegável que o Nubank revolucionou a prestação de serviços bancários no Brasil

O setor financeiro brasileiro mudou consideravelmente desde que surgiram os bancos digitais. Nesse contexto, por ser pioneiro e extremamente eficiente, o Nubank assumiu um papel de protagonismo nos últimos anos.

### Alguns fatores contribuíram para a popularidade do roxinho:

- ✓ A política de tarifa zero para a maior parte dos serviços bancários alimentou a captação acelerada de novos usuários.
- ✓ Investimento em tecnologia e digitalização de serviços trouxe praticidade para o cliente final e fidelizou a base.

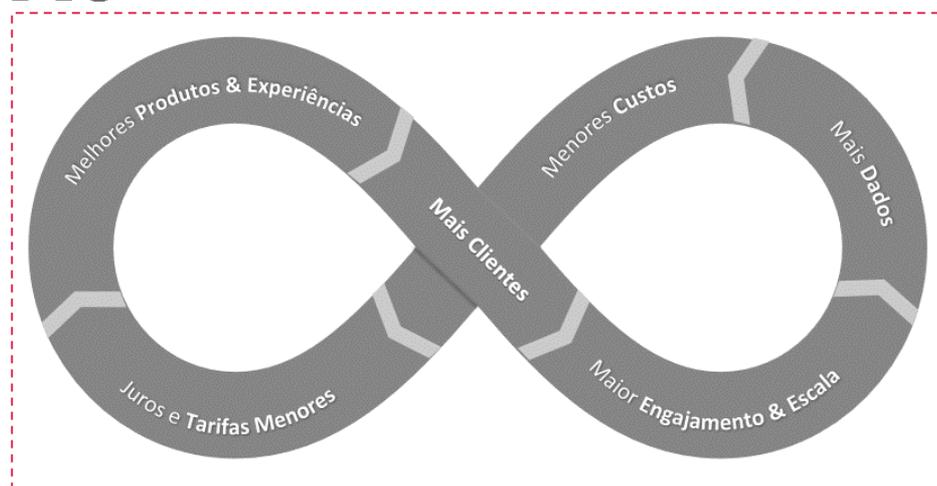
## A estratégia de mercado da companhia

A estratégia de negócios da companhia está baseada na **construção de uma base de dados sobre clientes engajados**, seu perfil de crédito, seus hábitos de consumo etc.; que alimentará o **ecossistema de recomendações de produtos do banco de forma a criar soluções que atendam a demanda específica destes clientes**.

A companhia acredita que ao simplificar investimentos, reduzir custos e investir em marketing, consegue **aumentar seu market share** de duas formas:

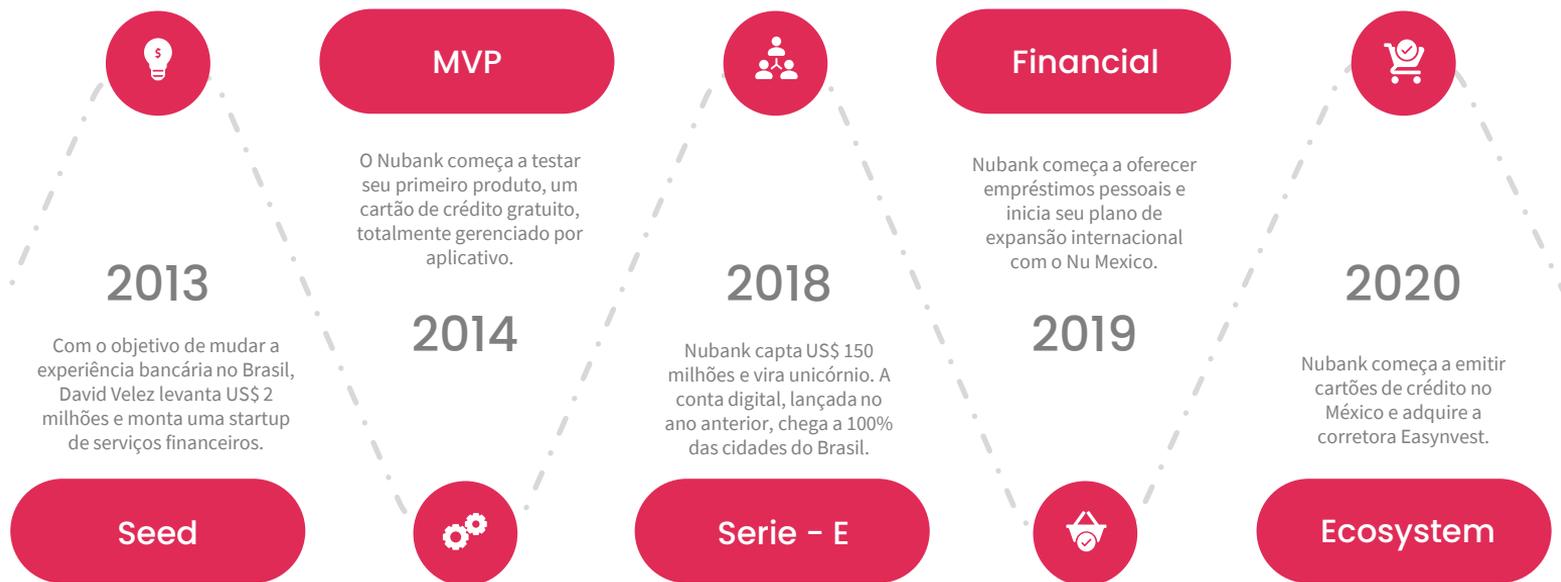
1. Oferecendo facilidade, desburocratização e menor custo para o **público que já é bancarizado**.
2. Oferecendo o primeiro acesso, de maneira intuitiva, a um **público que não é bancarizado**.

