

Meios de Pagamento

Uma nova estratégia integrada para o sucesso... início de cobertura de Stone e PagBank com recomendação de Compra

Estamos iniciando a cobertura de Stone e PagBank com recomendação de Compra. O setor de adquirência é percebido como bastante dinâmico. Acreditamos que ambas as companhias devam se beneficiar no curto prazo de (i) volumes mais altos no segmento de empresas micro, pequenas e médias (MPME), (ii) melhor percepção de valor devido a um conjunto completo de produtos (principalmente bancários e de crédito), e (iii) ausência de irracionalidade na concorrência de mercado até agora.

Uma nova estratégia... PAGES e STNE ajustaram sua oferta de produtos, e agora os produtos bancários e de pagamentos estão totalmente integrados em uma única solução. Isso possibilita a ambas as companhias combinar novas vendas e aumentar a escala com baixo custo incremental de aquisição de clientes (CAC) e receita média por cliente ativo (ARPAC) mais alta, ao mesmo tempo em que retêm uma parcela mais alta dos volumes de pagamento, elevando a principalidade.

... **mais conectada com o crédito.** Embora o crédito tenha estado sempre presente no ciclo de vida dos adquirentes, empresas independentes ainda não tinham "virado a chave" para expandir o portfólio robusto de empréstimos para além do financiamento de recebíveis. À medida que o crédito se torna uma prioridade, vemos uma taxa mais elevada de sucesso devido a avanços estruturais (registro centralizado, melhora na análise de crédito, etc.).

Preferência relativa por Stone; nossa nova ação preferida no setor de não-bancos. Em bases relativas, preferimos a Stone por considerarmos que ela tem uma estratégia mais clara de entrega de uma proposta de valor completa para MPMEs e está à frente na área de crédito a lojistas. Para nós, o PagBank também deve se beneficiar de um bom dinamismo nos lucros, embora prefiramos aguardar por maiores informações sobre sua estratégia para empréstimos a lojistas para melhor entender o resultado final do negócio integrado.

Estimativas acima do consenso nos próximos dois anos. Projetamos que a Stone registrará lucro líquido de R\$2,250bi (ROE de 14,3%) e R\$2,843bi (ROE de 15,5%) em 2024 e 2025, 6% e 11% acima do consenso; e para PagBank, nossa projeção para o lucro (não-GAAP) de R\$2,252bi (ROE de 15,9%) e R\$2,607bi (ROE de 16,0%) estão 24% e 29% acima do consenso, respectivamente.

Potencial de valorização de 32% sobre o preço-alvo (PA) de STNE de US\$22 e de 26% sobre o PA de PAGES de US\$16. Usamos modelos de fluxo de caixa descontado para calcular a avaliação justa de ambas as companhias, aplicando um custo de capital (Ke) de 15,0%, um beta de 1,30 e crescimento na perpetuidade (g) de 5,5%. Vemos Stone sendo negociada a um múltiplo P/L de 11,8 e 9,4x, e PAGES a 10,2x e 8,8x em 2024 e 2025, respectivamente. Olhando para os múltiplos relativos, a Stone é historicamente negociada a um prêmio de 57% sobre a PAGES. Se nossa tese se provar correta, o prêmio poderá se reduzir para até 7% em 2025, corroborando nossa preferência.

Principais riscos para a tese. (i) Desintermediação para novas tecnologias, como Pix; (ii) concorrência mais acirrada; (iii) mudanças regulatórias, principalmente em parcelamentos de compras no cartão de crédito; (iv) risco de crédito; (iv) deterioração na perspectiva macroeconômica; (v) custos de mudança baixos no setor de adquirência.

Meios de Pagamento

Data de publicação original:
9 de maio de 2024

Daniel Vaz
+55 11 3175 8887
daniel.vaz@safra.com.br

Silvio Dória
+55 11 3175 7929
silvio.v@safra.com.br

Gabriel Pucci
+55 11 3175 1316
gabriel.pucci@safra.com.br

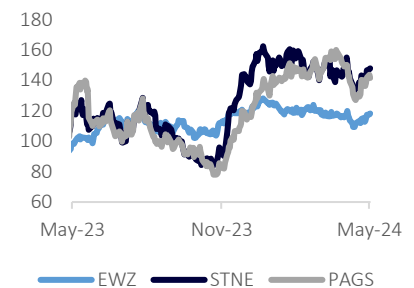
STNE	
Recomendação:	
Compra	PA 12M: US\$ 22,0

PAGES	
Recomendação:	
Compra	PA 12M: US\$ 16,0

	24E	25E	26E
P/L	11,8x	9,4x	8,2x
P/VP	1,58x	1,35x	1,16x

	24E	25E	26E
P/L	10,2x	8,8x	7,2x
P/VP	1,44x	1,23x	1,05x

EWZ vs. STNE vs. PAGES



Fonte: Bloomberg e Safrá

Resumo executivo

O setor de adquirência não é tão simples. Recentemente, o setor vem sofrendo com concorrência intensa e contração nas margens, muitas vezes com um toque amargo de irracionalidade. **Nos últimos 5 anos, as ações do setor de pagamentos no Brasil tiveram desempenho fraco, com forte redução nas avaliações** em virtude de diversos problemas, tais como: a crescente adoção do Pix, a percepção de baixo valor do setor de adquirência, ameaças regulatórias, concorrência acirrada, etc.

Antes vistas (e vendidas) como relacionadas ao setor de tecnologia, empresas independentes como Stone e PagSeguro (agora PagBank) vêm adaptando suas abordagens estratégicas aos comerciantes e **se parecendo cada vez mais com algo visto antes como abominável pelas fintechs: um banco.**

Diferentemente de pares globais como Square (agora parte da Block), Stripe e Clover, que **agruparam com sucesso serviços de software e pagamentos, no Brasil esse modelo não evoluiu bem.** A integração de software de gestão (ERP) com pagamentos, que foi o principal motivo da aquisição da Linx pela Stone, não conseguiu replicar o sucesso das empresas mencionadas acima.

Além da dificuldade na integração de software, esse fato é explicado por dois motivos principais, em nossa visão. Primeiro, acreditamos que **o principal problema dos lojistas seja a liquidez** (gestão de caixa) em virtude da ampla adoção dos pagamentos sem juros no cartão de crédito e do fluxo de capital de giro negativo de D+30. Segundo, as **grandes contas têm um forte relacionamento com bancos incumbentes**, incluindo participações em suas operações financeiras (Itaú + CBD, Carrefour, Magazine Luiza), de modo que elas consequentemente detêm uma parte de seus serviços financeiros, inclusive de adquirência.

Naturalmente, **observamos que empresas independentes estão se voltando para o segmento de micro, pequenas e médias empresas ou MPME** (com margens mais altas e serviço de baixa qualidade prestado por bancos), oferecendo melhores logística, serviços aos clientes e serviços de valor agregado. No entanto, acreditamos que **o panorama agora tenha mudado para uma "mentalidade bancária".**

Como as questões de financiamento e liquidez imperam entre os comerciantes, **o relacionamento bancário deve ser o principal canal** para o sucesso ou o fracasso na satisfação de clientes. A criação de um produto simples, sem atrito e eficaz deve ajudar a aumentar o Net Promoter Score (NPS, índice que mede o nível de satisfação dos clientes em relação aos produtos e/ou serviços adquiridos de uma empresa) e a principalidade, reduzindo a perda de clientes e aumentando a escala de suas operações com custo de aquisição de clientes (CAC) baixo, **o que se traduz em receita média mensal por cliente ativo (ARPAC) mais alta.**

Em nossa opinião, **esse aspecto é de certa forma similar aos bancos digitais, principalmente à história do Nubank.** Depois de se destacar em satisfação de clientes e principalidade, a empresa impulsionou as margens por meio do crédito, principalmente o Pix no crédito. Assim como o crédito para pessoas físicas, **o crédito para MPMEs tem**

enorme potencial e é atualmente percebido como subpenetrado, mas tem risco implícito elevado de crédito e de evasão.

Embora o crédito tenha estado sempre presente no ciclo de vida dos adquirentes, empresas independentes como **PAGS e STONE ainda não tinham "virado a chave" para expandir o portfólio robusto de empréstimos** para além do financiamento de recebíveis. Graças à melhor compreensão da principalidade de clientes, à capacidade de concessão de crédito e aos sistemas centralizados de registro de recebíveis totalmente operacionais, acreditamos que **suas chances de sucesso agora são substancialmente mais altas**.

Não menos importante, **aumentar os depósitos de clientes será essencial** para elevar os níveis de recorrência e também manter o custo de captação baixo, com risco de restrição de crédito reduzido.

Neste relatório, oferecemos uma visão geral do setor e discutimos os motivos por trás da recomendação de Compra para ambas as companhias, com preferência relativa pela Stone, embora acreditemos que ambas ofereçam bons retornos e histórias atrativas nos próximos dois anos.

