

O VALOR DO NUBANK: UMA AVALIAÇÃO DE CRESCIMENTO

Conteúdo

O nascimento de um gigante no mercado de ações2

O caminho do Nubank: Crescimento contínuo...2

Avaliar empresas de alto crescimento: Um desafio subestimado4

O caso do Nubank: Avaliando por metodologias diferentes6

Anexo 1: Projeções simplificadas21

Anexo 2: Empresas comparáveis.....22

Anexo 3: Cálculo da taxa de desconto23

Nubank: Um novato que chega à bolsa já grande

A imprensa brasileira vem especulando sobre a abertura de capital do Nubank há pelo menos dois anos. Em meados de 2021, a imprensa veiculava que o Nubank buscava ser a instituição financeira mais valiosa da América Latina, com um valor de mercado de até US\$100 bilhões. Com o IPO confirmado recentemente, fica claro que ao abrir o capital o Nubank vai ser uma figura importante dentro do rol de instituições financeiras no Brasil e na América Latina. O que não está claro ainda é se as previsões de valor de meados de 2021 vão ser concretizar.

Caminho de inovação e crescimento

O Nubank é um fenômeno de crescimento, tendo atingido a marca de 42 milhões de clientes em três países em menos de 10 anos de operação. Isso foi possível devido a uma estratégia acertada, calcada em três pilares: uma moderna proposta de valor para o usuário, um foco quase único no crescimento e uma facilidade em captar recursos para financiar o crescimento. Soma-se a essas o DNA de inovação da empresa, que provavelmente vai ser mais exigido no futuro na medida que o Nubank já se firmou como um dos grandes no Brasil.

Desafios de avaliar uma empresa de forte crescimento

A análise de valor em uma empresa de forte crescimento é cercada de desafios. A previsibilidade do resultado é baixa, não há comparáveis de alta aderência, os próprios dados financeiros não são inteiramente comparáveis e os fluxos financeiros não têm a consistência necessária para várias metodologias tradicionais. Para superar estes obstáculos, a melhor estratégia é utilizar um mosaico de técnicas de avaliação, composto de múltiplos de mercado, múltiplos de transações anteriores e desconto de fluxo de caixa.

Quanto vale o Nubank? O mercado é soberano

As três metodologias sugeridas acima resultam em uma faixa de valor bastante ampla para o Nubank (entre US\$6 e US\$27 bilhões), mas que não se aproxima nem remotamente dos valores ventilados pela imprensa. Essa diferença pode ser explicada por uma série de fatores, como melhoras recentes no resultado, perspectivas mais fortes de crescimento do que as utilizadas, pobreza do rol de empresas comparáveis, ou mesmo a base de comparação dos investidores a serem abordados no processo de IPO. Dito isso, as recentes rodadas de financiamento da empresa indicam um forte interesse a múltiplos elevados e sugerem que um valor de US\$50 bilhões – ou até US\$100 bilhões – pode ser atingido.

Carlos G Macedo

Cortex Consultoria

carlosgmacedo@cortexconsultoria.com

28 de outubro de 2021

O nascimento de um gigante no mercado de ações

O Nubank foi fundado em 2013 para mudar o setor financeiro. Para tanto, a empresa passou a oferecer cartões de crédito sem anuidade e tratar seus clientes de maneira diferenciada. Isso criou uma aura em torno da empresa, que, com o benefício de diversas rodadas de financiamento dos maiores nomes do *venture capital* internacional, conseguiu atingir taxas de crescimento até então inimagináveis. Em meados de 2021, já expandindo para outros países e tendo lançado com sucesso um banco digital completo, a imprensa noticiou que a empresa estaria buscando um IPO – que se tornou fato com um anúncio em 27 de outubro. Mas não seria só um IPO – seria uma oferta inicial que colocaria o Nubank como a instituição financeira mais valiosa da América Latina, a frente de medalhões como Itaú Unibanco e Bradesco. O que pode ser dito do valor sugerido para o Nubank? Como avaliar uma empresa que tem o seu histórico de crescimento e apenas recentemente começou a realizar o seu potencial de rentabilidade?

“Segundo apurou o Pipeline ... o objetivo inicial da fintech, conforme conversas com envolvidos nos preparativos do IPO, é buscar uma captação entre US\$ 3 bilhões e US\$ 5 bilhões, com uma valorização entre US\$ 75 bilhões e US\$ 100 bilhões.”

VALOR ECONÔMICO (26/08/2021)

“O banco digital Nubank está buscando uma avaliação em sua planejada oferta inicial de ações (IPO) nos Estados Unidos que o colocaria acima dos 55,4 bilhões de dólares do Itaú Unibanco, disseram duas fontes familiarizadas com o assunto.”

REUTERS (25/08/2021)

O caminho do Nubank: Crescimento contínuo

David Velez, Cristina Junqueira e Edward Wible fundaram o Nubank em 2013, mas a empresa só emitiu seu primeiro cartão de crédito em 2014. No seu DNA, a empresa tinha três qualidades que apontavam para o sucesso.

1. Proposta de valor correta. O sistema financeiro brasileiro era, em 2014, caracterizado pela concentração: Os cinco principais bancos do país reuniam mais do que 80% dos ativos, créditos, depósitos e lucros, e mais de 95% das agências. A concentração limitava a concorrência (deixando preços de produtos financeiros altos) e inibia a inovação.

O Nubank mudou isso de uma maneira muito simples. Primeiro reduziu o preço do produto ao eliminar a anuidade do cartão. Podia fazer isso pois a penetração da internet (fixa e móvel) já tinha avançado o suficiente para distribuir produtos digitalmente, de modo que a custosa estrutura física dos bancos (as imensas redes de agências) se tornava redundante. Segundo, começou a tratar seus clientes de forma diferenciada. Uma das principais reclamações de usuários de serviços financeiros era que os bancos muitas vezes não se preocupavam com seus clientes, os tratando mais como números do que como indivíduos. Uma postura mais focada na qualidade do serviço ao cliente gerou uma grande boa vontade ao Nubank, tornando o boca-a-boca o principal impulsionador do seu crescimento inicial.

2. Facilidade de captação de recursos. David Velez é veterano de dois grandes fundos de *venture capital* americanos – Sequoia Capital e General Atlantic – além de ter se formado (tanto na graduação quando no MBA) em um dos principais centros de inovação e financiamento de empreendedores no mundo (Stanford University). Este pedigree o dava acesso a muitos dos principais investidores em *start-ups* na América Latina. Este acesso, combinado com a oportunidade de mercado e uma equipe sólida, permitiu ao Nubank levantar recursos para sua expansão com mais facilidade do que outras empresas iniciantes.

O Nubank nasceu com um aporte de US\$2 milhões da Sequoia e do fundo Kaszek (pertencente aos também muito bem conectados fundadores do Mercado Livre) e em pouco mais de um ano captou mais uma rodada de US\$14 milhões do Sequoia e outro fundo de investimento bastante influente, o QED. Em rodadas subsequentes acabaram entrando o Founders Fund, Tiger Global Management e outros. Acabou por virar uma profecia auto-realizada: o interesse e participação destes fundos gerava interesse e levava a participação de outros. É claro que os fundamentos e o forte crescimento da empresa serviam de base para tudo, mas a habilidade dos fundadores em criar este ciclo virtuoso de financiamento foi fundamental.

3. Foco no crescimento. Uma empresa novata com uma proposta inovadora vai atrair atenção, especialmente se ela tiver sucesso. O Nubank inicialmente conseguiu atrair muitos interessados, com suas qualidades criando um marketing boca-a-boca que se mostrou imbatível. Porém, a empresa era questionada por não gerar lucro – apenas agora, oito anos após sua fundação, está reportando seus primeiros lucros líquidos. Não se tratava de uma deficiência operacional, e sim uma estratégia acertada para um mercado que estava se transformando.

A migração digital do sistema financeiro brasileiro, combinada com sua baixa avaliação por usuários, levou o Nubank a apostar que os relacionamentos neste novo ambiente iriam começar quase que da estaca zero. Iria ser um “*land grab*”, uma espécie de “quem chegar primeiro, leva”. Nesse contexto, era mais importante conquistar o cliente do que o rentabilizar. Mais tarde, uma vez que o cliente já estivesse conquistado, a empresa podia trabalhar em fidelização, engajamento e ampliação de produtos, com isso eventualmente levando a rentabilização.

Para viabilizar esta estratégia, porém, é necessária uma fonte segura e profunda de financiamento, pois a empresa tende a amargar prejuízos enquanto se concentra em agregar clientes a sua base. No caso do Nubank, a estratégia se encaixou perfeitamente com a facilidade que a empresa tinha em levantar financiamento. A combinação acabou criando não só a maior fintech do Brasil, mas também uma das maiores do mundo.

Agregada a essas três qualidades está uma quarta que foi desenvolvida ao longo do tempo, a capacidade de inovação. O Nubank começou como uma emissora de cartão em 2013, lançou um banco digital em 2017, expandiu para investimentos em 2020 e está se aprofundando em seguros em 2021. Expandiu para fora do Brasil onde identificou mercados com oportunidades similares à brasileira. Criou produtos inéditos e aperfeiçoou produtos existentes. Essa capacidade de inovação foi o que permitiu que o Nubank combinasse a estratégia inicial de crescimento a uma de aumentar a rentabilidade – e a que viabiliza a empresa como uma das sobreviventes de longo prazo. E, até certo ponto, é o que justifica as altas valorizações obtidas nas rodadas de financiamento.