nu (Ecosystema)



# A trajetória do Nubank antes do IPO

O Nubank cresceu de forma extremamente acelerada no Brasil por conseguir oferecer uma nova alternativa mais prática e de custo zero aos péssimos serviços prestados pelos bancos tradicionais.



# Buffett & Nubank

O bilionário Warren Buffett é um dos investidores de longo prazo mais reconhecidos da história do mercado financeiro. **Mas qual a relação dele com o Nubank?**

Em junho de 2021, o Nubank realizou uma nova rodada de captação de US\$ 1,15 bilhões, que contou com um aporte de US\$ 500 milhões da Berkshire Hathaway, gestora de recursos de Warren Buffett.

Nesse mesmo mês do aporte, o banco digital atingiu a marca de 40 milhões de clientes.

O investimento do “oráculo de Omaha” no roxinho foi bastante emblemático, dado que a Berkshire Hathaway costuma aplicar em empresas com perfil diferente (fortes geradoras de caixa).

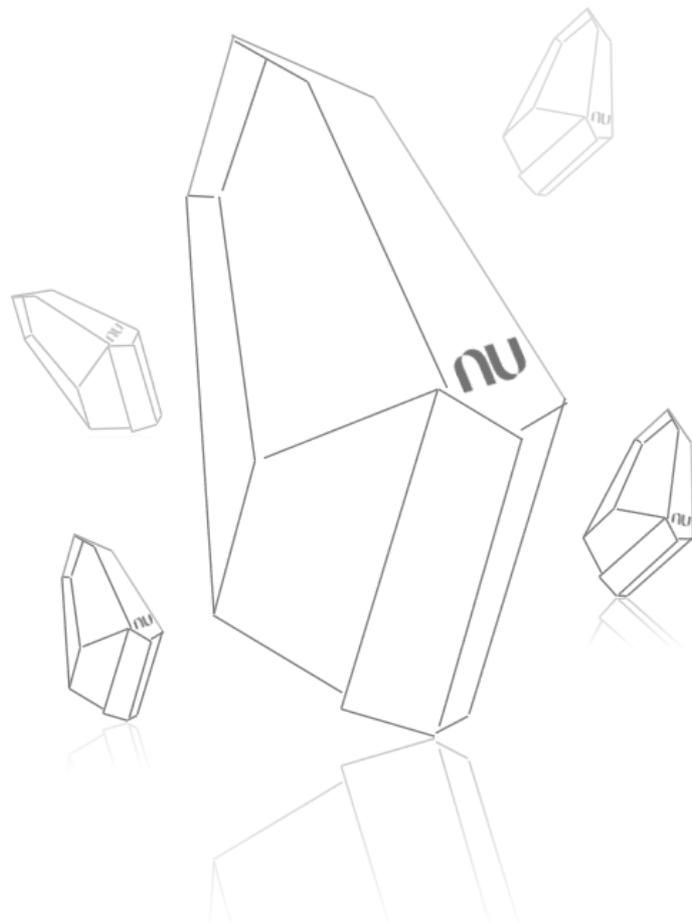
Será que Warren Buffett mudou a forma de avaliar empresas? Ou será que ele sabia o que vinha pela frente?