Índice

1.	Tese de investimento: a mentalidade bancária	5
2.	Avaliação	9
3.	Riscos	11
4.	Visão geral do setor	13
5.	Stone	21
6.	PagBank	42

Tese de investimento

A mentalidade bancária

Estamos iniciando a cobertura de Stone e PagBank com recomendação de Compra para ambas. Reconhecemos que o setor de aquisição é bastante dinâmico e apresenta concorrência intensa com bancos. No entanto, acreditamos que ambas as companhias devam se beneficiar nos próximos dois anos dos seguintes fatores:

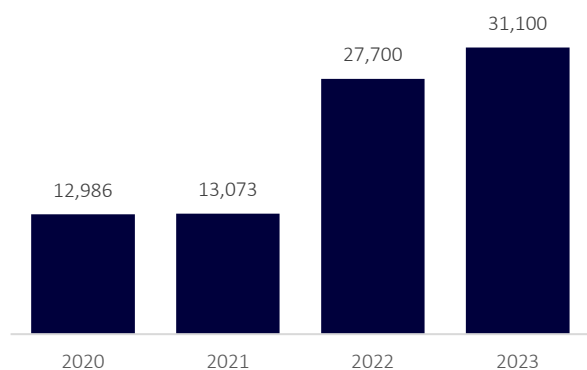
- i. uma melhor percepção de valor graças a um conjunto completo de produtos (principalmente bancários e de crédito);
- ii. volumes mais elevados no segmento de MPME, com perspectivas melhores para o PIB de serviços;
- iii. ausência de irracionalidade na concorrência de mercado até agora.

O primeiro fator representa, em nossa visão, um enorme potencial a ser destravado pelos adquirentes independentes. Conforme mencionamos no sumário executivo, acreditamos que Stone e PagBank estejam adaptando suas abordagens estratégicas e se parecendo cada vez mais com um banco.

Naturalmente, as empresas independentes se focam no segmento de MPME (margens mais altas e serviço de baixa qualidade prestado por bancos), tendo demonstrado melhores logística, serviços aos clientes e serviços de valor agregado. Agora, no entanto, depois de alguns anos de ajustes na oferta de produtos, acreditamos que o panorama tenha mudado para uma "mentalidade bancária".

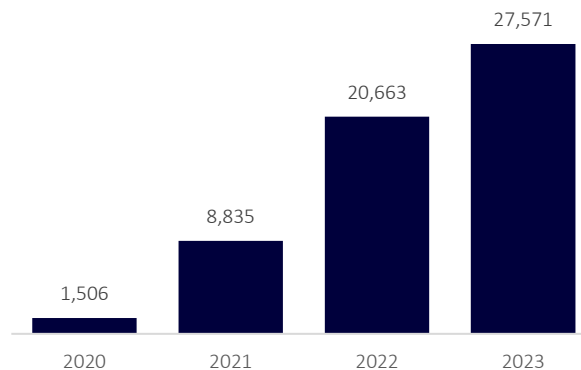
Notavelmente, a PagSeguro é agora PagBank. Isso não é uma coincidência, já que a companhia se vende como o segundo maior banco digital para pessoas físicas (depois do Nu), com mais de 31 milhões de clientes. O banco detém cerca de R\$28bi em depósitos, ou aproximadamente R\$900/cliente, R\$11,4bi em contas-correntes com rendimento percentual anual (APY) baixo (72% do CDI). Ainda assim, não temos visto a estratégia do banco em consonância com a aquisição, que vem subindo na "pirâmide" (da cauda longa para pequenos e médios negócios, ou MPN).

Clientes do PagBank – milhares



Fonte: PagBank

Depósitos totais – R\$mi



Fonte: PagBank

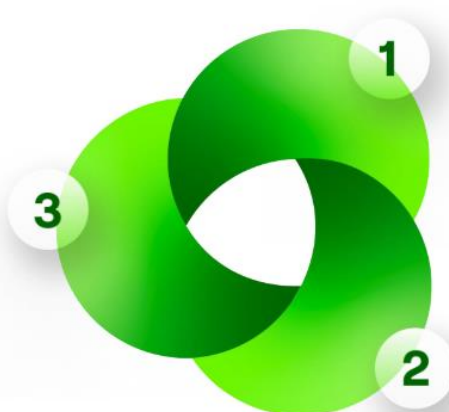
A Stone, por outro lado, remodelou recentemente suas operações bancárias focando-se apenas em clientes MPME em vez de pessoas físicas, oferecendo a “Conta Stone” e a “Super Conta TON” para microcomerciantes. O principal objetivo consiste em crescer a base e impulsionar a principalidade retendo parte do volume total de pagamentos (TPV) como depósitos, monetizando os produtos de crédito e, por fim, ganhando alavancagem operacional.

Pilares estratégicos da Stone

SCALE THROUGH PLATFORMS

Gain operational leverage

Net Income
Adm. Expenses



WIN IN THE MSMB MARKET

Grow the base

MSMB TPV
Client Deposits

DRIVE ENGAGEMENT

Monetize

MSMB Take Rate
Credit Portfolio

Fonte: Stone

Projeções (guidance) da Stone

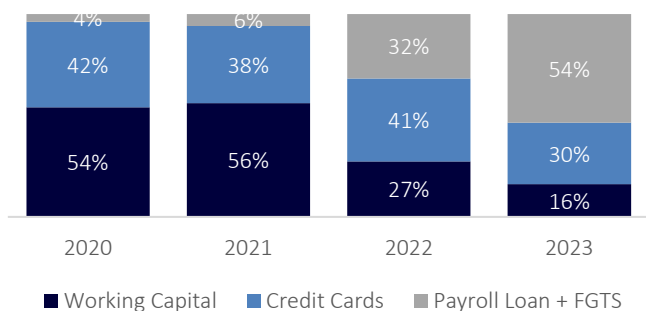
Guidance	2024	YoY	2027	CAGR 24-27
Growth				
MSMB TPV	412	> +18%	600	13.0%
Client deposits	7.0	> +14%	14.0	26.0%
Monetization				
Credit portfolio	0.8	> +2.6x	5.5	90.0%
MSMB Take rate	2.49%	> +4 bps	2.70%	-
Efficiency				
Adj. net income	1.9	> +22%	4.3	31.0%
Adj. administrative expenses	1,125	< +7%	1,450	8.8%

Fonte: Stone

Além do financiamento de recebíveis, a Stone compartilhou em seu investor day uma estratégia clara para crédito a lojistas, com metas definidas para 2024 e 2027.

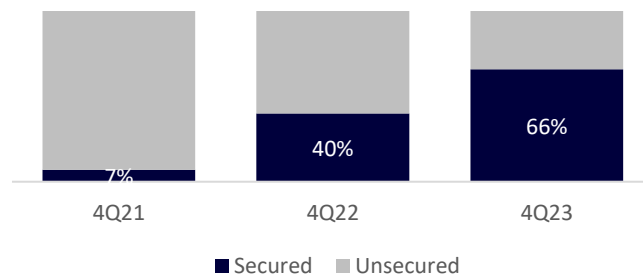
Ao mesmo tempo, dada a sua ampla base de clientes, vemos o PagBank como um tanto mais conservador, focando-se em crédito com garantia a pessoas físicas (cartão de crédito atrelado, empréstimos consignados, etc.).

Mix do portfólio de crédito do PagBank



Fonte: PagBank

Produtos de crédito garantido do PagBank



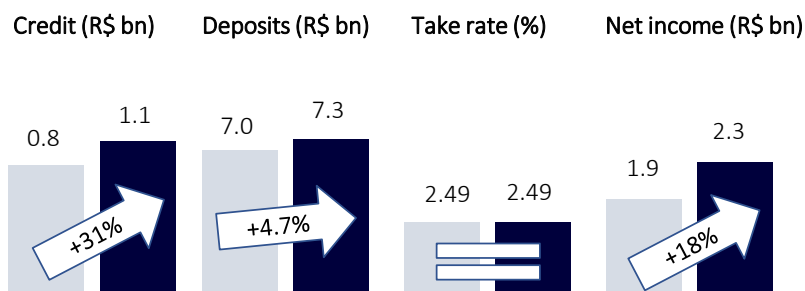
Fonte: PagBank

Em bases relativas, preferimos a Stone por considerarmos que a companhia tem uma estratégia mais clara de entrega de uma proposta de valor completa para MPMs e está à frente na área de crédito a lojistas, caminhando na direção do cumprimento de suas projeções para 2024 e com boas perspectivas de cumprir suas metas para 2027.

No entanto, acreditamos que o PagBank também deva se beneficiar de um bom dinamismo nos lucros, embora esperemos obter maiores informações sobre sua estratégia para empréstimos a lojistas a partir do 2S24 e melhor entender o resultado final das sinergias entre banco e aquisição.