Avaliar empresas de alto crescimento: Um desafio subestimado

A avaliação de empresas tende a cair em algumas técnicas bastante difundidas, pesquisadas e, muitas vezes, mal compreendidas. Fluxo de caixa descontado e avaliação por múltiplos são os melhores exemplos de metodologias utilizadas – apesar de muito usadas, têm severas limitações. Para uma empresa de forte crescimento, servem mais para dar uma ideia de magnitude do que um valor preciso para a empresa sendo avaliada.

Desafios de avaliar uma empresa de alto crescimento

As limitações das técnicas das metodologias de avaliação são exacerbadas quando aplicadas a empresas de forte crescimento. Para esta categoria, os principais desafios são:

- **Previsibilidade de resultado.** Normalmente, as empresas desta categoria (ou mesmo os mercados em que atuam) têm um histórico curto, tornando prognósticos sobre o seu crescimento futuro mais incertos do que em categorias com um histórico mais longo. Um aumento de 10 pontos percentuais de crescimento por ano traduz ao dobro do valor em sete anos, e vice-versa. Expectativas bastante diferentes para a mesma empresa podem levar a percepções de valor bastante diferentes.
- **Comparabilidade de empresas.** Não é comum muitas empresas no mesmo segmento crescerem no mesmo ritmo ao mesmo tempo. O que acaba acontecendo é que investidores são forçados a comparar empresas que não são exatamente similares – seja por modelo de negócio, crescimento, estágio de desenvolvimento, local de atuação ou potencial do mercado, entre outros. Isso torna as comparações menos pertinentes, com cada parte escolhendo o comparável que mais convém – levando a percepções de valor bastante diferentes.
- **Taxa de desconto.** Em uma análise de fluxo de caixa descontado, a taxa de desconto tem papel fundamental na determinação do valor do ativo. Essa taxa de desconto tem vários ingredientes, alguns relativos ao mercado de atuação da empresa e outros à empresa em si. Conceitualmente, a taxa de desconto serve para normalizar o risco de investir em um fluxo de caixa. O risco de uma empresa relativamente nova em um mercado em transformação é bastante diferente do risco de uma empresa estabelecida em um mercado estável. Encontrar uma taxa de desconto que reflita de maneira apropriada o risco de empreendimento é mais que um desafio – é uma arte, que se traduz em percepções de valor bastante diferentes.
- **Natureza do fluxo descontado.** Uma análise de fluxo de caixa descontado pressupõe um fluxo de crescimento razoavelmente constante e sustentável, especialmente ao final do período sob consideração. Empresas em fase de crescimento acelerado podem não apresentar este tipo de comportamento mesmo após os tradicionais 5-10 anos de projeção. Com isso, a análise fica prejudicada, sendo determinada não pelos fluxos do negócio e sim pelo crescimento esperado em um futuro distante e muito incerto, resultando em percepções de valor bastante diferentes.
- **Limitações dos dados comparados.** Ao comparar empresas para determinar valor, o tradicional é comparar múltiplos de rubricas financeiras, como lucro, EBITDA e fluxo de caixa. Porém empresas em fase de crescimento acelerado muitas vezes não possuem rubricas financeiras positivas – tem prejuízo, mesmo em termos de EBITDA. A solução tem sido buscar múltiplos de valores cada vez mais altos na escala do negócio – receita líquida, total de clientes ou até potencial total do mercado almejado. Como estas métricas são mais cruas (não refletem a capacidade da empresa de transformar potencial em

resultado), a sua utilização como medida de valor acaba tendo menos precisão, gerando percepções de valor bastante diferentes.

Muitas destas limitações podem ser superadas pela experiência, que ajuda a fechar as lacunas na avaliação de empresas de alto crescimento. Infelizmente, na B3 são poucas as empresas que caem dentro dessa categoria. A maior parte das empresas listadas em bolsa são estabelecidas, e mesmo as novatas não apresentam taxas de crescimento de receita em três dígitos ou expectativa de prejuízos contábeis por alguns anos. Este tipo de empresa é mais comum nos Estados Unidos, tanto pelo maior tamanho do mercado listado em bolsa quanto pela localização de muitas empresas de tecnologia (setor onde empresas de alto crescimento prevalecem). Não é à toa, então, que muitas empresas brasileiras que caem na categoria de alto crescimento acabam escolhendo listar suas ações em bolsas americanas (inclusive o Nubank). A experiência destes investidores americanos os dá mais facilidade para avaliar empresas desta natureza, muitas vezes enxergando mais valor do que investidores brasileiros. O que não quer dizer que a visão destes investidores estrangeiros está necessariamente correta – o Brasil não é os Estados Unidos, e empresas radicadas no país enfrentam desafios diferentes que os investidores locais têm mais facilidade em entender.

Como avaliar a empresa?

Neste contexto, quais são as ferramentas para avaliar uma empresa de alto crescimento? A melhor estratégia é usar uma combinação de métodos tradicionais, de modo a tirar, com a média, os vieses de cada um deles e determinar uma ordem de magnitude para o valor.

- **Avaliação por múltiplos de mercado.** Os múltiplos tradicionais são de lucro e patrimônio líquido. No caso de uma empresa de alto crescimento, podem não fazer muito sentido. Os múltiplos usados acabam sendo de partes mais cruas do resultado – como receita – ou até de clientes (uma métrica bastante usada na avaliação de fintechs).
- **Fluxo de caixa descontado.** No caso de um banco, a metodologia mais usada é desconto do fluxo de dividendos. É uma boa metodologia pois navega o equilíbrio entre o crescimento e o capital necessário para financiar este crescimento, que varia com o resultado e o pagamento de dividendos aos acionistas. No Brasil, a lei das S.A. obriga empresas a pagarem um dividendo mínimo de 25%. Empresas listadas nos Estados Unidos, porém, não estão sujeitas a mesma obrigação, e podem reter/reinvestir o capital para sustentar o crescimento. Isso acaba reduzindo a eficácia da metodologia.
- **Baseado em transações anteriores.** Empresas de alto crescimento frequentemente têm, em sua história, rodadas de financiamento com fundos de venture capital. Nem sempre as informações destas rodadas são divulgadas para o mercado. Mas quando são, podem servir de base para uma nova avaliação, com duas ressalvas. Cada rodada de investimento simboliza uma redução no risco de fracasso da empresa investida. Quanto menos risco, mais alto o valor da empresa. A contrapartida é que quanto maior a empresa, mais desafiador manter a taxa de crescimento elevada. Estes dois fatores que se contrapõem devem ser considerados para a determinação de um múltiplo final.

Mais do que um valor preciso, estes métodos vão indicar um intervalo de valor para a empresa. Devido a taxa de crescimento e ao grau de incerteza na execução do plano de crescimento, este intervalo vai acabar sendo bastante amplo – muito mais amplo do que em uma empresa estabelecida, com um consenso forte ao entorno das expectativas. É com este intervalo de valor que um investidor deve estar confortável ao tomar sua decisão de investimento.

O caso do Nubank: Avaliando por metodologias diferentes

Esta análise do Nubank é limitada pelas informações disponíveis. A empresa divulga as informações financeiras apenas de suas operações no Brasil, que não incluem sua presença no México e na Colômbia. Dito isso, o estado inicial em qual se encontram estas operações sugere um impacto pequeno e negativo para o resultado no curto prazo. No longo prazo, é possível que operações fora do Brasil tenham uma contribuição maior e, por conseguinte, um valor maior também. Porém como em qualquer avaliação de uma operação em estágio inicial, deve ser levado em consideração o risco de execução dos planos de crescimento. No presente momento, considerando o seu estágio inicial, o equilíbrio entre o risco de execução e o potencial final dos mercados em que a empresa já atua, estas operações fora do Brasil adicionariam entre 20% e 40% de lucro e valor no longo prazo.

Para compor sustentar a avaliação do Nubank, no Anexo 1 se encontra uma projeção simplificada do resultado do banco baseado no RSPL esperado nos próximos 10 anos. Serve mais para ilustrar as metodologias do que como prognóstico do lucro do Nubank durante o período. Na projeção, não é considerado nenhum pagamento de dividendos e o RSPL converge com o lado superior do intervalo esperado para os mercados onde o banco já opera e irá operar (em torno de 20%).

