

NuBank e Inter na CEO Conference

Preocupações com o ciclo de crédito e a expansão internacional dominam as discussões

Tivemos a oportunidade de nos reunir com a equipe de gestão do Inter em nossa conferência em Nova York na semana passada. Embora o Nubank não tenha participado, o nome dominou nossas discussões com clientes a tal ponto que consideramos válido destacá-lo também nesta nota. No caso do Inter, grande parte do foco esteve direcionada ao produto de consignado privado, em que a percepção é de que o desempenho foi decepcionante frente às expectativas iniciais elevadas. O CFO afirmou que a rentabilidade será priorizada em relação ao crescimento e lembrou aos investidores que 2/3 da carteira de crédito é colateralizada. No caso do Nubank, a deterioração do ciclo de crédito no Brasil, as conversas de M&A com o Monzo, a expansão nos Estados Unidos e a troca de CEO no México estiveram entre os principais temas discutidos. Apesar de o negócio com o Monzo ter sido negado durante a semana, percebemos que esses “desafios” podem persistir por mais tempo (o Nubank teve desempenho inferior a outros ativos brasileiros), já que os investidores ficaram bastante surpresos com o potencial interesse em uma grande transação de M&A na Europa. Neste relatório, compartilhamos a mensagem trazida pelo Inter e as impressões e os comentários que recebemos dos clientes sobre o Nubank.

Nubank: as discussões sobre o Monzo questionaram a visão dos investidores sobre a estratégia

Chamou nossa atenção a frustração que os investidores expressaram a respeito de uma potencial aquisição do Monzo. Muitos viam o Nubank principalmente como uma tese de inclusão financeira na América Latina e nos mercados emergentes, com grandes aquisições fora do leque de possibilidades estratégicas que consideravam. A expansão para os Estados Unidos já havia ampliado essa tese de investimento, e um possível movimento para a Europa adicionou incerteza quanto às prioridades e aos compromissos de investimento da companhia. Vários investidores também levantaram a perspectiva de uma competição global mais direta com o Revolut antes do que esperavam. A negativa do Nubank sobre conversas com o Monzo no fim da quarta-feira ajudou a amenizar essas preocupações e sustentou a recuperação das ações. Ainda assim, se as discussões de fato ocorreram, questões sobre a amplitude de suas ambições internacionais podem permanecer parte do debate entre investidores por algum tempo.

Nubank: a troca de liderança no México adiciona questionamentos sobre a capacidade de execução

A troca de CEO no México também levou os investidores a questionar se aspectos da operação estavam avançando abaixo das expectativas. A mudança de liderança, isoladamente, não comprova que esse tenha sido o caso, mas adiciona mais um tema a monitorar à medida que o Nubank busca acelerar a concessão de crédito no país. Bancos mexicanos presentes na conferência citaram o Nubank como competidor, reforçando sua presença na discussão competitiva. Gostamos da estratégia do Nubank de expandir para além do Brasil, embora os investimentos necessários para escalar México, Colômbia e Estados Unidos, somados a qualquer potencial expansão internacional mais ampla, tornem a “narrativa” de curto prazo mais complexa.

Analistas

Eduardo Rosman

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Ricardo Buchpiguel

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Antonio Pascale

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcel Zambello

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Nubank: a cautela dos bancos incumbentes sustenta ganhos de participação de mercado, enquanto os riscos de crédito seguem em foco

Nossas reuniões com os bancos incumbentes brasileiros reforçaram suas preocupações com a qualidade dos ativos entre tomadores de menor renda e seu apetite limitado para aumentar a exposição a esse segmento. O recuo deles deve acelerar os ganhos de participação de mercado do Nubank, em linha com a referência recente de David Vélez à frase de Ayrton Senna sobre ultrapassar mais carros em dias de chuva. Ao mesmo tempo, os bancos esperam alguma forma de medida macroprudencial após as eleições. Na visão deles, endereçar a demanda por crédito é difícil, enquanto implementar um teto para a relação entre serviço da dívida e renda seria operacionalmente muito desafiador. Uma possibilidade levantada foi restringir novas concessões a tomadores que já tenham inadimplido em outras instituições. Isso é relevante porque a oferta adicional de crédito permitiu que alguns tomadores sob estresse seguissem honrando obrigações por mais tempo, potencialmente atrasando o reconhecimento da dificuldade financeira.