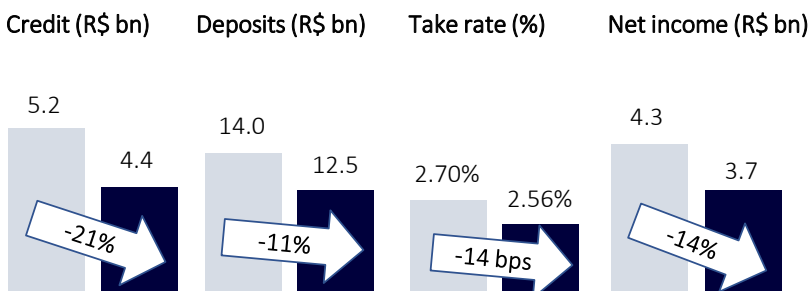
Acreditamos que a Stone esteja no caminho para superar suas projeções para 2024. Com relação às projeções para 2027, preferimos adotar uma postura mais conservadora e permanecer abaixo das estimativas da Stone, considerando o seu desafio de aumentar os depósitos com rendimento zero e a take rate – taxa cobrada sobre cada transação – em um mercado competitivo.

Projeções da Stone para 2024 vs. estimativas do Safrá



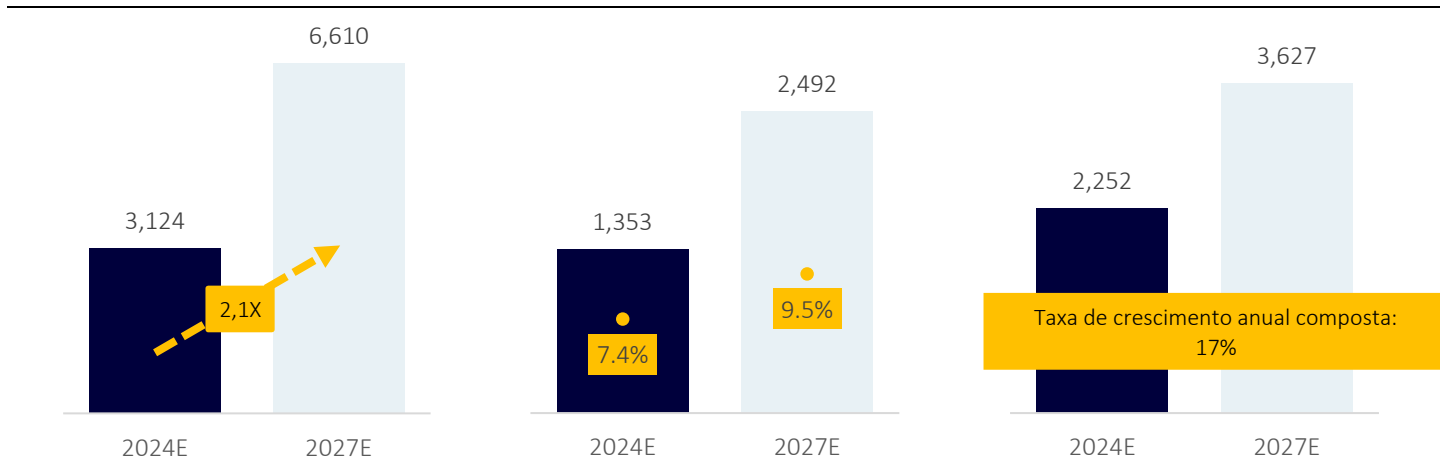
Fonte: Stone e Safrá

Projeções da Stone para 2027 vs. estimativas do Safrá



Fonte: Stone e Safrá

Com relação ao PagBank, que não tem uma projeção oficial para o ano como Stone, acreditamos que o crédito irá mais do que dobrar entre 2024 e 2027 e responder por cerca de 9% (de 7%) das receitas totais do PagBank em 2024.

Portfólio de crédito – R\$mi
Receita líquida do PagBank – R\$mi; % da receita total
Lucro líquido não-GAAP – R\$mi


Fonte: Safra

Fonte: Safra

Fonte: Safra

Avaliação

Metodologia do fluxo de caixa descontado. Nossa análise das avaliações das companhias resulta em preços-alvo para 12 meses de US\$22 para a Stone e US\$16 para o PagBank, com base no modelo de fluxo de caixa descontado (DCF). Adotamos um custo de capital (Ke) de 15,0%, usando um beta de 1,30 e uma taxa de crescimento nominal de longo prazo de 5,5% para ambas as companhias.

Ao preço-alvo, os múltiplos não implicam, conservadoramente, nenhuma mudança nos atuais níveis de avaliação. Para ambas as companhias, nós não estimamos nenhuma mudança nos atuais níveis de P/L, o que consideramos conservador e uma boa proteção ao preço atual. Em nosso modelo, os múltiplos de avaliação justos são:

- 12,1x preço-alvo/lucro para STNE, vs. os atuais 11,8x P/L em 2024.
- 10,0x preço-alvo/lucro para PAGS, vs. os atuais 10,2x P/L em 2024.

Acreditamos que essas avaliações sejam atrativas, justificadas pelo forte crescimento nos lucros esperado para os próximos anos – taxa de crescimento anual composta no LPA de 28% para STNE e 21% para PAGS em 3 anos – principalmente se comparadas com as de não-bancos globais e locais do setor financeiro com avaliação similar e projeção de crescimento menor.

Tabela de comparação

	Rating	Current	Target	Upside	Market Cap (USDmn)	P/E			P/B			Div. yield		
		Price	Price			2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Local payment co's					16,251	16.1x	13.4x	10.6x	3.2x	2.6x	2.0x	0.6%	0.9%	0.9%
PagBank	OP	12.67	16.00	26%	4,176	13.0x	10.2x	8.8x	1.6x	1.4x	1.2x	0.0%	0.0%	0.0%
StoneCo	OP	16.70	22.00	32%	5,160	16.7x	11.8x	9.4x	1.8x	1.6x	1.4x	0.0%	0.0%	0.0%
Cielo	N	5.59	5.87	5%	2,939	9.0x	8.4x	8.2x	1.0x	0.9x	0.9x	3.3%	4.8%	4.9%
dLocal	-	13.43	-	-	3,975	23.9x	22.6x	16.1x	8.2x	6.2x	4.4x	0.0%	0.0%	0.0%
Financial services					72,420	10.9x	10.0x	8.9x	3.5x	3.3x	3.1x	7.4%	7.9%	8.6%
XP Inc.	-	21.54	-	-	11,836	15.2x	12.9x	11.0x	3.2x	2.7x	2.4x	4.2%	3.8%	4.0%
B3	OP	11.21	17.00	52%	12,249	13.0x	12.8x	11.2x	3.4x	3.5x	3.6x	7.2%	8.3%	9.7%
BB Seguridade	N	32.62	40.00	23%	12,625	8.5x	8.3x	7.9x	7.8x	7.1x	6.2x	10.4%	10.7%	10.8%
Porto	OP	28.77	35.00	22%	3,600	8.3x	7.8x	7.1x	1.6x	1.4x	1.3x	6.1%	6.8%	7.4%
Caixa Seguridade	OP	16.21	17.50	8%	9,411	13.9x	12.3x	11.4x	4.0x	3.8x	3.7x	6.5%	7.3%	7.9%
IRB Brasil	UP	39.51	45.00	14%	629	27.1x	12.6x	7.1x	0.8x	0.7x	0.7x	n.a.	3.2%	5.7%
Patria	-	12.86	-	-	1,902	11.9x	9.8x	7.6x	3.7x	3.9x	4.2x	7.1%	8.4%	10.8%
Vinci	-	10.89	-	-	586	12.2x	11.0x	10.1x	2.3x	2.0x	1.9x	7.1%	6.4%	7.6%
Itaúsa	OP	9.93	12.50	26%	19,582	7.2x	6.8x	6.2x	1.2x	1.2x	1.1x	8.5%	8.9%	9.7%
Neo-banks					63,343	47.5x	29.3x	18.6x	8.4x	6.4x	4.8x	0.1%	0.1%	0.4%
Nu Holdings	-	11.79	-	-	56,190	49.3x	30.5x	19.4x	9.0x	6.8x	5.1x	0.0%	0.0%	0.2%
Inter & Co	-	5.73	-	-	2,515	36.9x	15.0x	10.1x	1.6x	1.4x	1.3x	0.1%	0.2%	2.0%
Banco Pan	-	9.44	-	-	4,637	15.0x	14.0x	9.1x	1.5x	1.4x	1.3x	2.2%	2.6%	3.7%
Global payments co's					319,571	24.0x	25.9x	18.3x	4.7x	3.9x	3.3x	0.4%	0.3%	0.3%
Adyen	-	1,226.00	-	-	41,017	60.2x	43.6x	35.0x	12.5x	9.6x	7.5x	0.0%	0.0%	0.0%
Affirm	-	34.81	-	-	10,761	n.a.	n.a.	n.a.	4.4x	4.1x	4.0x	0.0%	0.0%	0.0%
Block Inc.	-	73.20	-	-	45,167	38.3x	21.0x	16.6x	2.5x	2.2x	2.0x	0.0%	0.0%	0.0%
Corpay	-	283.22	-	-	19,901	16.7x	14.8x	12.7x	6.3x	5.3x	4.3x	0.0%	0.0%	0.0%
Global Payments	-	111.57	-	-	28,478	10.7x	9.6x	8.5x	1.3x	1.2x	1.1x	0.9%	0.9%	0.0%
FIS	-	73.71	-	-	41,001	12.5x	14.8x	13.5x	2.2x	2.4x	2.2x	2.7%	2.0%	2.2%
Fiserv	-	154.67	-	-	90,498	20.6x	17.7x	15.4x	3.1x	2.8x	2.5x	0.0%	0.0%	0.0%
Nexi	-	6.07	-	-	8,578	10.9x	10.0x	9.0x	0.6x	0.7x	0.6x	0.0%	0.0%	0.3%
PayTm	-	333.00	-	-	2,537	n.a.	n.a.	n.a.	1.7x	1.7x	1.6x	0.0%	0.0%	0.0%
SBI Cards & Payments	-	710.40	-	-	8,095	28.9x	23.5x	18.6x	5.7x	4.6x	3.8x	0.4%	0.5%	0.7%
Shift4 Payments	-	61.03	-	-	5,260	21.2x	17.1x	13.1x	11.0x	4.6x	3.7x	-	-	-
Toast	-	26.82	-	-	14,885	n.a.	159.6x	61.4x	12.5x	10.4x	7.8x	-	-	-
Worldline	-	11.13	-	-	3,392	6.0x	5.9x	5.3x	0.3x	0.4x	0.3x	0.1%	0.0%	0.3%
Other related co's					1,252,413	31.4x	27.1x	23.8x	29.0x	22.4x	16.9x	0.7%	0.8%	0.9%
American Express	-	239.14	-	-	172,014	21.3x	18.4x	16.1x	6.6x	5.7x	5.0x	1.0%	1.2%	1.3%
Marqeta	-	5.90	-	-	3,057	n.a.	n.a.	n.a.	2.6x	2.4x	2.2x	0.0%	0.0%	0.0%
Mastercard	-	455.49	-	-	423,441	37.5x	31.9x	27.5x	62.3x	44.6x	31.3x	0.5%	0.6%	0.6%
Paypal	-	64.45	-	-	67,418	12.9x	14.5x	13.3x	3.4x	3.0x	2.6x	0.0%	0.0%	0.0%
Visa	-	278.54	-	-	571,849	32.1x	28.0x	25.0x	14.6x	13.6x	11.8x	0.6%	0.8%	0.8%
Western Union	-	13.29	-	-	4,496	7.7x	7.5x	7.3x	8.0x	9.1x	6.5x	7.1%	7.1%	7.1%
Wise	-	790.50	-	-	10,137	55.3x	23.9x	22.8x	14.9x	8.9x	6.2x	0.0%	0.0%	0.0%

