

Nova recomendação: COMPRAR

Upgrade para COMPRA pela primeira vez desde o IPO

Já vínhamos “flertando” com esse upgrade há alguns meses. Em março, por exemplo, encerramos nossa posição Long INTR vs. short NU dentro do setor dos bancos digitais após a queda das ações do Nubank depois dos resultados do 4T24. Em abril, com o papel a US\$ 10 (vs. US\$ 16/ação em novembro de 2024), incluímos as ações do NU em nossas carteiras recomendadas, onde permanecem desde então. Em maio, quando NU divulgou seus resultados do 1T25, tivemos (o que acreditamos) ter sido uma leitura positiva fora do consenso para o trimestre, percepção que agora passou a ser mais amplamente aceita em relação ao desempenho do 2T, reportado na semana passada. Com o TPV de cartões de crédito no Brasil reacelerando, o México ganhando tração e potencial de alta vindo de produtos de consignado (público e privado), acreditamos que o papel tem espaço para uma reprecificação. Assim, elevamos a recomendação para COMPRA e aumentamos nosso preço-alvo para US\$ 18 (de US\$ 14) e no caso da BDR de R\$ 13 para R\$ 16,50.

2025 deve ser visto como um ano de transição

Nosso principal “desacordo” com os otimistas em 2023-24 foi em relação ao TAM de seus produtos principais: cartões de crédito, empréstimos pessoais não garantidos e financiamento via PIX. Dado o aumento exponencial da penetração do financiamento via PIX, nossa impressão era de que a maior parte dos investidores, simplesmente, projetava uma melhoria contínua (quase linear) para margem financeira por vários anos. Contudo, após o NU alcançar uma participação de mercado de ~15% em cartões de crédito (atrás apenas do Itaú, que atende clientes de tickets muito mais altos), começamos a observar uma tendência negativa clara no início de 2024: o TPV de cartões de crédito estava desacelerando enquanto a penetração do financiamento via PIX continuava subindo. Caso essa tendência de desaceleração do TPV persistisse, provavelmente levaria a uma “exaustão” do KPI de penetração do PIX. De fato, foi o que vimos no 3T.

Valuation	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
ROE (%)	18.2	28.1	27.9	26.8	27.8
P/VP	6.3	6.6	5.9	4.5	4.0
P/L	38.6	25.6	25.1	19.2	15.2
Dividend Yield %	0.0	0.0	0.0	0.0	3.3

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
Receita	5,992	8,682	11,017	14,191	16,922
LAIR	1,539	2,795	3,671	4,850	6,119
Lucro Líquido	1,031	1,972	2,600	3,400	4,300
LPA (R\$)	0.22	0.40	0.53	0.69	0.88
Dividendo/ação (R\$)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.44
VP (R\$)	1.32	1.56	2.24	2.93	3.37

Fonte: relatórios da empresa, estimativas da Bovespa, BTG Pactual S.A. / Avaliações: com base na última cotação da ação do ano; (E) com base na cotação de 18 de agosto de 2025.

Rating

COMPRA

Sumário

Ticker	ROXO34
Preço Alvo (R\$)	16.5
Preço (R\$)	12.1
Listagem	BDR não patrocinado
Market Cap. (RS mn)	278,639.0
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	35.67
Ultima atualização do preço-alvo	18-ago-25

	2025 E	2026 E
P/L	25.1	19.2
P/VP	5.9x	4.5x

Performance:	
Agosto (%)	4.5%
LTM (%)	-5.6%



Analistas
Eduardo Rosman Brasil – Banco BTG Pactual S.A.
Ricardo Buchpiguel Brasil – Banco BTG Pactual S.A.
Thiago Paura Brasil – Banco BTG Pactual S.A.
Bruno Lima Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Um passo atrás: do *momentum* de crescimento às preocupações de rentabilidade...

Com o financiamento via PIX atingindo um platô e as condições financeiras no Brasil se deteriorando fortemente no fim do ano passado (câmbio indo de R\$ 5,80 para R\$ 6,20 em apenas alguns dias), passamos a temer um possível pouso forçado da economia brasileira em 2025. Nossa preocupação era que — dado que cartões de crédito e financiamento via PIX já estavam desacelerando — se o NU também reduzisse a originação de crédito pessoal não garantido, os resultados como um todo desacelerariam de forma significativa. Afinal, México, clientes de alta renda e empréstimos consignados ainda não tinham escala/maturidade suficientes para compensar a desaceleração nos produtos mais rentáveis do Brasil. Não por acaso, as expectativas de lucro do consenso para 2025, que estavam em R\$ 3 bilhões antes dos resultados do 3T24, caíram para ~R\$ 2,5 bilhões no início de 2025, com alguns projetando próximo de R\$ 2,0 bilhões, ou seja, essencialmente estável a/a. Não foi coincidência que, após os números do 4T revelarem essa desaceleração de receita, a ação tenha desvalorizado.

...mas os KPIs já estão virando a curva...