Avaliação por múltiplos de mercado: Adaptações à metodologia tradicional

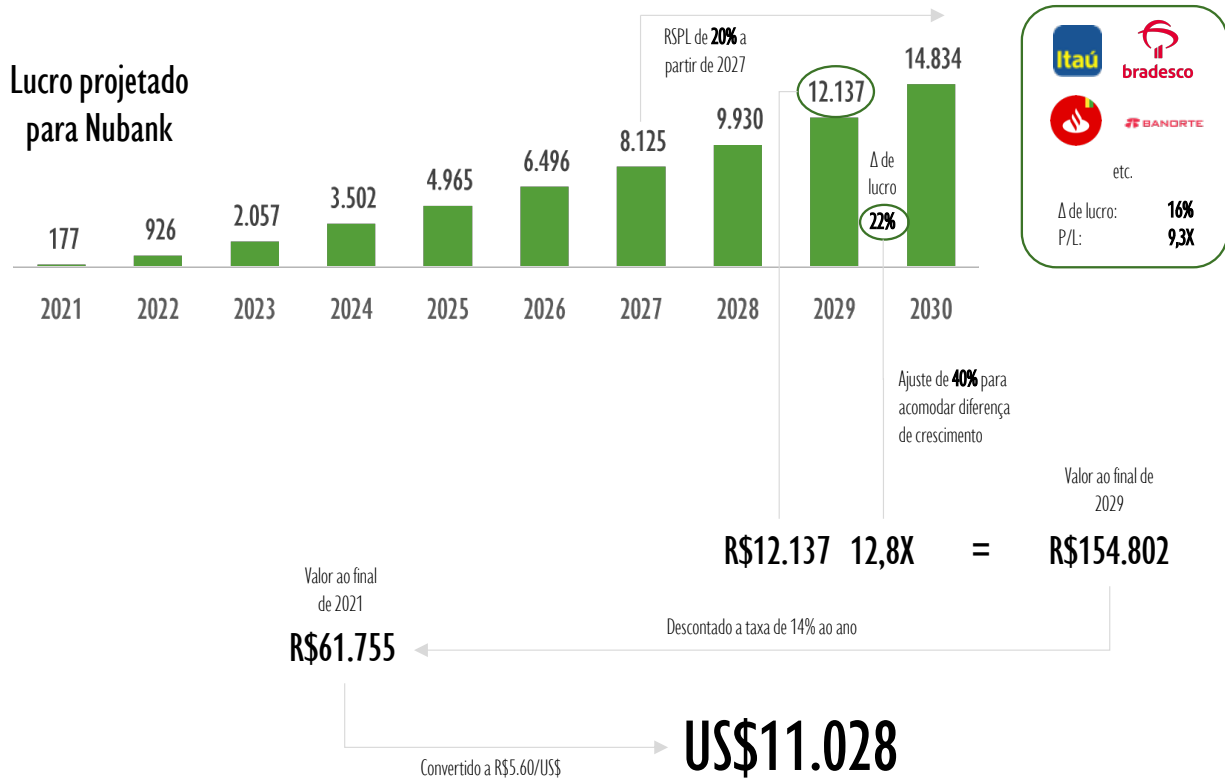
Por ser uma empresa de forte crescimento, os métodos tradicionais por múltiplos de avaliação não funcionam bem com o Nubank. Porém, com algumas modificações, é possível se chegar a uma combinação de métodos que faz sentido.

Preço/lucro. Este método pode usar lucros passados ou expectativa de lucro futuro, com uma preferência pelo posterior. Como o Nubank ainda não gerou lucros, a avaliação pelo lucro passado não funciona. Da mesma forma, a avaliação pelo lucro futuro também tem seus problemas.

Os múltiplos de preço/lucro passam a ser comparáveis entre empresas quando o crescimento esperado dos lucros é semelhante. A razão é simples: pelo mesmo múltiplo e com o mesmo grau de risco, melhor comprar um ativo cujo lucro vai crescer mais no futuro. Apesar de ser bastante provável que o Nubank gere lucro já em 2021 (já foi lucrativo no primeiro semestre), ainda é um valor baixo, bastante aquém do potencial – indicando um crescimento muito mais forte que os comparáveis nos próximos anos.

Uma maneira de contornar esta limitação é estender a projeção de resultados do Nubank vários anos adiante, até o momento em que o crescimento do seu lucro seja comparável ao dos pares, utilizar os múltiplos de hoje sobre este lucro futuro, e trazer a valor presente. Em 2030, a projeção utilizada (Anexo 1) indica um crescimento de 22% de lucro, um pouco mais alto do que o crescimento esperado em 2022 para os bancos comparáveis (16% - ver lista no Anexo 2), exigindo apenas um pequeno ajuste para comparabilidade. Uma vez determinado o múltiplo correto, basta trazer o valor em 2029 ao presente (ver cálculo da taxa de desconto no Anexo 3) e converter em US\$ para comparabilidade.

Quadro 1. Uma análise de preço/lucro ajustada indica um valor de US\$11 bilhões para o Nubank
Análise de preço/lucro, ajustada no tempo (valores em milhões de R\$/US\$)

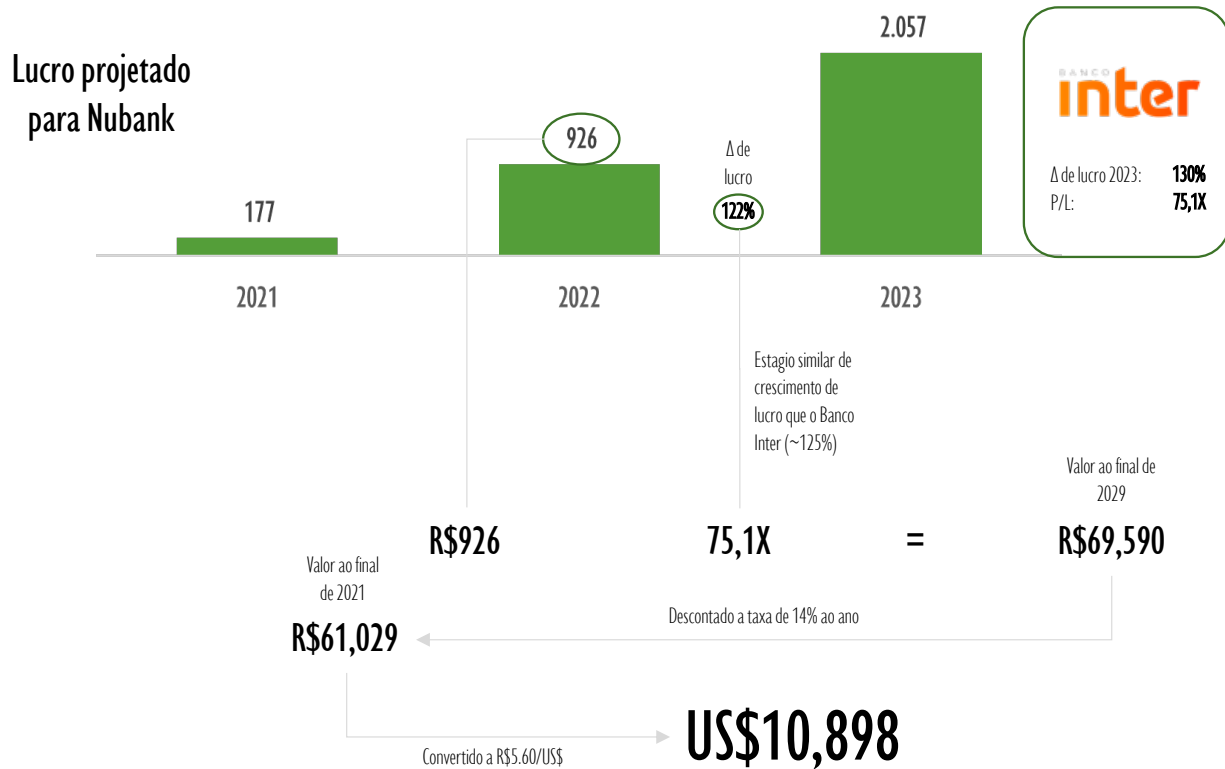


Fonte: Cortex Consultoria, empresas, Thomson Reuters.

De acordo com esta análise, o valor do Nubank hoje seria de US\$11 bilhões – abaixo do valor de US\$30 bilhões divulgado pela empresa na última rodada de financiamento em junho de 2021 e abaixo dos US\$60-100 bilhões ventilados na imprensa. Múltiplos e taxas de desconto diferentes trariam valores diferentes, com uma dispersão relativamente alta.

Um argumento contra esta análise, mesmo com o contorno sugerido, é que não contempla a diferença fundamental que existe entre o Nubank e seus concorrentes tradicionais. Para tanto, pode-se usar o preço/lucro exclusivamente do Banco Inter. Apesar de ser menor do que o Nubank, opera no mesmo mercado e possui expectativas de crescimento de lucro em patamares parecidos, com a vantagem de não ser necessário estender a análise até 2030. Os múltiplos do Banco Inter são bem mais altos do que dos bancos tradicionais, e refletem com mais aderência o potencial de uma empresa de alto crescimento. Usando somente o Banco Inter, o valor indicado para o Nubank também fica em US\$11 bilhões. Vale dizer que a comparação a somente uma empresa, ao invés de um grupo de empresas, é mais fraca, pois sujeita a análise as fraquezas da empresa usada (no caso do Banco Inter, as ações caíram mais de 50% nos últimos três meses, contra 15% de queda do Índice Bovespa).