Fonte: Bloomberg e Safr

Em nossas estimativas, vemos a Stone sendo negociada a um múltiplo P/L de 11,8 e 9,4x, e P/AGS, a 10,2x e 8,8x em 2024 e 2025, respectivamente. Nossas estimativas para o lucro líquido da Stone estão 6% e 11% acima do consenso em 2024 e 2025, e nossas estimativas para P/AGS estão 7% e 6% acima, respectivamente.

Destacamos abaixo a evolução do P/L de 5 anos vs. 2 anos. Ambas as companhias passaram por importantes reduções em suas avaliações a partir de março de 2021, mudando de "ações de tecnologia/relacionadas a crescimento" para uma percepção mais conservadora, melhor conectada com sua abordagem estratégica reformulada que as torna cada vez mais parecidas com um banco.

P/L 12 meses à frente – Stone (5 anos)



Fonte: Bloomberg

P/L 12 meses à frente – Stone (2 anos)



Fonte: Bloomberg

P/L 12 meses à frente – P/AGS (5 anos)



Fonte: Bloomberg

P/L 12 meses à frente – P/AGS (2 anos)



Fonte: Bloomberg

Em uma avaliação relativa, a Stone é atualmente negociada a um prêmio P/L de 26% sobre a P/AGS – o que reforça nossa preferência relativa pela STNE – em comparação com a média histórica de 57%. Usando nossas estimativas para 2024 e 2025, o prêmio cairia ainda mais, para 18% e 37%.

Evolução relativa do P/L – STNE vs. P/AGS



Fonte: Bloomberg e Safr

Riscos

Concorrência irracional diminuiu, mas não pode ser descartada. Desde o fim da exclusividade, em meados de 2010, empresas do setor vêm lutando agressivamente por participação de mercado, reduzindo o MDR (taxa de desconto do lojista) e taxas de aluguel do terminal POS (maquininha). Embora esses riscos persistam, os juros altos aumentaram a racionalidade devido às margens mais baixas e, discutivelmente, um ritmo mais lento de cortes na taxa de juros também poderia ser favorável. No entanto, o cenário competitivo poderia se deteriorar caso qualquer empresa tente ganhar participação de mercado ou se os cortes de juros no Brasil se tornarem mais pronunciados.




O Pix está matando o dinheiro e o débito; os cartões de crédito serão os próximos? O Pix é um caso de sucesso globalmente reconhecido de inclusão financeira devido aos seguintes fatores (i) eficiência no P2B (transação que ocorre diretamente entre os usuários, sem a intermediação de uma empresa) e custo mais baixo do que o de cartões de débito; (ii) melhor controle dos dados da transação, reduzindo a evasão fiscal; e (iii) maior "bancarização" da economia. O Banco Central do Brasil (BCB) está pronto para implementar novos regulamentos para Pix e crédito que visam reduzir os spreads e a dependência do parcelamento sem juros no cartão de crédito. No entanto, isso será desafiador em virtude dos benefícios (capital de giro, programas de fidelidade, etc.) e da experiência presencial fluida em comparação com o Pix.




Novas tecnologias poderiam causar rupturas e aumentar a concorrência. O surgimento de novos concorrentes (incluindo fintechs) e de novas tecnologias (como moedas digitais e blockchain) geram preocupações sobre a evolução do atual ecossistema de pagamentos, a crescente desintermediação, a substituição e outros riscos.

Poder de barganha baixo limita a precificação. Adquirentes têm autonomia para estabelecer as taxas de MDR, mas têm poder de barganha limitado quando se trata da taxa de intercâmbio e de rede. Além disso, a concorrência no setor favorece os grandes bancos, considerando sua oferta ampla e suas fontes de receita além das taxas de aquisição e de antecipação de pagamentos.

Uma palavra sobre riscos regulatórios. Para nós, o maior risco regulatório está relacionado à imposição de limites sobre as compras parceladas sem juros no cartão de crédito. Esse é um importante motor da economia que aumenta as margens dos adquirentes, pois os lojistas normalmente recebem essas parcelas antecipadamente para aumentar o capital de giro. Embora essa questão tenha criado ruídos nos últimos 12 meses, há diversas partes relacionadas envolvidas na discussão, fazendo com que seja muito difícil implementar uma mudança sem que ela seja ampla e cuidadosamente discutida.

Os outros riscos importantes incluem:

Risco regulatório	Probab.	Estimula concorrência/limita crescimento?	Preocupação	Consequências
Limite às parcelas sem juros no cartão de crédito	Média	Não / Sim		Acreditamos que essa funcionalidade seja um importante motor para a economia e para as margens de adquirentes, pois essas parcelas são normalmente antecipadas para os lojistas para aumentar seu capital de giro.
Teto para taxa de intercâmbio do cartão de crédito	Média / baixa	Não / Não		Embora algumas experiências internacionais não tenham mostrado que o teto seja positivo, há discussões ativas sobre o assunto entre diretores do Banco Central, mas, até onde sabemos, isso não é consenso. Consequências: positivas para as MDRs líquidas, embora devam convergir para níveis mais baixos no longo prazo.
Redução do ciclo de pagamento do cartão de crédito	Baixa	Não / Sim		Os custos dos lojistas seriam reduzidos. No entanto, seria prejudicial para as outras partes (clientes, bancos, adquirentes, bandeiras), que teriam de absorver o impacto e repassá-lo.

 Preocupação baixa
  Preocupação média
  Preocupação alta

Fonte: Safra

Visão geral do setor

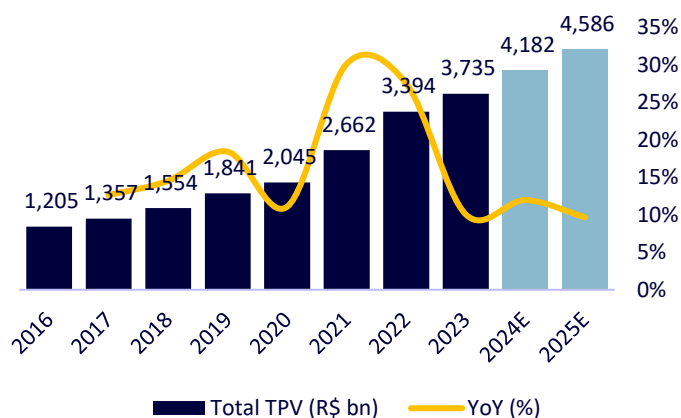
Uma visão geral das expectativas para o volume de cartões

Segundo a Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito e Serviços (Abecs), os volumes de transações (TPV) no setor somaram R\$3,7tri em 2023, 10% superiores aos do ano anterior, sendo que os volumes das transações com cartão de débito aumentaram 6,5% e com cartão de crédito, 12% no mesmo período. Apesar de enxergarmos uma aceleração na economia brasileira, principalmente em serviços, a Abecs projeta que o setor crescerá entre 8,5% e 10,5% ante ano anterior.