## A venda de um sonho ambicioso

A proposta do Nubank de emitir “**pedacinhos**”, que são BDRs correspondentes às ações da NuHolding, negociada na NYSE (New York Stock Exchange), faz parte do seu **objetivo de fidelizar seus clientes**. O Nubank, ao comprar a Easynvest (atual NuInvest) e transformar seus clientes em investidores, procurava criar uma porta de entrada simples para o investidor pessoa física, de maneira que **a facilidade em tratar assuntos complexos fosse um atrativo que proporcionaria uma jornada de permanência do cliente/investidor, aumentando o lifetime value dos usuários do app**.

Ou seja, se o caminho natural para quem possui dinheiro são os investimentos e quem explicou para o cliente o passo a passo de como investir foi o Nubank; a *Fintech* esperava que **seu nome estivesse ligado ao ato de investir de maneira fácil** para trazer ao imaginário do cliente as possibilidades e os possíveis ganhos ao fazer isso.



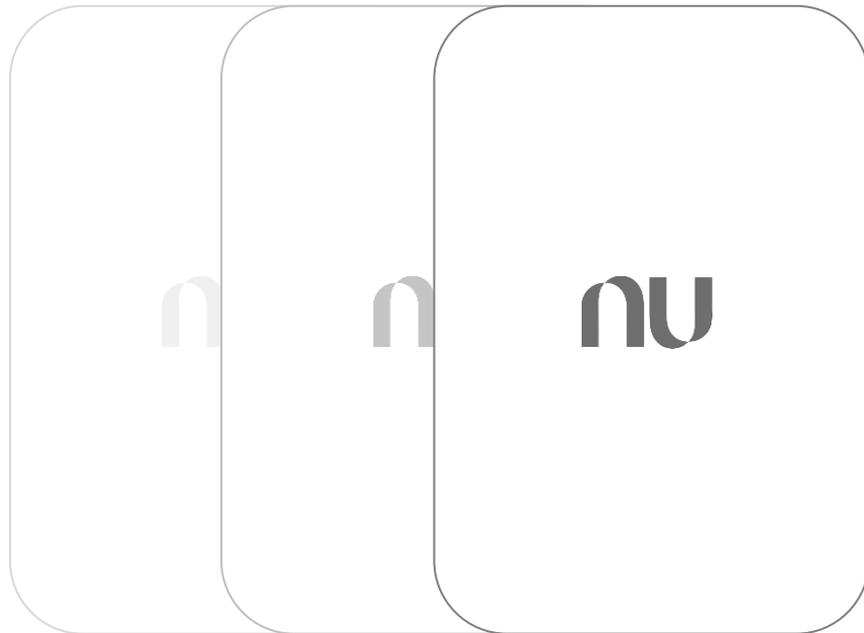
## Initial Public Offering

Foi assim que o Nubank vendeu o seu sonho tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos, e que foi precificado pelo mercado em **valores extremamente elevados**. Estes valores fizeram o Nubank ser **considerado o banco mais valioso da América Latina**, com um preço de US\$ 41,5 bilhões de dólares (~R\$ 229 bilhões de Reais), na frente de players como Itaú e Bradesco.

Portanto, desde o início, o Nubank e o mercado antecipavam resultados ambiciosos. Desta forma, investir no Nubank era investir na capacidade da empresa de alcançar estes resultados no futuro, ainda que o horizonte de maturação estivesse bem distante e dependesse de muitas variáveis para se tornar, efetivamente, tangível.

**NYSE: NU**

**B3: NUBR33**



## Poderosa até demais?

Em junho de 2021, o Nubank anunciou a cantora **Anitta como membra do Conselho de Administração**, intensificando o traço de desafio ao *status quo* da marca. Para tanto, uma nova cadeira foi criada (não ocorreu substituição de nenhum outro conselheiro).

Segundo a companhia, a motivação para a seleção da cantora ao posto de conselheira foi o seu **conhecimento amplo sobre o comportamento dos consumidores** de produtos financeiros oferecidos pelo banco e seu **histórico de estratégias de marketing bem sucedidas**. Evidentemente, além das razões mencionadas pela companhia, a escolha foi uma grande jogada de marketing.

Seja como for, segundo David Vélez, CEO do Nubank, Anitta **participa de reuniões trimestrais** com os demais conselheiros e com a diretoria do Nubank e tem agregado na **diversidade de ideias** e no conhecimento sobre público-alvo, considerando que a maioria dos membros é estrangeira e não se enquadra no perfil dos clientes do banco. Dentre as contribuições da cantora, David mencionou a chancela à ideia do oferecimento de BDRs à base de clientes gratuitamente.