Quadro 2. Uma análise de preço/lucro com dados do Banco Inter indica um valor de US\$11 bilhões para o Nubank
Análise de preço/lucro, ajustada no tempo (valores em milhões de R\$/US\$)

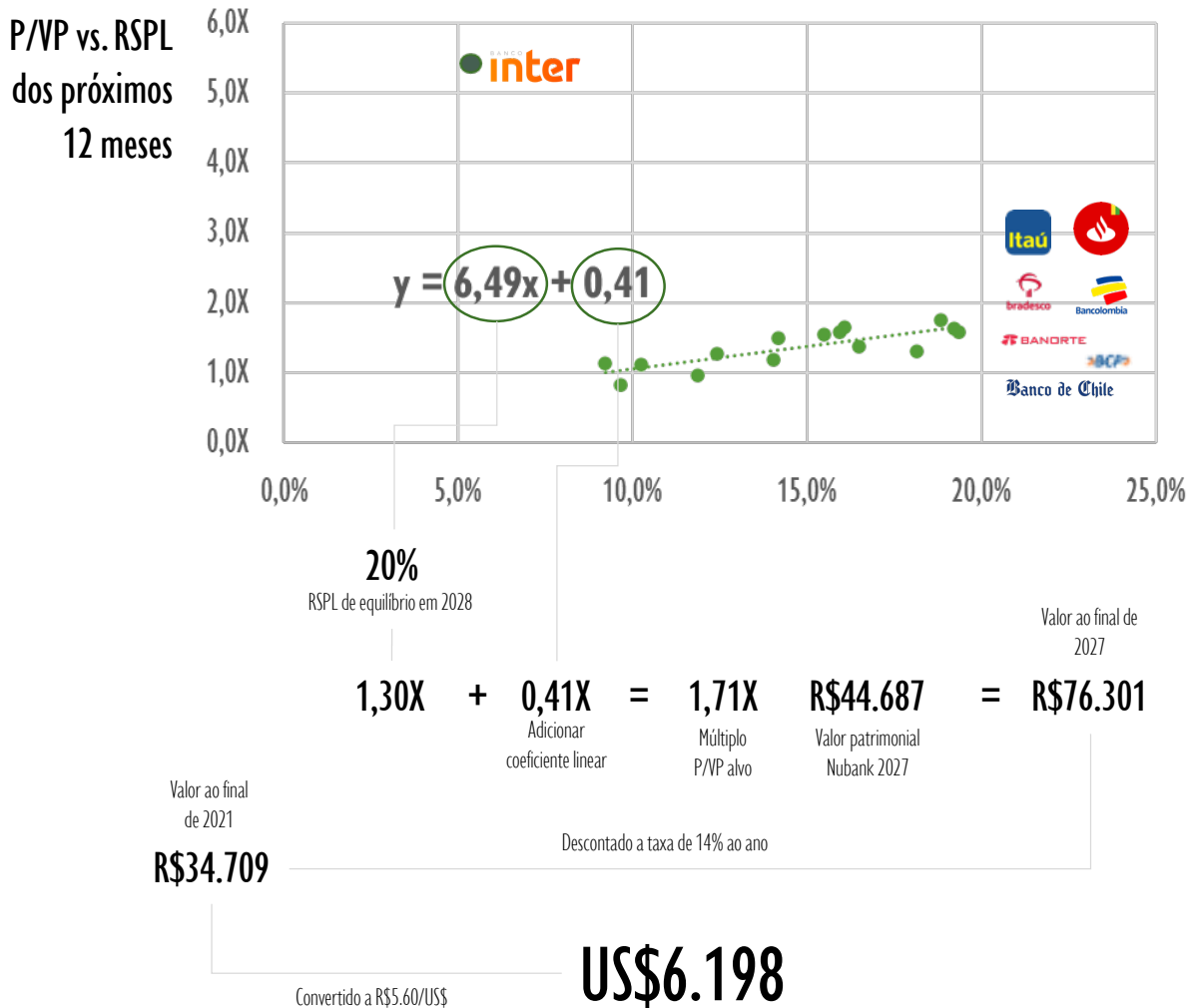


Fonte: Cortex Consultoria, empresas, Thomson Reuters.

Preço/valor patrimonial. Este método usa o valor patrimonial futuro ou presente, com uma ênfase maior ao presente. Pelo relacionamento ilustrado pela fórmula de Gordon, tende a ser bastante correlacionado ao RSPL (R^2 de 0.81 nos bancos comparáveis utilizados). Por último, funciona melhor com um RSPL estável, sem grandes alterações ao longo do tempo.

Na projeção para o Nubank, o RSPL estabiliza em 2027, tornando o PL ao final deste ano apto para ser base da análise. Uma regressão de RSPL e P/VP dos bancos comparáveis produz uma fórmula para calcular qual múltiplo de P/VP um banco deveria negociar com o RSPL projetado. Tal qual na análise de preço/lucro, pode-se assim obter o valor da empresa em 2027 e trazer a valor presente, convertendo para US\$ para comparabilidade.

Quadro 3. Uma análise P/VP com bancos tradicionais aponta um valor de US\$6 bilhões para o Nubank
 Análise de preço/valor patrimonial, ajustada no tempo (valores em milhões de R\$/US\$)



Fonte: Cortex Consultoria, empresas, Thomson Reuters.

Por esta análise, o Nubank hoje valeria US\$6 bilhões, menos ainda que o valor determinado por preço/lucro. Mais uma vez, múltiplos e taxas de desconto diferentes trariam valores diferentes, com uma dispersão relativamente alta.

Se o Banco Inter for usado como base de comparação, os valores são mais altos. O múltiplo de P/VPL do Banco Inter descola completamente da correlação observada nos bancos tradicionais, possivelmente refletindo a expectativa de que o banco vá aumentar sua rentabilidade rapidamente nos próximos anos – uma premissa que também pode valer para o Nubank. Com base somente no Banco Inter, o Nubank valeria US\$13,8 bilhões.

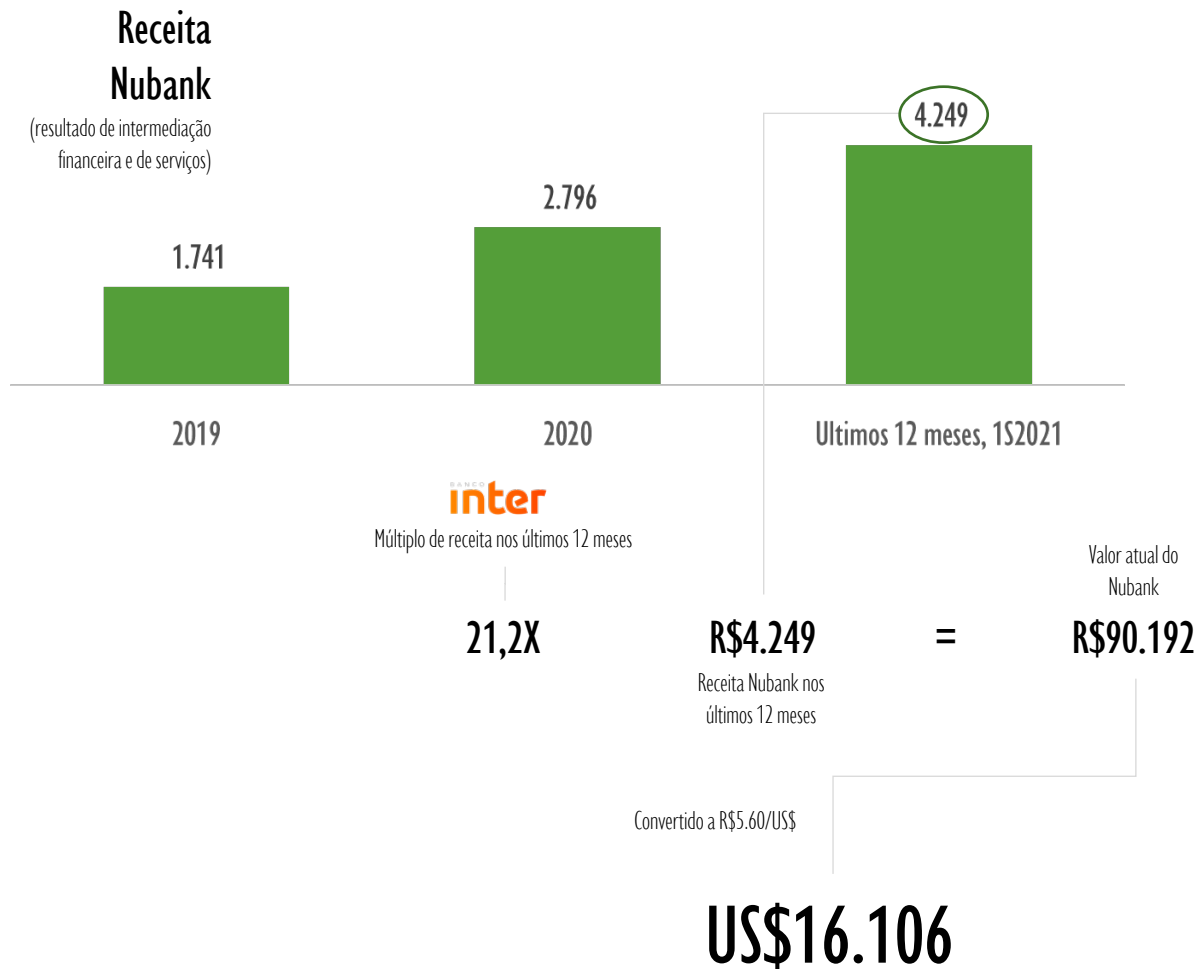
Preço/receita. Uma das metodologias mais utilizadas para avaliar empresas de alto crescimento e baixa rentabilidade é o múltiplo de preço/receita. Ele pressupõe que eventualmente a empresa vai encontrar uma

maneira (principalmente escala) de aumentar as margens e transformar seu prejuízo em lucro. O modelo simplificado utilizado para o Nubank não contempla uma projeção de receita, que exigiria um detalhamento maior que não é totalmente viável com as informações disponíveis. Portanto, a comparação mais indicada (pelo menos até mais informações se tornarem disponíveis) seria utilizando resultados históricos.