Inter: rentabilidade em primeiro lugar, com alavancagem operacional sustentando os resultados de 2027

O Inter destacou um foco maior em ROE dentro de sua ambição da “regra dos 50”. A administração também ressaltou seu posicionamento relativamente forte em ROA entre os 25 maiores bancos do Brasil, com a menor alavancagem limitando a conversão em ROE. O crescimento da carteira de crédito está atualmente em torno de 29%, e seus cenários para o próximo ano variam de aproximadamente 20% em um ambiente mais fraco a 25–30% em condições mais favoráveis. Com a margem financeira ajustada ao risco devendo permanecer amplamente estável, o crescimento dos resultados deve vir principalmente da expansão da carteira e da alavancagem operacional. A administração vê espaço para uma melhora de 2–3 p.p. no índice de eficiência no cenário de crescimento de 20% e de cerca de 4 p.p. com crescimento mais acelerado. O consignado público pode se beneficiar de juros menores, enquanto o consignado privado e o crédito a pequenas e médias empresas com garantia governamental também devem sustentar a expansão. O cartão de crédito deve crescer mais lentamente, entre 15% e 20%.

Inter: o consignado privado segue sendo a principal área que os investidores querem entender

O consignado privado atraiu atenção considerável, dado o desempenho mais fraco do Inter em relação a Pine, PicPay e BTG, por meio de PAN e MeuTudo. A administração atribuiu a pressão à rotatividade de funcionários e a questões operacionais, o que levou o banco a se tornar mais seletivo na originação. A revinculação automática dos empréstimos ao novo vínculo empregatício do tomador começou no fim de agosto, inicialmente concentrada na carteira legada. A implementação levou mais tempo do que o esperado e está avançando em lotes, embora a administração tenha dito que os casos já processados funcionaram. Valores não pagos também podem ser revinculados automaticamente, com renegociação necessária quando o tomador não tem margem consignável suficiente. O Inter não esperava melhora visível nos números de setembro, com benefícios previstos a partir de outubro, e uma funcionalidade de refinanciamento também deve ser introduzida. Cerca de 70% dos tomadores são clientes existentes, e os prazos estão próximos de 24 meses. A administração espera que a revinculação reduza as perdas realizadas, enquanto suas premissas de perda esperada permanecem inalteradas.

Inter: ajustes no cartão de crédito e capital excedente oferecem flexibilidade

O Inter espera que o custo do risco total permaneça em torno de 6% nos próximos trimestres, com oscilações de aproximadamente 10–15 p.b. A administração considera a qualidade dos ativos sob controle e vê as condições atuais como materialmente diferentes de 2014, sustentadas por um mercado de trabalho ainda sólido, embora um pouso forçado exigisse crescimento mais lento. A carteira está cada vez mais colateralizada, com o risco concentrado principalmente em cartões de crédito, em que a política de concessão já se tornou mais conservadora. O Inter busca que aproximadamente 70% dos clientes de cartão sejam transacionadores, com produtos de parcelamento com juros e financiamento via Pix se expandindo gradualmente à medida que se aproxima desse mix. Os cartões de crédito se tornaram o segundo maior contribuidor para o lucro, atrás do float, em comparação com um prejuízo no ano passado. Sobre política macroprudencial, a administração é favorável à redução do número de parcelas sem juros.

As ações do Inter parecem melhores no curto prazo; o Nubank segue vencedor no longo prazo

Estamos cada vez mais convictos de que o Nubank é um vencedor no longo prazo e esperamos que sua vantagem competitiva sobre os pares se amplie nos próximos anos. Apoiado em seu sucesso no Brasil, o Nubank está acelerando sua expansão internacional em busca, acreditamos, de se tornar uma companhia de US\$ 1 trilhão. Vemos com bons olhos essa ambição, mas, como destacado acima, o curto prazo pode parecer um pouco mais incerto e, nesse sentido, não nos surpreendeu que a ação tenha tido desempenho inferior na sessão de forte alta de hoje. Para o Inter, seu valuation descontado (negociando muito próximo de 1x valor patrimonial na sexta-feira, antes das eleições) significa, a nosso ver, maior potencial de valorização no curto prazo, por ser uma tese mais clara e direta em Brasil. As ações também ficaram atrás do rali recente de nomes como XP e B3, deixando espaço para uma recuperação, embora melhorias no consignado privado permaneçam um ponto de execução importante a monitorar. Nos valuations atuais, portanto, preferimos o Inter para exposição de curto prazo, enquanto continuamos a ver o Nubank como vencedor de longo prazo na América Latina.

Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco 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 contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou um resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação. O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

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