## A polêmica da remuneração

A nomeação de Anitta ao Conselho recebeu duras críticas. Entre elas, à ausência de “formação técnica” condizente com o cargo, embora seja evidente a capacitação da cantora no campo do marketing digital e de conteúdo.

Por outro lado, a remuneração de Anitta levanta questionamentos mais razoáveis. Além da compensação financeira pela participação no Conselho (1,4 milhões por ano), a companhia firmou um **contrato de publicidade de R\$ 36 milhões com a produtora da cantora**, a Rodamoinho, por um prazo de cinco anos.

O preço, de todo modo, não pode ser avaliado isoladamente. Deve-se considerar que **Anitta cobra cerca de R\$ 400 mil por cada postagem de conteúdo publicitário em suas redes sociais** e que, em 2021, foi a artista brasileira que mais faturou como influenciadora digital.

A cifra, apesar de alta, não se compara à previsão de pagamento dos diretores do banco, conforme veremos a seguir.



## 03. Desafios e controvérsias

# O boom das fintechs

Depois do Nubank, surgiram mais de 1000 outras fintechs no Brasil, em um movimento que tomou corpo diante da regulação mais branda de “sandbox” do Banco Central e maior disponibilidade de capital com taxas de juros mais baixas.

## Bancos digitais no Brasil

Número de clientes



53 milhões



17 milhões



16 milhões



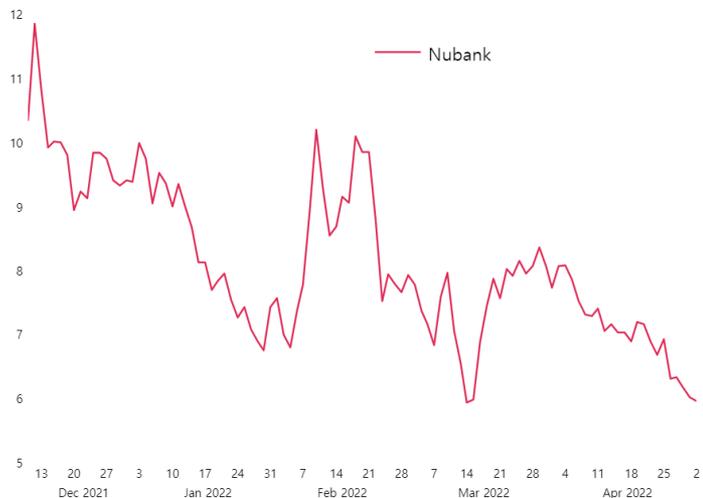
11 milhões



5 milhões



3 milhões



Source: Refinitiv Datastream

Para enfrentar a pandemia de Covid-19, os bancos centrais do mundo todo se endividaram, baixaram as taxas de juros e estimularam a economia. Esse boom de liquidez favoreceu ativos reais como commodities e equities e gerou **maior disponibilidade de capital de risco**, favorecendo a captação de recursos por parte das fintechs.