Esperamos que o TPV cresça 11% (taxa de crescimento anual composta em 2023–25), com volumes mais altos de cartões de crédito e pré-pagos em comparação com cartões de débito, e que fiquem também mais concentrados nas MPMEs. Conseqüentemente, esperamos que o valor das transações com cartões como percentual dos gastos com consumo pessoal aumente consistentemente, aproximando o Brasil dos níveis internacionais no longo prazo.

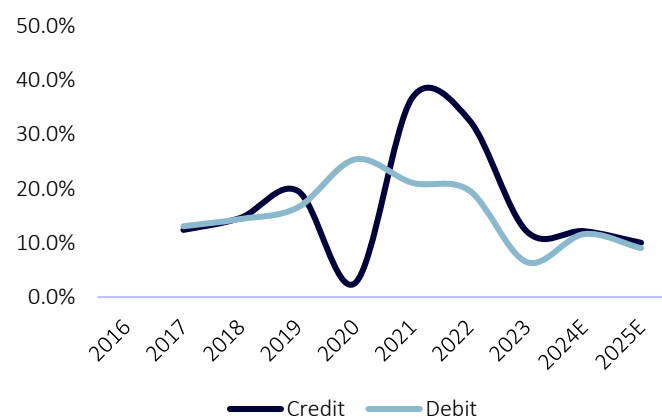
Nossa visão positiva é sustentada pelos seguintes fatores: (i) maior penetração bancária na população de renda mais baixa; (ii) crescente adoção do comércio eletrônico no Brasil; (iii) uma aceleração nos volumes de cartões de crédito devido a maiores aumentos reais no salário mínimo; (iv) maior crescimento do PIB relacionado a serviços.

TPV no setor de pagamentos



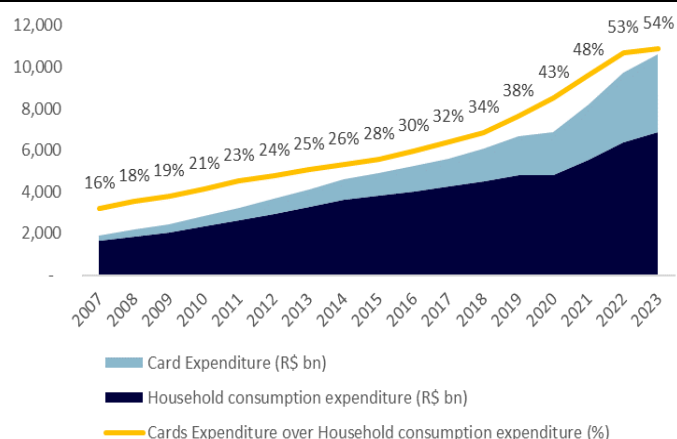
Fonte: Abecs e Safr

Evolução das transações de débito e crédito ante o ano anterior



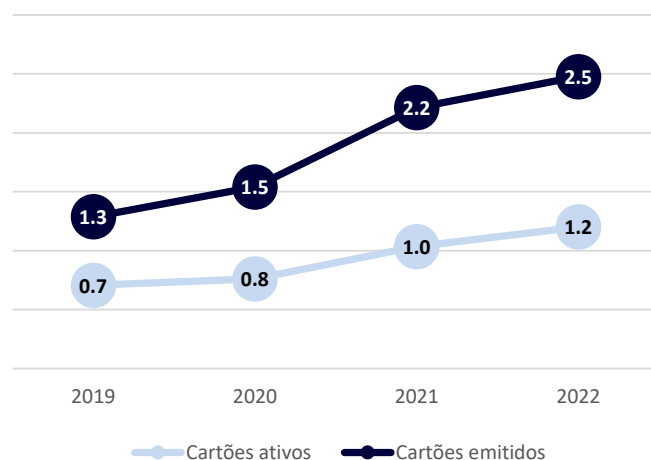
Fonte: Abecs e Safr

Gastos com cartão como percentual dos gastos de consumo das famílias



Fonte: Abecs e IBGE

Número de cartões de crédito por habitantes acima de 14 anos



Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE

O fluxo de cartões no Brasil

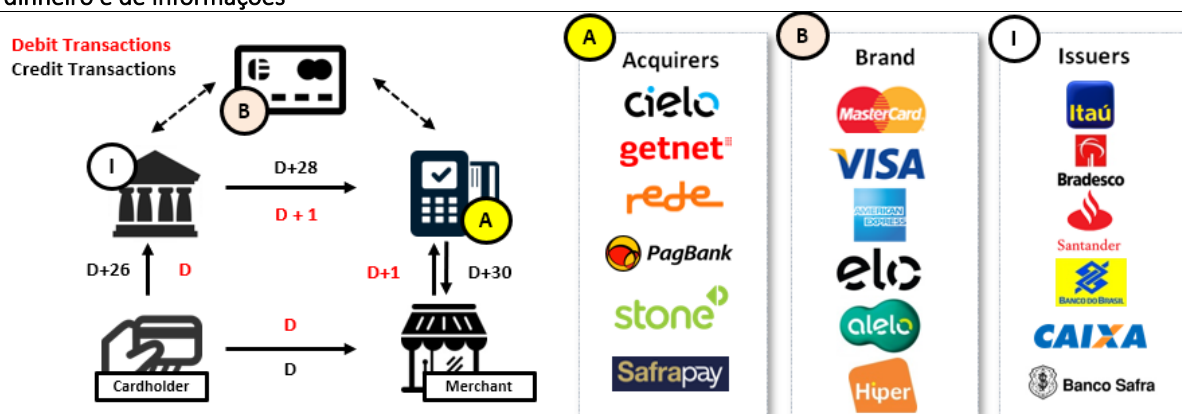
No Brasil, o fluxo de cartões integra diferentes participantes, que têm diferentes funções, como: adquirentes, bandeiras (redes) e emissores. Apresentamos abaixo uma descrição resumida de cada um deles:

- i. **Emissores de cartões** (na sua maioria, bancos e fintechs) emitem cartões de crédito e débito para pessoas físicas, possibilitando o seu uso nos mercados doméstico e internacional.
- ii. **As bandeiras de cartões** (MasterCard, Visa e Elo são as mais importantes) estabelecem as regras gerais para a operação e a estrutura do sistema para a aquisição e o processamento do pagamento do cartão. Elas também garantem a resolução de todas as transações.
- iii. **Adquirentes e outros processadores relacionados de pagamentos de cartões** (Cielo, Rede, Stone, PagBank) são responsáveis pelo credenciamento dos estabelecimentos e pela captura, transmissão, processamento e liquidação financeira das transações.
- iv. Os **subadquirentes** são intermediários adicionais no processo da transação. Eles são responsáveis pela comunicação entre o comerciante e os adquirentes, mas não se comunicam diretamente com as bandeiras dos cartões nem com as instituições financeiras.
- v. **Prestador de serviço de iniciação de pagamento.** Agentes que conectam usuários com as instituições financeiras, iniciando transações sem a necessidade de o usuário acessar as instituições financeiras diretamente.
- vi. **Os comerciantes / lojistas oferecem bens e serviços**, integrando o sistema por meio dos adquirentes e dos processadores de pagamento para aceitar pagamentos por cartão.

vii. **Os titulares de cartões** – pessoas físicas ou representantes de pessoas jurídicas – detêm cartões de crédito ou débito emitidos em seu nome e os usam para pagar por produtos e serviços.

Fluxos de dinheiro e de informações. Nas transações com cartões de débito, a conta do titular é debitada no momento da transação (D), e o emissor transfere o valor (líquido da taxa de intercâmbio) para o credor no dia seguinte (D+1), enquanto o lojista recebe o valor no mesmo dia depois da dedução da taxa de administração. Nas transações com cartão de crédito, o titular paga a fatura em média 26 dias após a data da transação, e o banco emissor transfere o valor líquido ao credor em D+28, que então o transfere para o lojista em D+30.