Neste caso, mais uma vez o banco mais comparável seria o Banco Inter, já que os bancos tradicionais não têm um crescimento de receita nem próximo do apresentado pelos bancos digitais. Porém, como mencionado anteriormente, o fato de se comparar somente com um banco torna esta análise mais fraca, já que o valor do Banco Inter reflete fatores que são inerentes ao banco e não ao mercado. Dito isso, é mais próxima a um valor justo do que se múltiplos dos bancos tradicionais forem utilizados.

O Banco Inter negocia a um múltiplo de 21X a receita auferida nos últimos 12 meses. Multiplicando a receita do Nubank no mesmo período, chegamos a um valor de US\$16,1 bilhões para a empresa. Múltiplos diferentes (talvez para indicar expectativas diferentes de crescimento futuro de receita) trariam valores diferentes, com uma dispersão baseada na mesma dispersão do múltiplo.

Quadro 4. Uma análise de preço/receita, com base nos dados do Banco Inter, indica um valor de US\$16 bilhões
Análise de preço/receita (valores em milhões de R\$/US\$)



Fonte: Cortex Consultoria, empresas, Thomson Reuters.

Preço/cliente. A métrica de preço por cliente é uma das mais recentes a ser usada para avaliar empresas, em parte por conta de empresas que, apesar de grandes quantidades de clientes, ainda não conseguem gerar lucro com consistência. Tal qual no caso de preço/receita, o melhor comparável é o Banco Inter, que também é um banco digital e divulga consistentemente a quantidade de clientes que tem. Ao final do 3T2021, o Banco Inter tinha 13,9 milhões de clientes. Dado um valor de mercado de R\$34,2 bilhões, isso se traduz a um valor por cliente de R\$2.466. Com base nisso, o Nubank, com seus 42 milhões de clientes, teria um valor de US\$18,5 bilhões.

Quadro 5. Baseado no preço de mercado por cliente para o Banco Inter, o Nubank valeria US\$18,5 bilhões
Análise de preço/cliente (valores em milhões de R\$/US\$)



Fonte: Cortex Consultoria, empresas, Thomson Reuters.

Fluxo de caixa descontado: Desafios de todos os lados

Uma avaliação por fluxo de caixa descontado tem diversas partes. Começa com a projeção do fluxo de caixa da empresa, passa pela modelagem das condições finais para se chegar ao valor terminal e termina com a taxa de desconto a ser usada.

Projeção do fluxo de caixa. O Nubank é um banco, cuja principal atividade, especialmente nos próximos anos, vai ser emprestar dinheiro para seus clientes. A empresa procura se posicionar, muitas vezes, como uma empresa de tecnologia, pois os múltiplos e princípios de avaliação no setor são menos restritivos. Mas como a capacidade do Nubank gerar resultado vai estar, em grande parte, relacionada ao capital no balanço e não na prestação de outros serviços, avaliação como um banco parece mais apropriada.

Apesar de um banco divulgar um quadro de movimento de caixa, tradicionalmente as avaliações não seguem o padrão de fluxo de caixa. A estrutura de financiamento de bancos, com depósitos e créditos, e as provisões não caixa no resultado, como a provisão para devedores duvidosos, complicam a projeção de capital de giro e mesmo a determinação de uma dívida líquida. A solução, portanto, tende a ser avaliar bancos pelo fluxo de dividendos, que é visto como o caixa excedente gerado pela empresa.

A projeção simples utilizada (Anexo 1) contém uma projeção de resultados até 2030. Porém, não contempla pagamento de dividendos – com o Nubank listando suas ações nos Estados Unidos, não vai estar sujeito a exigência de pagamento de 25% dos lucros como dividendos exigido pela Lei das S.A. Em última instância, poderia reinvestir todo o resultado para sustentar o crescimento. O que vai determinar o quanto vai pagar em dividendos e o quanto vai reinvestir vai ser a necessidade de capital da empresa (medido pelo Índice de Basileia), em grande parte proveniente do crescimento do crédito.

Por ser simplificada, a projeção utilizada não contém uma projeção de carteira de crédito. Uma boa aproximação do quanto do lucro pode ser pago como dividendos é ver quanto o crédito está crescendo e comparar com o RSPL do banco. Se o crédito cresce 15%, o banco tem que expandir seu PL pelo menos 15% para manter o Índice de Basileia. Se o banco tiver um RSPL de 20%, pode distribuir 25% do lucro e

ainda aumentar o PL 15% no ano, mantendo o Índice de Basileia estável. É provável que a carteira de crédito do Nubank cresça mais do que RSPL nos próximos anos, reduzindo o Índice de Basileia. Mas como o banco deve levantar algum capital com o seu IPO (fala-se de até R\$20 bilhões, sozinho suficiente para aumentar a carteira do banco 45X), é possível que o indicador se mantenha acima dos níveis mínimos até a relação crescimento/RSPL se estabilizar.

De qualquer maneira, para a avaliação por fluxo de dividendos descontado, considera-se um pagamento médio de 25% do lucro como dividendos ao longo dos próximos 10 anos.

Condições para o valor terminal. Todo ativo tem um valor para o fluxo de caixa/dividendos que fica além do período de projeção. Este se chama o valor terminal da empresa, que avalia o quanto vale este fluxo do ano 10 ao infinito (no caso da projeção usada) e frequentemente chega a corresponder a entre 50% e 75% do valor da empresa (ou mais, no caso de uma empresa de alto crescimento). A maneira de calcular este valor faz parte da teoria financeira: basicamente divide-se o fluxo final pela diferença entre a taxa de desconto e a taxa de crescimento no longo prazo.

A taxa de crescimento no longo prazo é tema de discussões frequentes. O valor utilizado para esta análise é de 6%, que reflete o de crescimento nominal (real mais inflação) do PIB brasileiro no longo prazo (assumindo uma projeção em termos nominais). Como se trata de valores “ao infinito”, se um valor mais baixo for utilizado, o fluxo tende a ter valor zero no longuíssimo prazo, enquanto se for um valor mais alto vai eventualmente ter um valor maior do que toda a economia brasileira. Não é um critério perfeito (o Nubank pode facilmente apresentar crescimento superior a 6% nos anos 10-20 de uma projeção), e sim uma aproximação para facilitar a análise.

A questão do nível de pagamento de dividendos aparece novamente, já que deve ser considerado qual seria o potencial de distribuição de lucros se o crescimento (no longo prazo) for de 6%. Com um RSPL de 20% e um crescimento da carteira de crédito de 6%, o Nubank poderia distribuir até 70% dos seus lucros e manter o Índice de Basileia estável. Portanto, no fluxo para o cálculo do valor terminal, ao invés de 25% de lucro sendo pago como dividendo, esse valor é aumentado para 70%.

Taxa de desconto. Talvez o tema mais discutido em qualquer avaliação por fluxo de caixa/dividendos, a taxa de desconto também é o mais subjetivo. Muitas fórmulas são apresentadas para se obter um resultado objetivo, mas ao final todas contêm premissas subjetivas, que dependem de quem está fazendo as contas.

No caso desta análise, foi utilizada uma combinação de conceitos.

- **Taxa livre de risco.** As taxas de juros de longo prazo no Brasil não representam uma boa métrica de risco de longo prazo. A curva muda com rapidez e frequência, refletindo riscos de curto prazo, em grande parte por não ter liquidez suficiente para realmente representar o consenso de mercado. Portanto, a análise usa a taxa de longo prazo americana, mais líquida e representativa, através do título de 10 anos emitido pelo Tesouro americano (*10-year US Treasury*).
- **Risco país.** Como a taxa livre de risco utilizada na análise é a americana, deve-se ajustar para a realidade brasileira adicionando um componente de risco país. No passado, já foi muito utilizado o spread do EMBI para este propósito, mas atualmente o ativo com maior liquidez é o CDS (*credit default swap*, ou seguro da dívida) da dívida brasileira. Para compatibilidade, é usado o CDS de 10 anos.

- **Diferencial de inflação.** Como a taxa livre de risco utilizada na análise é a americana, cotada em US\$, e a análise é em R\$, deve se ajustar pela diferença de moeda. A melhor maneira de fazer isso é adicionar uma taxa de diferencial de inflação de longo prazo entre os países (em torno de 2%), que segundo o conceito PPP refletiria a desvalorização futura da moeda brasileira frente a americana.
- **Beta.** Sem um histórico de negociação em mercado, o Nubank não possui um beta. No caso, pode se usar o beta de empresas similares. Bancos tradicionais tem beta próximo a 1,0, tanto por serem instituições estabelecidas quanto por representarem uma parte relevante do índice contra o qual o beta é medido. O Banco Inter, par mais próximo do Nubank, negocia com um beta de 1,3 nos últimos 3 anos, mas esse sobe para 1,7 em 2021. Na avaliação, dada sua condição de empresa como novata na bolsa, é utilizado um beta de 1,5.
- **Prêmio de risco de mercado.** Este é o componente da taxa de desconto que gera a maior controvérsia. Existem estudos acadêmicos argumentando níveis para este prêmio desde 1% até 8%, com todos os pesquisadores justificando suas teses com validade. Na avaliação, é utilizado um prêmio de risco de mercado de 5%. Mais importante que o nível absoluto é o nível relativo: o prêmio de risco de mercado deve ser o mesmo para todas as oportunidades de investimento avaliadas, evitando assim comparar alhos com bugalhos.