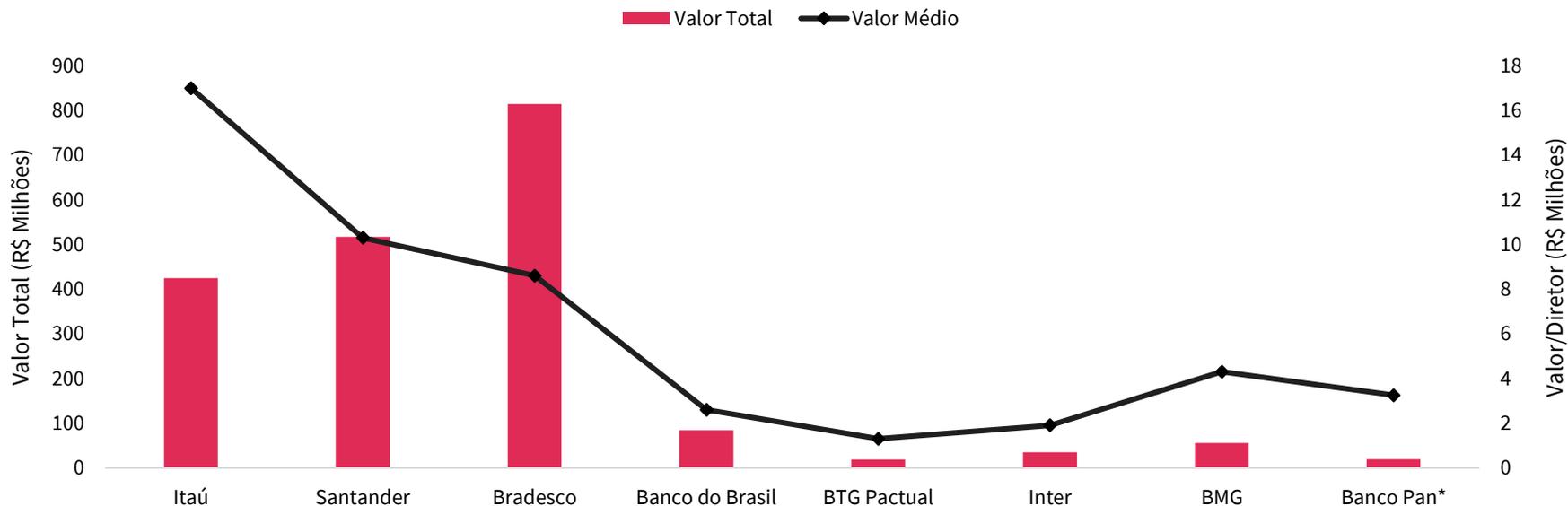
Em um segundo momento, de meados de 2021 em diante, mas principalmente em 2022, **essa grande fonte de liquidez secou**. As perspectivas de inflação acelerada e baixo crescimento dominaram os mercados, trazendo uma grande aversão à risco.

## Elenco caro ganha campeonato?

Um dos pontos chave que deve ser analisado em uma empresa é a governança corporativa e os possíveis conflitos existentes entre as metas específicas dos diretores e os objetivos da empresa. Esse conceito é denominado como **Conflito de Agência**.

Recentemente foi divulgado, e bastante repercutido, o plano de remuneração da diretoria do Nubank para 2022, que pode alcançar R\$ 804 milhões (uma média de R\$ 100 milhões por diretor, tendo em vista que atualmente são 8 cadeiras).

O primeiro aspecto que chama atenção são os **valores extremamente altos** quando comparados a outras empresas do setor.