Fluxos de dinheiro e de informações



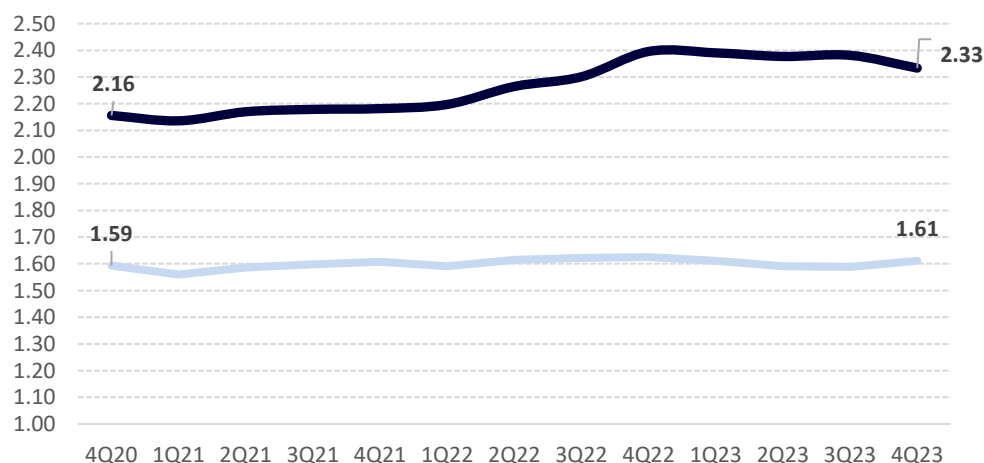
Fonte: Safra

Composição das receitas relacionadas

Para os adquirentes, há basicamente quatro fontes de receitas no esquema atual:

Taxa de desconto do lojista (MDR) em transações com cartão de crédito. Essa taxa é cobrada sobre o valor das transações com cartões de crédito. Em transações normais com cartão de crédito, os lojistas pagam uma taxa de cerca de 2,34% (4T22, último dado publicamente disponível no SPB/BCB). A maior parcela vai para o emissor do cartão (1,64 p.b.) e uma parcela menor vai para a bandeira.

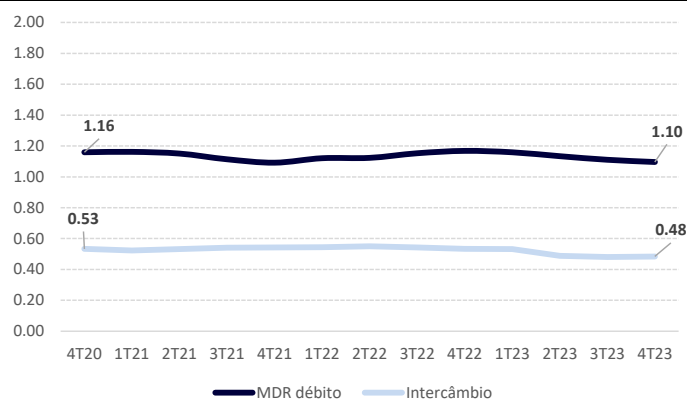
Evolução da MDR e da taxa de intercâmbio de cartões de crédito



Fonte: Sistema Brasileiro de Pagamentos (SPB)

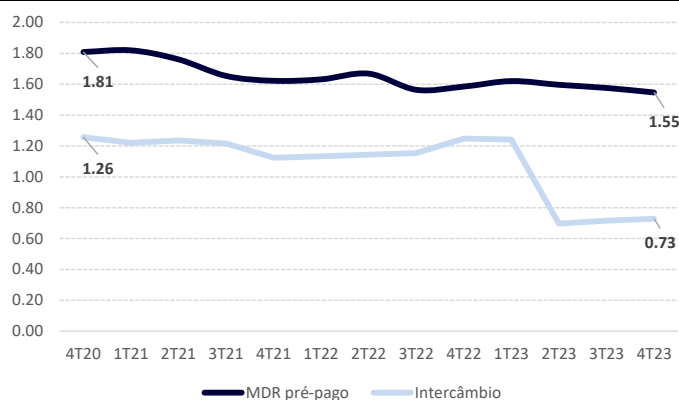
Taxa de desconto do lojista (MDR) em transações com cartões de débito e pré-pagos. Taxa cobrada sobre o valor das transações com cartões de débito e pré-pagos. Em transações normais com cartão de débito, os lojistas pagam uma taxa de cerca de 1,13% (4T22), metade (0,54 p.b.) da qual vai para o emissor do cartão e metade para o adquirente (MDR).

Evolução da MDR de cartões de débito e da taxa de intercâmbio



Fonte: Sistema Brasileiro de Pagamentos (SPB)

Evolução da MDR de cartões pré-pagos e da taxa de intercâmbio



Fonte: Sistema Brasileiro de Pagamentos (SPB)

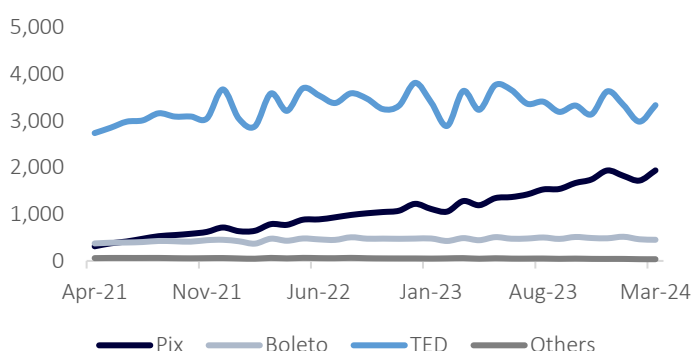
Taxas sobre antecipações de pagamento. Os juros cobrados dos lojistas pelos adquirentes sobre volumes/parcelas depende do prazo dos recebíveis. O spread também compensa os adquirentes pelos diversos níveis de risco entre os diferentes portes de lojistas. Em teoria, quanto maior o lojista, menor tende a ser o spread devido ao risco reduzido, ao TPV mais alto e à concorrência entre adquirentes, enquanto lojistas menores têm spreads mais altos em virtude de seu risco mais elevado, volumes menores e poder de barganha limitado.

Aluguel de POS ou taxas de adesão (“comodato”). Adquirentes fornecem um terminal POS para lojistas credenciados, pelo qual o adquirente cobra uma taxa mensal. Na taxa de adesão, o adquirente cobra pela venda da maquininha (à vista ou em 12 parcelas) sob um contrato de comodato, que consiste em um contrato de empréstimo que estabelece que a máquina deve ser devolvida no término do contrato. As taxas de adesão vêm substituindo amplamente as taxas de aluguel, principalmente no segmento das MPMEs. Nesse tipo de taxa, a máquina tem uma taxa de depreciação de 5 anos.

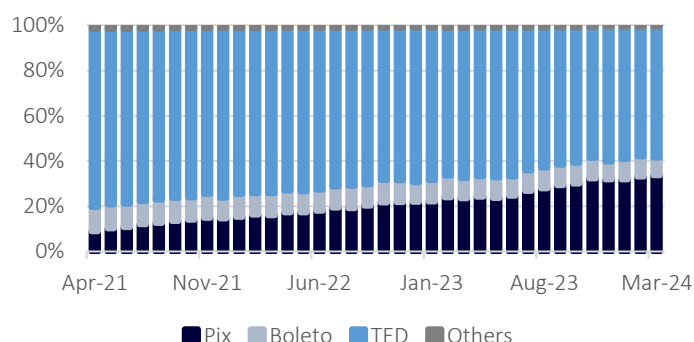
Pix, um assunto quente no setor de pagamentos

O Pix vem aumentando sua relevância no sistema de pagamentos brasileiro. Embora a Transferência Eletrônica Disponível (TED) ainda seja a principal forma de fazer pagamentos e transferir recursos (em média, R\$3,2bi/mês), o Pix cresceu à taxa mais alta nos últimos anos, de um valor mensal de R\$313mi em abril de 2021 para R\$1,9bi em março de 2024. Atualmente, o Pix representa 33,6% do sistema, a TED detém uma participação de 58% e os boletos vêm em terceiro lugar, com 8%. Destacamos que, apesar do aumento no uso do Pix, o volume de outros meios de pagamento (TED e boleto) permaneceu praticamente estável na série histórica.