O resultado da combinação destes conceitos é uma taxa de desconto de 14% para o Nubank. A principal diferença de uma taxa utilizada para o Itaú Unibanco ou o Bradesco, por exemplo, seria o beta. O Itaú Unibanco tem um beta de 1, gerando uma taxa de desconto de 11,5%, enquanto o Bradesco tem um beta de 1,2, gerando uma taxa de desconto de 12,5%.

Resultado. Utilizando a projeção no Anexo 1, o método de cálculo de valor terminal delineado acima e uma taxa de desconto de 14%, chega-se a um valor de US\$6 bilhões para o Nubank. Este valor é muito próximo do valor obtido pela análise de múltiplo de preço/valor patrimonial, e com razão. O modelo de crescimento de Gordon, que é a base da análise de múltiplo de valor patrimonial, é uma simplificação de uma modelagem de desconto de dividendos, e, portanto, os resultados deveriam ser bastante próximos.

Quadro 6. O modelo de desconto de dividendos indica um valor de US\$6 bilhões para o Nubank

Modelo de desconto de dividendos (valores em milhões de R\$, a não ser quando indicado)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ROE	8,0%	10,0%	15,0%	18,0%	19,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Lucro líquido	913	2.000	3.299	4.484	5.595	6.657	7.736	8.991	10.449
Payout	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Fluxo de dividendos	228	500	825	1.121	1.399	1.664	1.934	2.248	2.612
Valor terminal									96.563
Valor a ser descontado	228	500	825	1.121	1.399	1.664	1.934	2.248	99.175
Fator de desconto	1,14	1,30	1,48	1,69	1,93	2,19	2,50	2,85	3,25
Valor presente	200	385	557	664	726	758	773	788	30.497
Soma do valor presente	35.348								
Valor em US\$	6.312								

Fonte: Cortex Consultoria.

Diferentes premissas para a taxa de crescimento no longo prazo e para o beta (e, portanto, a taxa de desconto) geram um intervalo bastante largo de valores.

Quadro 7. Uma análise de sensibilidade do modelo de desconto de dividendos aponta uma faixa de US\$5 a US\$8 bilhões
Análise de sensibilidade da avaliação por desconto de dividendos (valores em US\$ milhões)

Taxa de crescimento no longo prazo	Taxa de desconto				
	12%	13%	14%	15%	16%
4%	6.700	6.215	5.770	5.361	4.985
5%	6.987	6.480	6.014	5.587	5.194
6%	7.337	6.802	6.312	5.862	5.449
7%	7.776	7.208	6.687	6.209	5.769
8%	8.350	7.738	7.177	6.661	6.188

Fonte: Cortex Consultoria.

Transações anteriores: Comparação intertemporal

Nada melhor para entender o valor de uma empresa do que analisar como ela foi avaliada por investidores no passado. Se as condições que levaram a tal avaliação ainda persistem, em tese não haveria razão para uma mudança substancial. Mesmo este conceito pode ser dividido em duas partes: múltiplos de receita e múltiplos de quantidade de clientes. Nos dois casos, os valores usados são históricos divulgados pela empresa. Seria mais apropriado usar valores futuros esperados a época do financiamento, mas estes não estão disponíveis dentre as informações disponibilizadas pela empresa e não fazem parte da projeção simples utilizada.

Múltiplos de quantidade de clientes. Múltiplo de quantidade de clientes é uma das maneiras mais cruas de se avaliar uma empresa, pois não contempla em nenhum momento como esta empresa vai converter clientes em lucro e valor para o acionista. Mas dado a pouca disponibilidade de informações, acaba sendo utilizado com frequência no mercado de capital de risco (*venture capital*).

O Nubank realizou nove rodadas de financiamento com empresas de *venture capital* e outros investidores de mercado privado. A empresa divulgou a avaliação utilizada no financiamento cinco vezes, mas só em quatro delas a quantidade total de clientes também estava disponível – as rodadas E, F, G e H. Na média, a empresa levantou recursos a US\$1.062 por cliente (ou R\$4.378 por cliente, no câmbio das datas de financiamento).

Quadro 8. O Nubank levantou recursos a um valor médio de US\$1.062 por cliente
Avaliação por quantidade de clientes nas rodadas anteriores de financiamento (valores em milhões de US\$, exceto por cliente)

Data Rodada	Valor levantado	Avaliação	Total de clientes	Valor por cliente
junho-21 Series H	750	29.250	40.000	731
janeiro-21 Series G	400	24.600	33.000	745
julho-19 Series F	400	9.600	7.000	1.371
março-18 Series E	150	2.100	1.500	1.400

Fonte: Cortex Consultoria, Nubank, imprensa.

Interessante verificar que o múltiplo de quantidade de clientes começou mais alto e acabou mais baixo. Parte desse movimento deve ser relacionado as perspectivas de crescimento da empresa, mais fortes no início do que no fim do ciclo. Uma parte também pode ser relacionada à variação da moeda – o mesmo múltiplo em R\$ teria uma variação menor. Porém, esta tendência vai de encontro ao movimento de redução do risco ao longo do ciclo da empresa, essencialmente indicando que parte do risco inerente tende a cair mais lentamente, e o múltiplo vai ter mais aderência às perspectivas de crescimento.

Tendo em vista esse desenvolvimento, o mais apropriado para uma valorização para o momento atual seria aplicar uma pequena redução do múltiplo em R\$ obtido na última rodada de financiamento. Neste contexto, o Nubank teria um valor de US\$27 bilhões (vale lembrar que entre junho, data do último financiamento, e agora, o R\$ se desvalorizou em torno de 10%).

Quadro 9. Uma avaliação por número de clientes aponta um valor de US\$27 bilhões para o Nubank

Avaliação por número de clientes (valores em milhões de R\$/US\$)



Fonte: Cortex Consultoria, empresa.

Múltiplos de receita. Múltiplos de receita são um pouco mais refinados do que os de quantidade de clientes, e largamente usados para avaliar empresas de forte crescimento. Também neste caso, a análise é restrita – o Nubank só tem informações financeiras abertas correspondentes às rodadas E, F e G (dados de 2017, 1S2019 e 2020, respectivamente). Para a rodada H, pode se assumir os dados do 1S2021. O múltiplo médio pelo qual a empresa levantou recursos por essa métrica é de 35,3X.

Quadro 10. O Nubank levantou recursos a um múltiplo médio de 35X a receita dos 12 meses anteriores
Avaliação por receita em 12 meses nas rodadas anteriores de financiamento (valores em milhões de US\$, exceto por cliente)

Rodada de financiamento	Série E	Série F	Série G	Série H
Data	01/03/18	26/07/19	28/01/21	08/06/21
Avaliação (milhões de US\$)	2.100	9.600	24.600	29.250
Período de referência	2017	1S2019	2020	1S2021
Receita total Nubank (milhões de R\$)	205	1.412	2.796	4.249
Cambio R\$/US\$ médio	3,19	3,84	5,16	5,38
Receita total Nubank (milhões de US\$)	64	368	542	790
P/receita	32,7X	26,1X	45,4X	37,0X

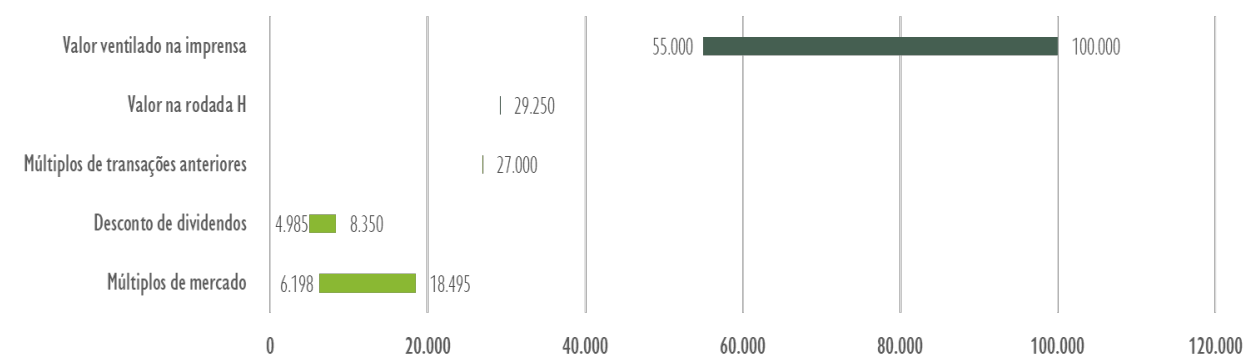
Fonte: Cortex Consultoria, empresa.