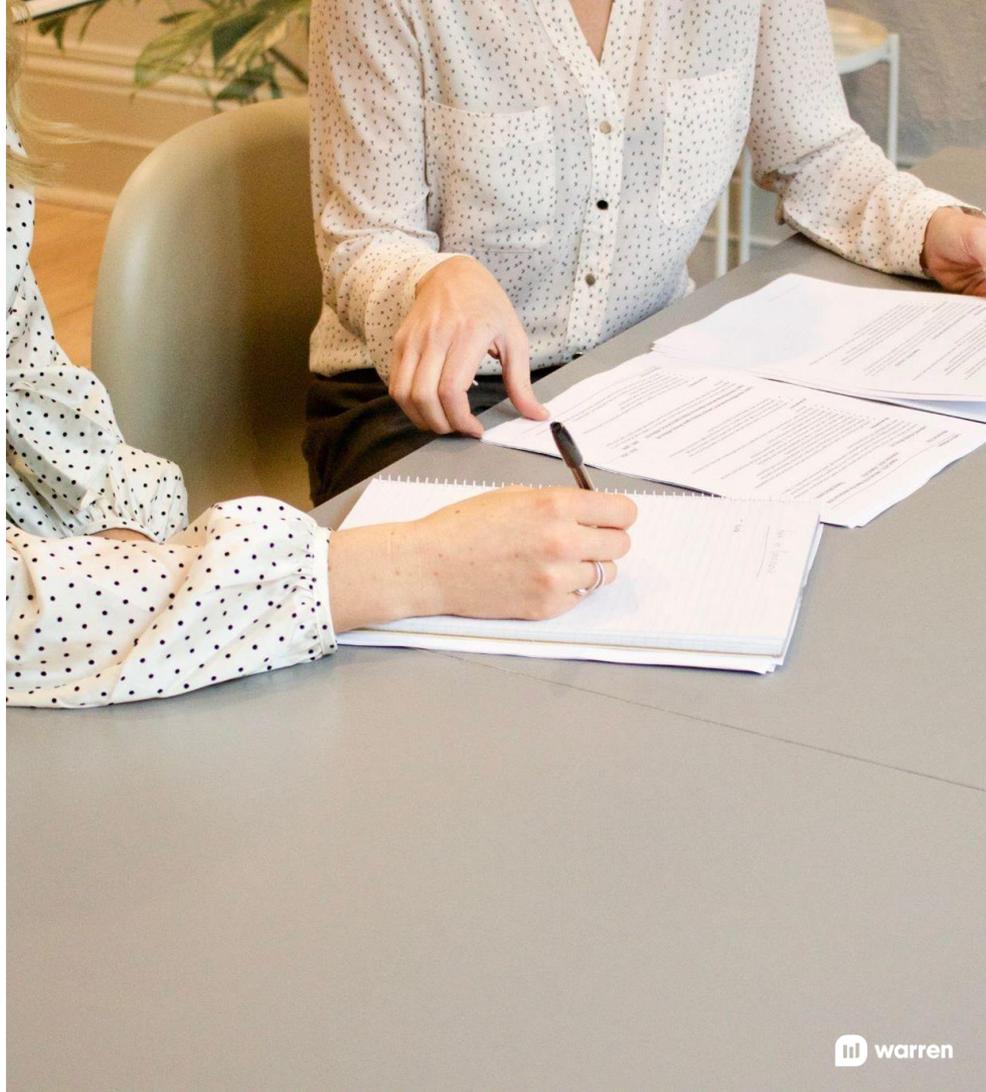


## (Des) Governança Corporativa

Além dos valores da remuneração, o que chama mais atenção é o fato de grande parcela do bônus ser atrelada **ao atingimento de determinados patamares de preço da ação**.

Entendemos que essa estrutura de bonificação possui um incentivo perverso, que é a preferência por medidas que impactem o preço da ação no **curto prazo**, em detrimento de projetos de **longo prazo** lançados com o intuito de gerar mais valor para o acionista.

Vale lembrar um exemplo simbólico da bolsa brasileira: o **IRB Brasil** é uma empresa de resseguros que adotou em 2018 um **programa de remuneração similar**, que propiciou **manipulações contábeis nos resultados** e consequente impacto positivo nas ações no curto prazo. Uma vez que essas manipulações foram identificadas pelo mercado, ocorreram quedas nos preços das ações e a desconfiança associada à empresa perdura até hoje.



# 04. Principais Indicadores

## O grande desafio das Fintechs

O Nubank foi pioneiro no modelo de banco digital, oferecendo **agilidade e gratuidade** como diferenciais em relação aos grandes bancos.

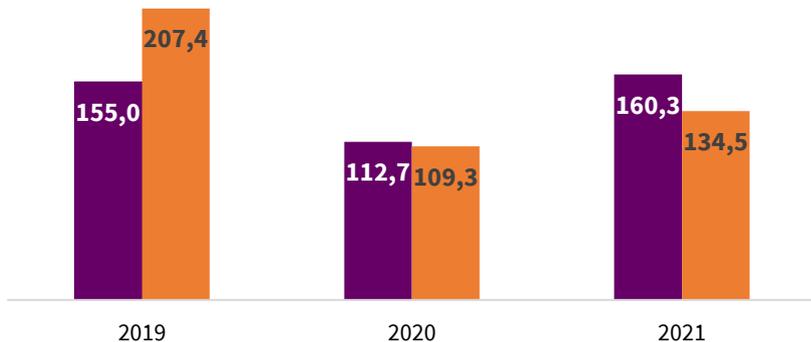
Juntamente com o Nubank, outras fintechs surgiram com modelo semelhante: C6, Agibank, Original e Inter, sendo esse último o principal concorrente direto.

Como principal concorrente, o banco Inter possui desafios semelhantes e é importante analisar o desempenho de ambos no enfrentamento do maior deles: **monetizar a base de clientes**.

Para entender a magnitude de tal desafio, vale destacar a distância entre o modelo dos “bancões” tradicionais e bancos digitais, que pode ser observada no gráfico a seguir.

### Receita/Cliente - Evolução

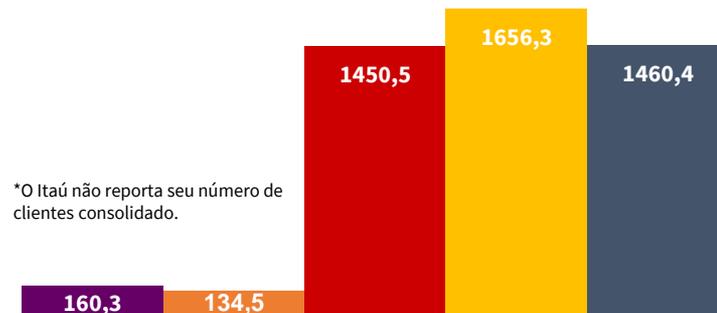
(R\$ milhões) ■ Nubank ■ Inter



### Receita/Cliente - 2021

(R\$ milhões)

■ Nubank ■ Inter ■ Bradesco ■ Banco do Brasil ■ Santander



## O Valor está no Futuro, mas quanto?

Conforme analisado previamente, o “roxinho” tem muito do seu valor de mercado associado ao desempenho futuro e expectativas de crescimento.