Valor mensal – meios de pagamentos e transferências (R\$ bi)



Valor mensal – meios de pagamentos e mix de transferências

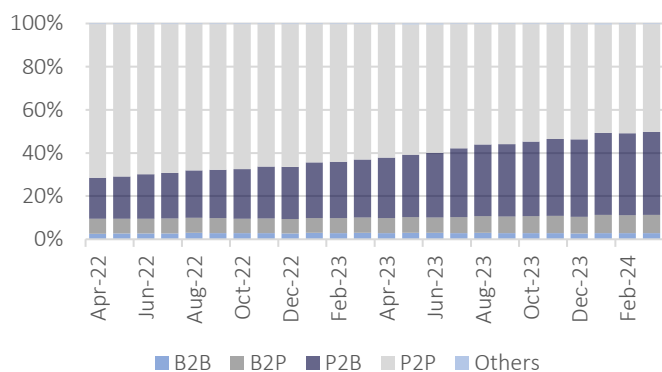


Fonte: Banco Central do Brasil e Safr

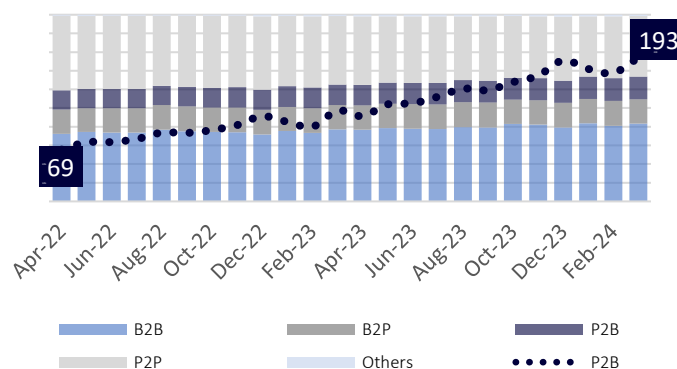
Fonte: Banco Central do Brasil e Safr

No início, as transações entre pessoas físicas (P2P) representavam o uso mais comum do Pix em número de transações, com o passar dos anos, as transações entre pessoas físicas e jurídicas (P2B) aumentaram a sua participação, assumindo a liderança e representando 38% do total em março de 2024. Em valor, o volume de transações P2B ainda é muito mais baixo do que o de outros tipos de transações. As transações entre empresas (B2B) vêm na liderança, com uma média de R\$600bi por mês, seguidas pelas transações P2P (R\$500mi). No entanto, observamos que as transações P2B aumentaram de R\$69bi em abril de 2022 para R\$193bi em março de 2024 e atualmente representam 12,1% do mix.

Tipo de transação (milhares/mês)



Tipo de transação (R\$bi/mês) e evolução das transações P2B

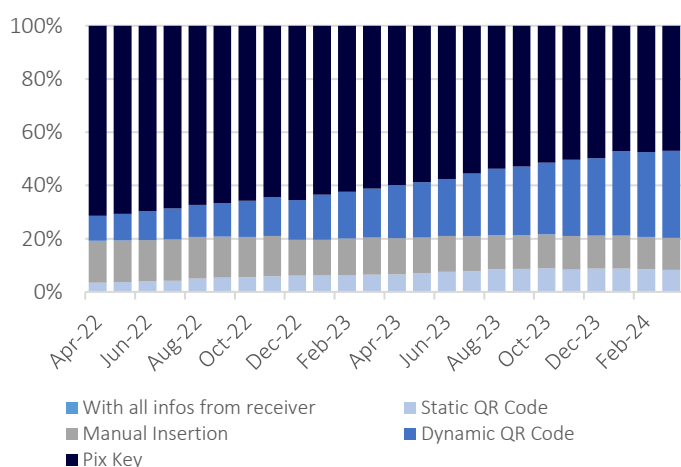


Fonte: Banco Central do Brasil e Safr

Fonte: Banco Central do Brasil e Safr

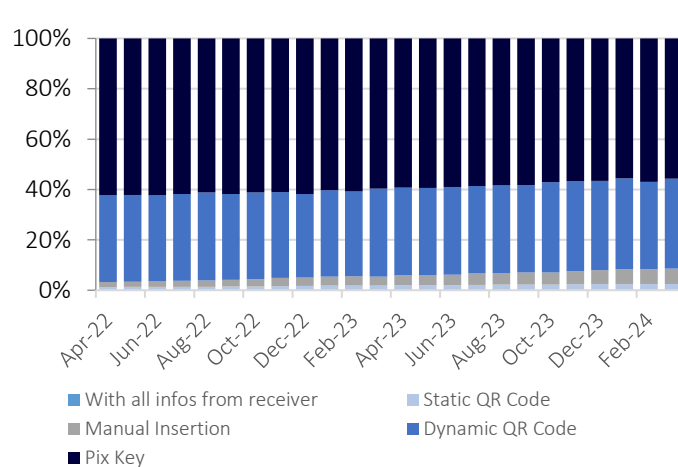
Para usar o Pix, a pessoa ou empresa deve iniciar o pagamento por meio de um QR code (estático ou dinâmico), uma chave Pix ou inserindo manualmente todas as informações sobre o recebedor do pagamento (forma menos comum). A maneira mais comum de iniciar uma transação por Pix (tanto em número como em valor) é usando uma chave Pix (56% das transações), seguida do preenchimento manual das informações (36%). O uso de um QR code dinâmico apresentou o maior aumento em número de transações, o que poderia estar relacionado à crescente penetração do Pix em transações P2B, na qual a empresa gera um QR code com as informações de uma transação específica.

Pix – Composição do método de iniciação de pagamento por número de transações



Fonte: Banco Central do Brasil e Safr

Pix – Composição do método de iniciação de pagamento por valor das transações



Fonte: Banco Central do Brasil e Safr

Outros tópicos relevantes

Se você não pode vencê-los, junte-se a eles! Parcerias entre bancos e adquirentes fazem bastante sentido. O custo e o tempo necessários para montar uma estrutura de adquirência diminuíram com o tempo, o que pode aparentemente revelar baixar barreiras de entrada no setor. No entanto, atualmente é mais difícil para uma empresa estreada independente prosperar no mercado, considerando-se o sucesso comprovado do modelo existente entre bancos e adquirentes.

Os bancos se beneficiam significativamente dos custos de captação mais baixos em virtude dos depósitos de clientes, solucionando um desafio imediato enfrentado por adquirentes independentes que dependem da captação de alto custo por meio dos FIDCs. Essa vantagem na captação possibilita que bancos amparem melhor a criação de redes de POS extensas, proporcionando ganhos de escala no médio prazo e capital de giro suficiente para enfrentar as batalhas na concorrência de preços. Além disso, os relacionamentos comerciais de bancos de varejo com lojistas são um ativo valioso para qualquer adquirente, seja ele existente ou estreado.

Estratégia da Cielo para aumentar a retenção de clientes. Recentemente, a Cielo expandiu seu time comercial contratando 700 vendedores e tem planos para expandir sua equipe para 1.000 pessoas. Esse aumento de pessoal visa melhorar a aquisição e a retenção de clientes.

No entanto, as equipes da Stone e do PagBank também são grandes em tamanho e se beneficiam de uma estrutura menos burocrática do que a da Cielo, que tem dois bancos controladores e contratos com partes relacionadas.

Além disso, tanto a Stone como o PagBank visam manter a taxa de perda de clientes bem-comportada oferecendo soluções completas além da adquirência, o que as ajudou a fortalecerem seu relacionamento com lojistas, tornando seus clientes menos propensos a trocar de provedores.

Oferta pública da Cielo: o que poderia mudar no cenário competitivo? É difícil inferir as implicações estratégicas da oferta pública da Cielo para o setor de adquirência. Em nossa opinião, se a oferta for bem-sucedida, haverá pontos positivos e negativos para ambas as empresas.

No longo prazo, não podemos descartar a possibilidade de pressões futuras sobre os retornos, caso a Cielo seja incorporada pelo Bradesco ou pelo BB, de modo similar ao que ocorreu com a Rede, buscando, portanto, uma lucratividade orientada para clientes em vez de uma lucratividade orientada para adquirentes.

De outro ponto de vista, as ações da Stone e do PagBank poderiam se beneficiar dos fluxos de investimentos mais elevados em um potencial cenário de melhor dinamismo do setor, dadas as opções mais limitadas de investimento, já que Rede, Getnet e Cielo seriam novamente empresas de capital fechado.

Além disso, considerando-se a complexidade da transação e suas implicações subsequentes (ou seja, as decisões do Bradesco e do Banco do Brasil com relação à Cielo Brasil e à Cateno), as discussões relacionadas aos negócios e o timing de mercado da Cielo poderiam ser afetados, beneficiando STNE e PAGS.

Um ecossistema centralizado de registro de recebíveis poderia ajudar a reduzir os riscos de fraude e de risco. Depois de um início conturbado, o registro centralizado de recebíveis está agora totalmente operacional, com a interoperabilidade funcionando entre os principais participantes do mercado: B3, CERC, Nuclea e TAG (detida pela Stone) e outros participantes. O desenvolvimento dessas empresas terá poucas implicações para o setor de pagamentos:

- (i) mais alternativas de antecipação de pagamentos para lojistas tanto para seus recebíveis performados como não-performados, o que deve implicar taxas mais baixas;
- (ii) redução no número de casos de fraude e de uso inapropriado dos recebíveis do POS, já que o registro central e a interoperabilidade possibilitariam a todos os participantes ter acesso a informações; e
- (iii) melhor visibilidade dos limites disponíveis (garantias) e lock-up apropriado, reduzindo o risco de crédito para financiamentos futuros de recebíveis (crédito “fumaça”).

Open financing: ameaça ou oportunidade? O conceito de open finance está fortemente relacionado à interoperabilidade descrita acima, que deve possibilitar o compartilhamento e a conexão entre diferentes empresas e tecnologias em um ambiente regulado.

Em nossa opinião, isso deve abrir caminho para melhorar a oferta de serviços financeiros para consumidores e, ao mesmo tempo, melhorar a eficiência e a assertividade, principalmente na concessão de crédito, por meio da redução das informações assimétricas entre participantes de mercado.