Dito isso, a economia tem se mostrado melhor do que a maioria esperava, a inflação melhorou na margem e o “pouso suave” agora é o cenário-base. Apesar da queda no 4T24, já começamos a ver KPIs virando a curva, como a originação mensal de financiamento via PIX, número de clientes usando PIX financiamento e cartões de crédito reacelerando após muito tempo. Os números do 1T confirmaram essa melhora, com a originação de crédito não garantido vindo muito forte e o NU recuperando participação de mercado em cartões de crédito — o que consideramos altamente relevante, dado que cartões são a “matéria-prima” do ecossistema, inclusive para impulsionar a primazia do cliente. Essas tendências foram reforçadas novamente no 2T, e acreditamos que devem continuar no 2S25, apoiadas pelo *Hyperplane* ganhando tração (e pela possibilidade de a gestão decidir até o fim do ano retomar o aumento dos limites de financiamento via PIX para clientes de menor renda. Olhando mais adiante, 2026 também deve se beneficiar de maiores transferências governamentais (Bolsa Família), programas sociais de ano eleitoral, assim como da altamente provável isenção do IR para indivíduos com renda de até R\$ 5 mil/mês (ainda a ser aprovada).

...e o México está ganhando tração

Além disso, o México parece ter finalmente encontrado seu “mojo”. Publicamos vários relatórios sobre o México, e o CFO Guilherme Lago reforçou hoje, em um videocast, uma visão otimista sobre o caminho de crescimento do NU no país. A princípio, tínhamos uma visão mais negativa, argumentando que o mercado não estava pronto (pelo menos no curto prazo) para replicar o impacto positivo que o NU alcançou no Brasil. Dito isso, acreditamos que a estratégia do banco no México está sendo muito bem executada e agora claramente ganhou tração. Em nossa visão, a expansão internacional continua sendo o pilar mais importante da tese de investimento do NU. Acreditamos que o ganho de tração no México não só pode apoiar uma reprecificação, mas também ajudar a convencer o mercado de que o NU pode entrar com sucesso em novas geografias. No início deste ano, o próprio David Velez destacou seu entusiasmo com o lançamento do NU fora da

América Latina. Esse movimento de expansão além da região — e de levar efetivamente o banco a um próximo nível — não foi isento de ruídos, já que alguns executivos saíram enquanto novos entraram.

Resultados e ajustes de modelo

Após incorporar os números do 2T em nosso modelo, ajustamos nossas projeções de lucro para o fim de 2025 (e para 2026-27) em relação às estimativas anteriores. Agora esperamos que o NU entregue R\$ 2,6 bilhões de lucro líquido em 2025 (+32% a/a; +3,5% vs. estimativas anteriores; em linha com o consenso), apoiado por um crescimento mais forte da carteira de crédito e maior receita com juros, parcialmente compensado por receita de tarifas um pouco menor. Também estamos aumentando o total de despesas operacionais e provisões de crédito devido à expansão em produtos como o novo crédito consignado brasileiro — que vem ganhando mais tração — assim como investimentos no segmento de alta renda e na expansão contínua no México. Nossos números atualizados agora refletem essas dinâmicas de curto prazo, ao mesmo tempo que sustentam otimismo sobre a lucratividade e perspectivas de crescimento de longo prazo. Consequentemente, também estamos elevando nossas estimativas para 2026-27 (em ~5%) para R\$ 3,4 bilhões e R\$ 4,3 bilhões, respectivamente. Mantendo nosso custo de capital próprio inalterado em 14%, nosso preço-alvo de meados de 2026 sobe de US\$ 14 para US\$ 18/ação.

Valuation importa...

O NU fez seu IPO em dez/21 a US\$ 9/ação, e no primeiro dia de negociação a ação já havia subido para US\$ 11. Na época, ficamos bastante impressionados com a tese de investimento, mas achamos o valuation extremamente esticado. Apenas dois meses depois, em fev/22, rebaixamos a recomendação para Venda. Três meses depois, com a ação já em US\$ 4, elevamos de volta para Neutra. Infelizmente, não elevamos para Compra naquele momento — já que a ação acabou quadruplicando, chegando a US\$ 16/ação no fim de 2024. Por que contamos essa história? Simplesmente para lembrar a nós mesmos e aos investidores que valuation importa. Para aqueles que compraram ações do NU no primeiro dia de negociação (US\$ 11 a um câmbio de R\$ 5,55), o retorno total até hoje é de 21% em USD (ou 18% em BRL). Isso apesar da performance operacional excepcional do NU, passando de um prejuízo líquido de R\$ 165 milhões em 2021 para um lucro de R\$ 2,0 bilhões em 2024. Ajustado pelo risco, porém, é justo dizer que as ações do NU não têm sido um bom investimento desde o IPO.

...e agora parece mais razoável; upgrade para COMPRA, novo preço-alvo de US\$ 18/ação (R\$ 16,50/BDR)

Após incorporar os números do 2T em nosso modelo (como discutido acima), rolar nosso preço-alvo em seis meses para meados de 2026 e adotar uma postura mais otimista em relação às premissas de crescimento a partir de 2027, chegamos a um novo preço-alvo de US\$ 18 (ante US\$14). Avaliar o NU certamente não é trivial, dado seu perfil de alto crescimento, o fato de ainda estar nos estágios iniciais da expansão internacional e sua forte concentração no mercado de massa brasileiro, que pode ser cíclico. Dito isso, acreditamos agora que o valuation parece muito mais razoável (P/L 26E e 27E em 19x e 15x, respectivamente) e nos parece que o “Sr. Mercado” está atribuindo pouco ou nenhum valor a novos produtos e à expansão geográfica.