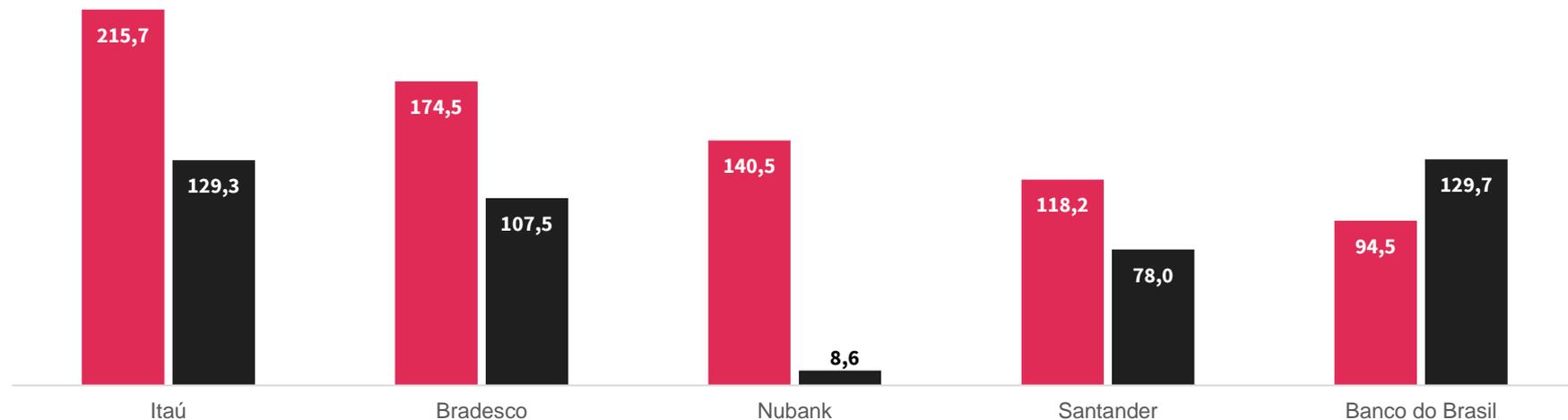
Isso fica nítido ao comparar o Market Cap contra as receitas do banco, traçando um paralelo com as outras grandes instituições financeiras brasileiras mais tradicionais.

Diante da disparidade entre os números, o valor atribuído ao Nubank mostra fortes indícios de **supervalorização**.

### Market Cap & Receita Anual\*

(R\$ bilhões)