Como o último resultado disponível para o Nubank é o do 1S2021, que potencialmente já serviu para embasar a rodada H, não há muita diferença entre a avaliação atingida naquela rodada e uma atualizada para “os dados mais recentes”. Nesse contexto, o Nubank teria um valor de US\$27 bilhões (vale lembrar que entre junho, data do último financiamento, e agora, o R\$ se desvalorizou em torno de 10%).

Resumo das avaliações: Valores inferiores ou próximos aos da última rodada

O quadro abaixo resume os valores determinados por todas as metodologias empregadas, assim como o valor ventilado na imprensa (ajustado pela desvalorização do R\$ desde a data de publicação) e o valor atingido na rodada H de financiamento em junho. Vale lembrar que, por utilizar dados financeiros exclusivamente das operações brasileiras, os resultados obtidos refletem apenas o valor das operações no Brasil.

Quadro 11. As metodologias utilizadas apontam um valor para o Nubank de entre US\$5 e US\$27 bilhões
Composição das metodologias utilizadas na avaliação (valores em milhões de US\$)



Fonte: Cortex Consultoria.

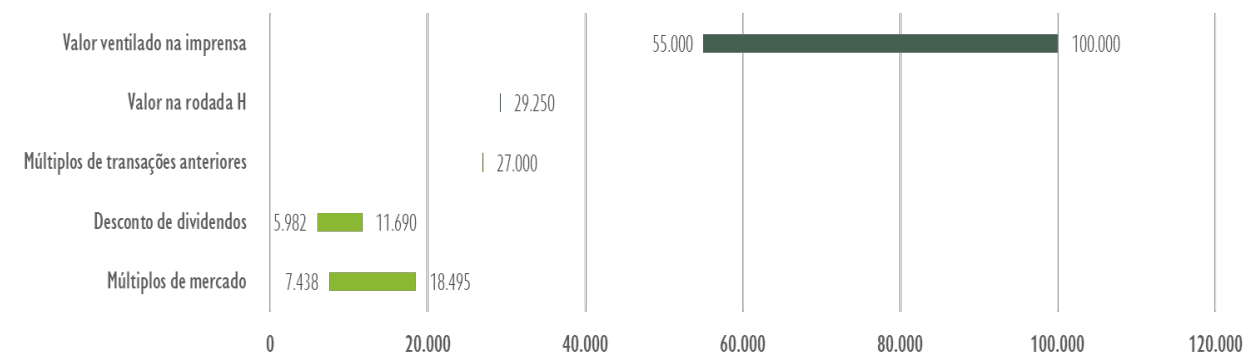
Avaliando México, Colômbia e outras oportunidades. O Nubank possui 750 mil clientes no México e 300 mil clientes na Colômbia, sem outras informações operacionais ou financeiras disponíveis. Ambos são mercados que tem potencial para a empresa, em parte devido às similaridades que apresentam ao mercado brasileiro. Porém, as diferenças do mercado brasileiro são suficientes para colocar alguma dúvida sobre o sucesso da

expansão, e os mercados, juntos, representam metade do mercado brasileiro. Considerando o estágio ainda inicial da expansão, e combinando o risco de execução com o potencial de cada mercado, é relativamente conservador afirmar que o valor desses negócios agregaria entre 20% e 40% ao valor do negócio no Brasil.

É provável que o Nubank tenha planos de expandir para outros países. Além da Colômbia e do México, o Nubank tem operações na Argentina (que, dado as circunstâncias desfavoráveis no país, têm um valor próximo a zero). Dentro da América Latina, o pequeno tamanho dos mercados financeiros em outros países combinado com o risco de execução de uma expansão (todos os outros países, juntos, equivalem a metade da combinação de México e Colômbia). Quanto ao resto do mundo, existem mercados dos quais o Nubank pode extrair resultados fortes, mas não só estão em um futuro razoavelmente distante (>5 anos, pelo menos) quanto os riscos de execução são mais altos (dado que estão fora do eixo Américas no qual a empresa atualmente opera).

Ajustando as análises pelo potencial estimado para os negócios no México e na Colômbia (com exceção à análise por quantidade de clientes, que já contempla todos os clientes da empresa), atinge-se um valor estimado mais alto para o Nubank.

Quadro 12. Agregando Colômbia e México, as metodologias apontam um valor entre US\$6 e US\$27 bilhões
Composição das metodologias utilizadas na avaliação, incluindo Colômbia e México (valores em milhões de US\$)



Fonte: Cortex Consultoria.

Como pode se ver acima, há uma diferença razoável entre os valores obtidos através das diversas análises e o valor ventilado na imprensa, e mesmo o valor atingido na última rodada de financiamento. Existem vários motivos, que isolados ou em combinação, explicam esta diferença.

- **Melhores resultados recentes.** Na análise acima, foram utilizados resultados históricos até a metade de 2021. É possível que resultados computados após esta data (por exemplo, no 3T2021) sejam bastante superiores ao histórico recente, especialmente dado que o Nubank tem aprofundado sua atuação em crédito pessoal (o maior vetor de rentabilidade nos próximos anos) e outros serviços. Usando o mesmo múltiplo em uma base maior de receita/resultados levaria a um valor mais alto para a empresa.
- **Perspectivas de crescimento mais fortes do que as utilizadas.** A projeção de resultados usada na análise (Anexo 1) é simples, e pode não capturar todas as avenidas de crescimento exploradas pela empresa. A taxa média de crescimento do lucro entre 2021 e 2030 é de 64% ao ano, que pode ser considerada alta mesmo para empresas de alto crescimento, mas pode estar subestimando um crescimento maior no

início do período. Um crescimento mais forte de clientes, receitas e resultado levaria a um valor mais alto para a empresa em qualquer metodologia que utilizasse dados futuros para avaliação.

- **Comparação com empresas não utilizadas no estudo.** As análises por múltiplos têm como base outras empresas financeiras no Brasil que, devido à natureza do Nubank, podem não ser o melhor parâmetro para comparação. Isso é parcialmente mitigado pela utilização do Banco Inter, mas sofre com as limitações de utilizar apenas uma empresa comparável.

Dito isso, não é trivial encontrar empresas negociadas em bolsa comparáveis ao Nubank nos mercados globais, tanto por conta do tamanho do Nubank (já acima de US\$30 bilhões de valor na última rodada) quanto pela natureza do mercado que atua (crédito e financiamento) ou seu crescimento esperado (lucro crescendo acima de 50% por alguns anos). Algumas empresas americanas têm similaridades (Sofi, Lending Tree ou mesmo uma Capital One), mas não tem o mesmo potencial de crescimento e riscos associados a operar em mercados emergentes e por isso mesmo tendem a negociar a múltiplos muito inferiores aos que o Nubank se financiou (mesmo recentemente). Fintechs em mercados emergentes, que tem o mesmo potencial de crescimento, não tem presença representativas nas bolsas, e, portanto, não tem informações de fácil acesso para se comparar. É possível que parte dos investidores acabe escolhendo uma gama muito estreita de comparáveis, que negociam a múltiplos mais altos, e com isso levar a um valor percebido mais alto para a empresa, enquanto outros usem um universo maior e vejam um valor menor.

- **Base de referência dos investidores abordados.** Os bancos de investimento buscam, durante o processo de venda de uma oferta de ações, equilibrar duas características nos investidores: disposição para pagar o maior preço possível pelas ações e convicção para manter as ações em suas carteiras pelo maior tempo possível. Para maximizar o resultado, banqueiros abordam investidores de todos os tipos, trazendo para uma mesma mesa de negociação aqueles que tem perspectivas bastante diferentes de como avaliar uma empresa.

Para o Nubank, por exemplo, pode-se enxergar dois perfis distintos de investidor que podem ter opiniões opostas, como já visto em outras ofertas. Por um lado, investidores tradicionais que investem em mercados mais maduros, inclusive muitos que se concentram exclusivamente no Brasil ou na América Latina, vão ter mais dificuldade em aceitar pagar múltiplos altos por uma empresa, independente do seu potencial de crescimento. Por outro lado, investidores veteranos de setores de alto crescimento, como tecnologia, vão olhar para o potencial de longo prazo e desdenhar preocupações com resultados e desafios imediatos. O provável foco da oferta nesta segunda categoria de investidor (que aconteceu nas ofertas da Stone e PagSeguro, por exemplo), pode acabar impulsionando o valor da empresa, especialmente porque o montante ventilado para o IPO não é particularmente alto para esse nicho.

Conclusão: Mercado é soberano

As informações para as análises apresentadas estão disponíveis no site das empresas ou através de fontes de mercado (como Thomson Reuters) e, portanto, podem ser utilizadas por qualquer investidor interessado. Os resultados, porém, podem ser bastante distintos, tanto por diferenças nas metodologias de avaliação quanto por discordância em expectativas futuras ou mesmo perspectivas de mercado. Desse modo, é possível justificar quase qualquer avaliação para o Nubank, seja na parte baixa da faixa apresentada acima quanto no valor ventilado na imprensa.

Pela análise apresentada acima, não parece razoável a avaliação do Nubank nos patamares que apareceram na imprensa, especialmente levando em conta as alternativas existentes que já estão em mercado. Para justificar os valores sugeridos, os múltiplos teriam que estar muito superiores a quase qualquer empresa comparável ou as expectativas futuras teriam que ser muito mais fortes do que as projetadas (ou uma combinação dos dois).