Para contextualizar, as ações do Inter subiram >20% desde os resultados do 2T e +75% no acumulado do ano em BRL, enquanto as do NU avançaram 10% desde os resultados e +25% no ano. Obviamente, são histórias muito diferentes, com bases acionárias distintas, mas acreditamos que o NU também pode ver um rali de curto prazo — além de permanecer, em nossa visão, não apenas possivelmente, mas muito provavelmente o “vencedor fintech” da América Latina (junto com o MELI).

Tabela 1: Revisão 2T25

	Novo	Anterior	%	Novo	Anterior	%	Novo	Anterior	%
	2025E			2026E			2027E		
Novas estimativas vs. anteriores - Nubank (US\$ mn)									
Receita com juros	13,120.3	12,601.1	4.1%	17,536.0	16,799.7	4.4%	20,108.7	19,165.2	4.9%
Receita com prestação de serviços	2,285.3	2,323.0	-1.6%	2,767.3	2,707.6	2.2%	3,210.8	3,212.3	0.0%
Receita total	15,405.6	14,924.0	3.2%	20,303.4	19,507.4	4.1%	23,319.5	22,377.5	4.2%
Despesas com funding	-4,389.1	-4,250.7	3.3%	-6,112.7	-5,956.9	2.6%	-6,397.2	-6,177.5	3.6%
Provisão para devedor duvidoso	-4,352.5	-4,148.7	4.9%	-5,765.3	-5,397.7	6.8%	-6,904.4	-6,428.0	7.4%
Custo total	-9,046.1	-8,757.8	3.3%	-12,311.9	-11,780.5	4.5%	-13,785.6	-13,089.8	5.3%
Lucro Bruto	6,359.5	6,166.2	3.1%	7,991.5	7,726.9	3.4%	9,533.8	9,287.7	2.7%
Margem Bruta	41.3%	41.3%	-0.04pp	39.4%	39.6%	-0.25pp	40.9%	41.5%	-0.62pp
Total de custos + despesas	-11,734.5	-11,386.5	3.1%	-15,453.3	-14,889.2	3.8%	-17,200.2	-16,404.1	4.9%
EBT	3,671.1	3,537.5	3.8%	4,850.1	4,618.2	5.0%	6,119.3	5,973.3	2.4%
Impostos	-1,071.1	-1,022.3	4.8%	-1,450.1	-1,387.2	4.5%	-1,819.3	-1,847.9	-1.6%
Lucro Líquido	2,599.9	2,515.2	3.4%	3,400.0	3,231.0	5.2%	4,300.0	4,125.4	4.2%
LPA recorrente	0.53	0.51	3.3%	0.69	0.66	5.1%	0.88	0.84	4.1%
Crescimento da carteira de crédito a/a	51.7%	41.3%	10.36pp	27.2%	25.5%	1.68pp	20.0%	19.7%	0.27pp
Margem Financeira (%)	15.1%	15.1%	-0.05pp	15.3%	15.9%	-0.55pp	15.4%	15.9%	-0.57pp
Provisões/carteira de crédito (média)	16.7%	16.6%	0.10pp	16.1%	16.3%	-0.20pp	15.7%	15.9%	-0.20pp
Índice de inadimplência	5.7%	5.7%	0.04pp	5.7%	5.7%	0.00pp	5.9%	5.9%	0.00pp
Índice de cobertura	280%	284%	-4.09pp	274%	283%	-9.14pp	267%	277%	-10.45pp
Depósitos/Carteira de crédito	73.9%	75.8%	-1.92pp	77.9%	78.9%	-1.01pp	78.8%	79.9%	-1.05pp
Custos/Receita	25.1%	25.5%	-0.39pp	22.8%	23.7%	-0.85pp	20.8%	21.1%	-0.32pp
RoE recorrente	27.9%	27.6%	0.29pp	26.8%	26.5%	0.29pp	27.8%	27.8%	0.00pp
# of Clientes ('000)	130.8	132.1	-1.0%	143.9	145.3	-1.0%	152.5	154.1	-1.0%
% ativação	83.0%	84.0%	-1.2%	83.0%	84.0%	-1.2%	83.0%	84.0%	-1.2%
# clientes ativos/mês ('000)	108.6	111.0	-2.2%	119.4	122.1	-2.2%	126.6	129.4	-2.2%
BTGP vs. Consenso									
	2025E			2026E			2027E		
	BTGP	Consenso	%	BTGP	Consenso	%	BTGP	Consenso	%
Lucro Líquido recorrente	2,600	2,604	-0.2%	3,400	3,585	-5.2%	4,300	4,450	-3.4%

Fonte: BTG Pactual

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 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 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 possa 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