■ Market Cap ■ Receita



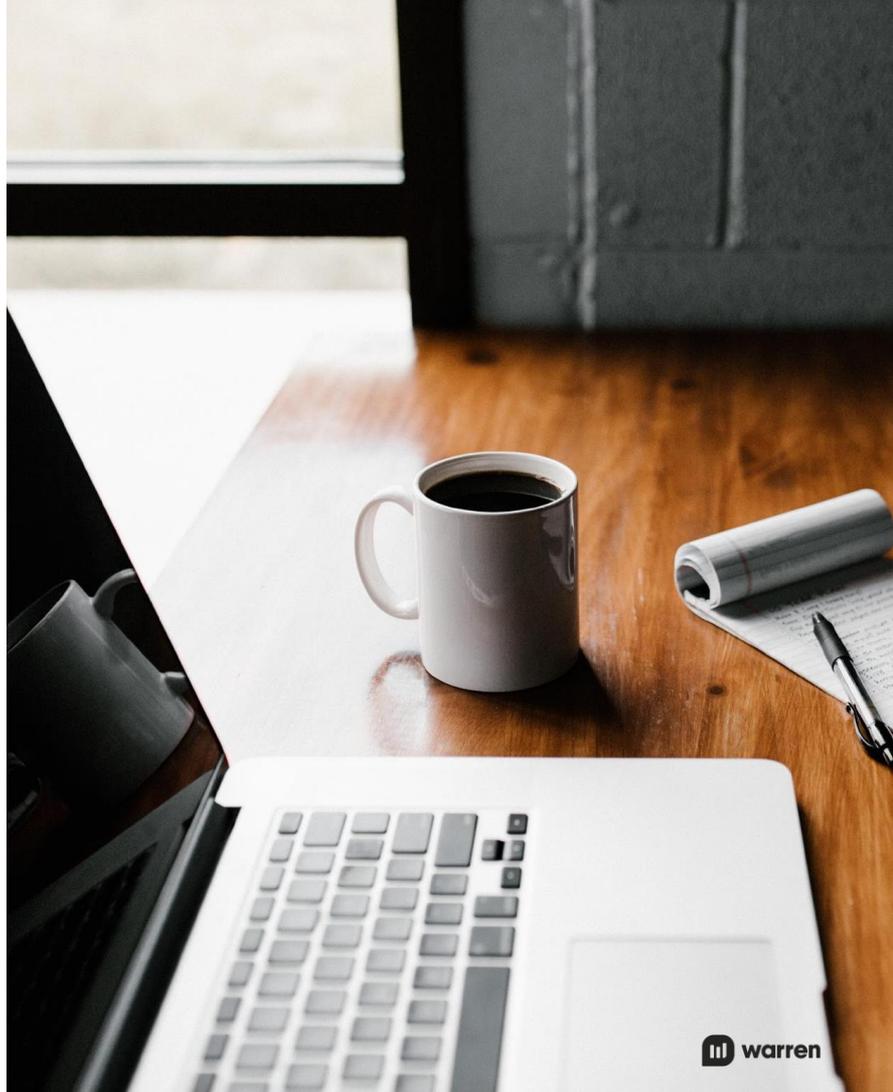
# 05. Conclusão

## Recomendamos ficar de fora das ações do Nubank.

Apesar do banco ter conseguido abaixar a barreira de entrada para atrair novos clientes, obtendo êxito na sua estratégia de captação e fidelização de usuários por conta da qualidade e praticidade na prestação de serviços, acreditamos que o **cenário de curto prazo é bastante desfavorável** e que o Nubank provavelmente não vai conseguir entregar tanto crescimento daqui pra frente.

A competição foi severamente intensificada nos últimos anos, com maior disponibilidade de capital e investimentos voltados para fintechs e soluções de pagamento. Dessa forma, o **crescimento de novos usuários já começou a desacelerar** de forma geral, impactando todos os players do mercado.

Além disso, apesar de ter 40 milhões de clientes ativos, o **grande desafio para o Nubank é conseguir aumentar sua rentabilidade**, monetizando esses usuários. O problema é que o roxinho atua em áreas cujas margens são mais baixas e para conseguir efetivamente rentabilizar sua base de usuários, teria que competir nos segmentos de crédito, seguros e previdência, com uma ótica orientada para o cross-selling, aproximando-se dos demais “bancões” e perdendo sua identidade original.



Os analistas de investimentos declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Warren.

A remuneração do(s) analista(s) de valores mobiliários da Warren é indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela Warren e não estão, direta ou indiretamente, relacionadas com as recomendações ou opiniões específicas expressas neste relatório.

As remunerações dos analistas não se baseiam nas receitas de outras empresas de grupo, mas pode, no entanto, derivar de receitas oriundas dos negócios e operações financeiras da Warren, suas afiliadas e/ou subsidiárias como um todo.

O analista Lucas Xavier, CNP-T 2707, declara que é responsável pelo conteúdo deste relatório e que ele atende a todas as exigências da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC). O analista Lucas Xavier, CNPI-T 2707, declara que não é titular de nenhum dos valores mobiliários objetos do presente relatório.

O analista Celson Placido, CNPI 1577, declara que é responsável pelo conteúdo deste relatório e que ele atende a todas as exigências da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC). O analista Celson Placido declara que não é titular de nenhum dos valores mobiliários objetos do presente relatório.

O analista Frederico Nobre, CNPI-P 2745, declara que é responsável pelo conteúdo deste relatório e que ele atende a todas as exigências da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC). O analista Frederico Nobre declara que não é titular de nenhum dos valores mobiliários objetos do presente relatório.

O analista Gustavo Pazos, CNPI-P 3173, declara que é responsável pelo conteúdo deste relatório e que ele atende a todas as exigências da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC). O analista Gustavo Pazos declara que não é titular de nenhum dos valores mobiliários objetos do presente relatório.

Salvo disposição em contrário, os indivíduos listados neste relatório são analistas devidamente credenciados.