Porém, as recentes rodadas de financiamento concluídas com sucesso pela empresa, com participação de investidores de peso (como Berkshire Hathaway), indicam que existe um mercado para o tipo do ativo que o Nubank representa a um múltiplo de negociação bastante alto. Se este múltiplo eventualmente vai se traduzir a uma avaliação a US\$50 bilhões, ou até US\$100 bilhões, não está claro. Mas o processo de IPO deve criar um novo paradigma para ofertas públicas de fintechs, inovando como o Nubank vem fazendo desde a sua fundação.

Anexo 1: Projeções simplificadas

A projeção de lucro utilizada nesta análise é simplificada. Assume um nível de retorno sobre o patrimônio líquido crescente ao longo do tempo, se estabilizando em 20% em 2027. Este 20% se encontra na faixa superior do setor, e reflete uma expectativa de pressão nas margens das instituições financeiras compatíveis com o ambiente competitivo que se desenvolve no Brasil. A projeção não inclui operações na Colômbia e no México, ou em outros países em que o Nubank venha a entrar. Também, para fins de projeção, não considera pagamento de dividendos, porém considera um aumento de capital de R\$15 bilhões em 2022 (relativo ao IPO da empresa).

Quadro 13. A projeção simplificada tem o RSPL do Nubank estabilizando em 20%

Projeção de resultado para o Nubank (milhões de R\$)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Patrimônio líquido												
Saldo inicial		1.002	1.438	3.615	19.541	21.598	25.101	30.066	36.562	44.687	54.618	66.755
Lucro/prejuízo	(313)	(230)	177	926	2.057	3.502	4.965	6.496	8.125	9.930	12.137	14.834
Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aportes		667	2.000	15.000	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo final	1.002	1.438	3.615	19.541	21.598	25.101	30.066	36.562	44.687	54.618	66.755	81.589
RSPL		-18,9%	7,0%	8,0%	10,0%	15,0%	18,0%	19,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Crescimento do lucro				424%	122%	70%	42%	31%	25%	22%	22%	22%

Fonte: Cortex Consultoria.

Anexo 2: Empresas comparáveis

Para empresas comparáveis ao Nubank, são utilizadas as empresas do setor financeiro na América Latina. Apesar do Nubank se posicionar em parte como uma empresa de tecnologia, a grande maioria da receita no futuro deve vir de intermediação financeira, alinhando a empresa com bancos da região. É provável que muitos investidores utilizem uma base diferente de comparação, que inclui empresas de tecnologia de forte crescimento, e com isso acabem chegando a conclusões diferentes sobre o valor do Nubank.

Quadro 14. A análise utiliza, como base comparáveis ao Nubank, os principais bancos da América Latina

Base de comparáveis (valores em milhões de US\$, preços de fechamento de 27 de outubro de 2021)

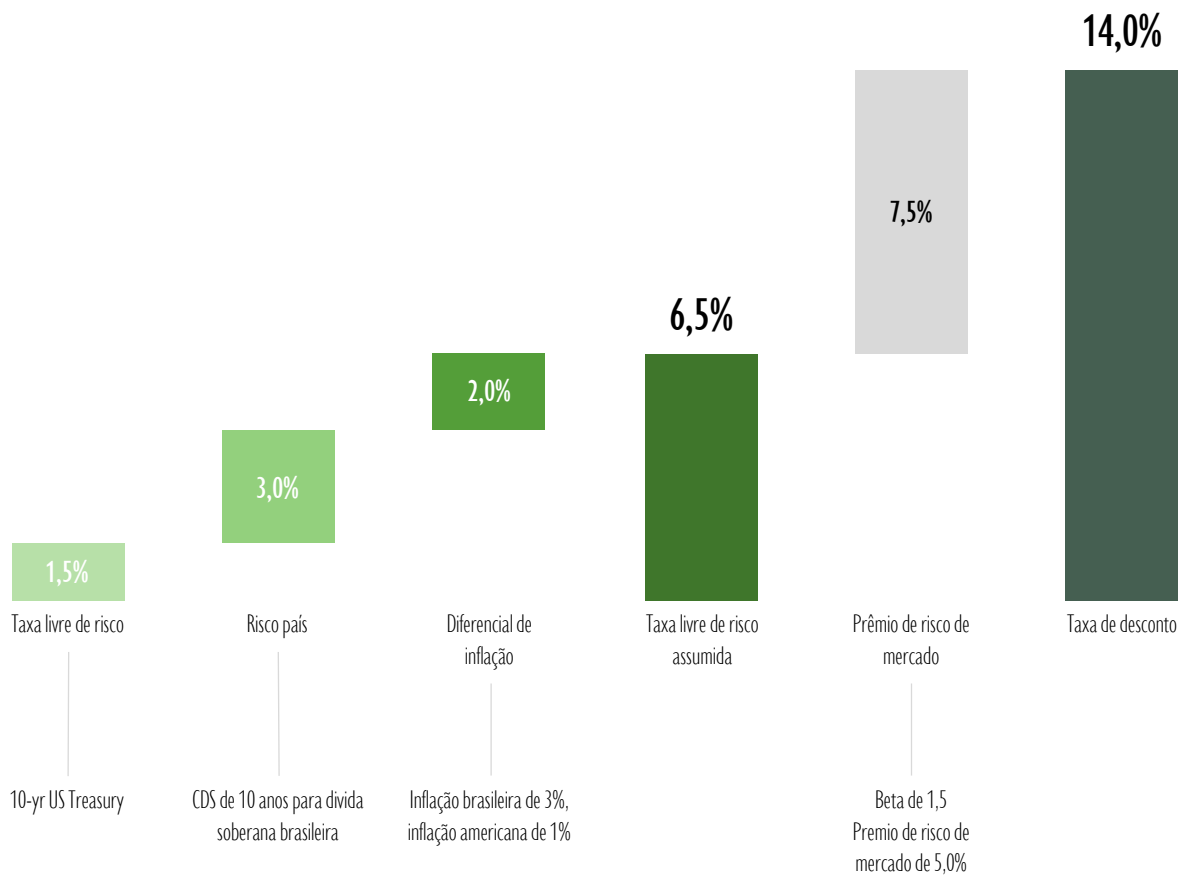
	País	Valor de mercado	Preço/lucro				P/VP	
			2021	P 12 meses	2022	2023	2021	2022
Itau Unibanco	Brasil	56.176	8,8X	8,1X	8,0X	7,3X	1,6X	1,5X
Bradesco	Brasil	43.841	7,7X	7,0X	6,8X	6,3X	1,3X	1,2X
Santander Brasil	Brasil	32.569	8,5X	7,8X	7,7X	7,2X	1,6X	1,4X
Banco do Brasil	Brasil	21.406	4,6X	4,2X	4,1X	3,8X	0,6X	0,5X
BTG Pactual	Brasil	18.127	13,0X	12,2X	12,1X	10,6X	2,4X	2,2X
Banco Inter	Brasil	4.830	287,2X	87,0X	76,3X	37,8X	4,6X	4,7X
Banco Modal	Brasil	517	19,5X	13,9X	13,1X	10,9X	NA	NA
Banco BMG	Brasil	230	4,6X	3,8X	3,7X	NA	0,5X	0,5X
Banco Pan	Brasil	1.005	20,9X	15,8X	15,1X	11,1X	3,0X	2,6X
Banrisul	Brasil	1.195	4,5X	4,1X	4,0X	3,6X	0,5X	0,5X
GF Banorte	México	15.952	11,1X	10,1X	9,9X	8,9X	1,7X	1,6X
Santander Mexico	México	6.937	8,8X	7,9X	7,7X	6,8X	1,0X	0,9X
GF Inbursa	México	6.610	9,2X	8,4X	8,3X	7,4X	0,8X	0,8X
Banco del Bajío	México	1.634	11,6X	10,1X	9,8X	8,7X	1,3X	1,2X
Regional	México	1.520	10,6X	9,5X	9,3X	8,4X	1,5X	1,4X
Bancolombia	Colômbia	9.662	14,8X	12,1X	11,6X	7,8X	1,1X	1,1X
Grupo Aval	Colômbia	7.618	8,4X	8,1X	8,1X	7,3X	1,2X	1,1X
Banco Davivienda	Colômbia	1.151	13,4X	10,5X	10,1X	7,4X	1,1X	1,0X
Credicorp	Peru	15.481	3,3X	2,6X	2,5X	2,0X	1,5X	1,4X
IFS	Peru	3.572	8,0X	8,0X	8,0X	7,6X	1,4X	1,3X
Santander Chile	Chile	8.946	7,1X	8,7X	9,1X	8,4X	1,7X	1,5X
Banco de Chile	Chile	10.294	9,4X	9,2X	9,2X	NA	1,6X	1,4X
BCI	Chile	5.846	8,4X	7,7X	7,6X	7,2X	1,0X	0,9X
Itau Corpbanca	Chile	1.725	4,3X	5,7X	6,1X	5,6X	0,4X	0,3X
Média			13,6X	9,3X	9,0X	7,2X	1,5X	1,4X

Fonte: Cortex Consultoria, Thomson Reuters.

Anexo 3: Cálculo da taxa de desconto

Quadro 15. Na avaliação do Nubank, é utilizada uma taxa de desconto de 14%

Cálculo da taxa de desconto para o Nubank



Fonte: Cortex Consultoria.