Como os bancos têm uma posição de dominância em crédito e, conseqüentemente, maior conhecimento e dados históricos sobre consumidores, acreditamos que isso poderia ser uma oportunidade para empresas dispostas a ir além de seus negócios principais e mergulhar na concessão de crédito.

Stone

Boas perspectivas para seu plano estratégico; início de cobertura com recomendação de Compra

Meios de Pagamento

Visão positiva para o plano estratégico. Em seu investor day, a Stone compartilhou uma apresentação robusta sobre sua estratégia e metas de curto e longo prazos. Saímos do investor day da Stone com uma visão positiva, observando que a companhia tem uma meta clara de mudar de uma abordagem que prioriza POS para outra que prioriza contas e, portanto, entregar uma plataforma completa de soluções abrangentes para empresas, beneficiando-se da integração de adquirentes com bancos, crédito e, quando pertinente, software de gestão (ERP).

Apoiando o plano por meio de ações. Vemos a Stone cumprindo o prometido em várias frentes. Em crédito, a companhia ampliou seu portfólio para mais de R\$500mi (dados do FIDC de março) em 6 meses – e está a caminho para cumprir sua projeção para 2024 de R\$800mi. A companhia está também trabalhando para melhorar sua estrutura de captação – ela tem cerca de R\$6,1bi em depósitos de clientes atualmente (meta de R\$7bi para 2024) e obteve uma licença para atuar como Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento (SCFI) para oferecer CDs e outras alternativas.

Conhecimento valioso a ser explorado no varejo... Na condição de líder de mercado em alguns segmentos, a Linx tem profundo conhecimento de áreas específicas, como vestuário, postos de gasolina, farmácias e serviços de alimentação. Após ser adquirida em 2020, a área de integração de software decepcionou e também deixou de ser prioridade, em virtude do episódio da perda de crédito e do ambiente de juros altos que está afetando as margens. Atualmente, vemos a Stone com um novo encaixe estratégico com o negócio de software.

... com enormes oportunidades para vendas cruzadas. Sendo totalmente integrada, acreditamos que a Stone deverá beneficiar-se das vendas cruzadas, com o software representando uma vantagem para clientes maduros e sendo essencial para ascender no mercado. O TPV atual da Stone no segmento de MPMEs é de aproximadamente R\$360bi, e o TPV potencial na base de software instalada é de cerca de R\$240bi, com uma sobreposição tímida atualmente de R\$19bi, o que representa uma oportunidade para expansão.

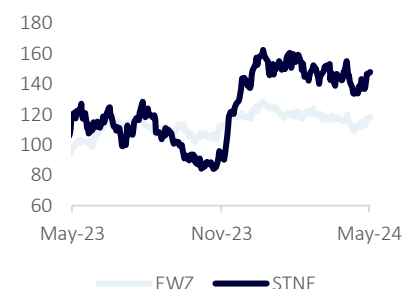
Estimativas acima do consenso nos próximos dois anos. Nossas projeções para o lucro em 2024 e 2025 estão em R\$2,250bi (ROE de 14,3%) e R\$2,843bi (ROE de 15,5%), +6% e +11% acima do consenso, respectivamente. A receita é impulsionada pelo crescimento de +17,6% (projeção da companhia de 18%) e +15% no TPV de MPME, com o livro de crédito de R\$1,1bi (R\$0,8bi na projeção da companhia) e R\$2,0bi, e depósitos de clientes de R\$7,3bi (R\$7,0bi na projeção da companhia) e R\$9,0bi, respectivamente. Com a logística estabelecida em todo o país (hubs, anjos verdes, etc.), a Stone está também preparada para ganhar eficiência por meio da escala, com despesas administrativas ajustadas de R\$1,16bi (vs. R\$1,13bi em sua projeção) e R\$1,30bi, respectivamente.

STNE	
Recomendação	Compra
Preço atual	US\$ 16,70
Preço-alvo de 12 meses	US\$ 22,00
Potencial de valorização	32%

Múltiplos	24E	25E	26E
P/L	10,2x	8,8x	7,2x
P/VP	1,44x	1,23x	1,05x

Dados de mercado	
Valor de mercado	US\$ 5,160bi
Mínima/máxima de 52 semanas	US\$ 9,3 / 19,5
Volume médio de negociação diário (3m)	US\$ 82mi
Ações em circulação	290mi
Free float	93%
Desempenho (12 meses)	24%
Desempenho acumulado no ano	-7%

STNE vs. EWZ



Fonte: Bloomberg e Safrá

Potencial de valorização implícito de 32% sobre o preço-alvo da STNE de U\$22; nossa nova ação preferida no setor de não-bancos. Usamos modelos de fluxo de caixa descontado para calcular a avaliação justa da STNE, aplicando um K_e de 15,0%, um beta de 1,30 e crescimento na perpetuidade (g) de 5,5% a partir de 2033. Vemos a Stone sendo negociada a um múltiplo P/L de 11,8 e 9,4x, em 2024 e 2025, respectivamente, em comparação com níveis médios de 2 anos de 16,3x. Olhando para os múltiplos relativos, a Stone é historicamente negociada a um prêmio de 57% sobre a PAGS. Se nossa tese se provar correta, esse prêmio poderá se reduzir para até 7% em 2025, corroborando nossa preferência relativa.

Riscos para nossa tese. Além dos riscos comuns do setor de adquirência, os riscos específicos da Stone estão relacionados à execução do novo plano estratégico, ao histórico negativo no segmento de crédito e ao poder de voto limitado dos minoritários.

Tese de investimento

A nova proposição de valor da Stone poderia expandir seu pool de receitas para próximo de R\$100bi (R\$63bi em PMEs e R\$33bi em clientes pequenos) transicionando de uma abordagem que prioriza o POS para um modelo mais amplo que oferece soluções completas para o segmento de MPME. Assim como os bancos brasileiros, a Stone atualmente está envolvida em uma concorrência acirrada por principalidade. Nos últimos anos, a Stone vem se empenhando para que sua oferta prevaleça entre clientes MPME por meio da integração entre software e soluções financeiras (pagamentos, crédito e serviços bancários).

Proposição de valor da Stone para clientes PME e micro

	Stone / Linx	Ton
Como atingir?	Foco no lojista Canais de proximidade	Foco no empreendedor Canais digitais
Como atrair?	Serviços de pagamento + bancários Crédito em escala Software como diferenciador	Solução de entrada simples Aumentar escala de serv. bancários Crédito-piloto
Como aumentar a escala?	Presença de atendimento a clientes Melhor tecnologia de operação Plataforma unificada	Modelo de serviços que prioriza o digital Canais digitais Plataforma unificada

Fonte: Stone

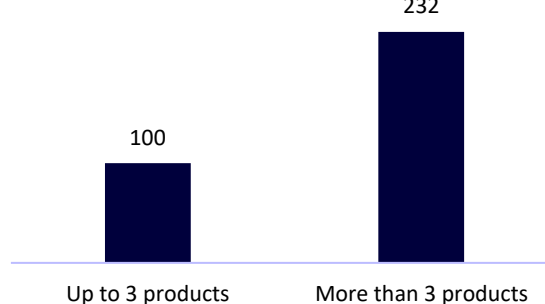
Essa mudança de estratégia deverá expandir o conjunto de receitas da Stone para R\$100bi. De fato, a Stone já viu os resultados dessa estratégia integrada. Clientes que usam tanto o software como os serviços financeiros geram 2,1x mais receitas e 1,7x mais transações do que os que usam apenas os serviços financeiros, o que se traduz em um ARPAC líquido 2,5x mais alto. Colocando de outra forma, ainda há espaço significativo para crescer por meio de vendas cruzadas de soluções em software.

Mercado potencial total

Quanto mais produtos forem usados, maior é a monetização

Small and medium (R\$15k-2mn/month)	Micro (Up to R\$15k/month)
Client pool 2.5 mn	Client pool 11.6 mn
Revenue pool R\$ 63 bn	Revenue pool R\$ 33 mn

ARPA líquida por número de produtos usados



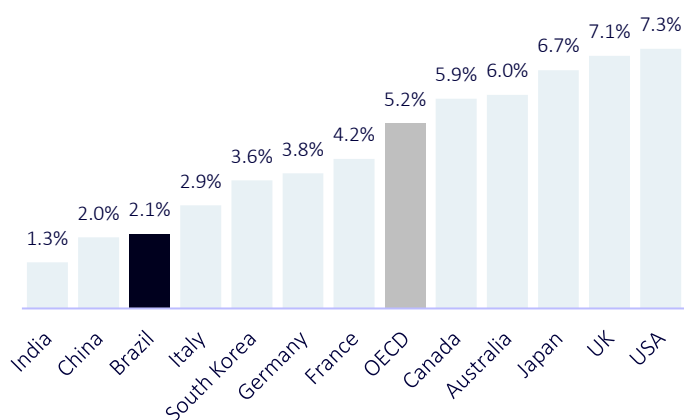
Fonte: Stone

Fonte: Stone

* Receita média/cliente, líquida de custos de captação, considerando apenas os produtos da Stone.

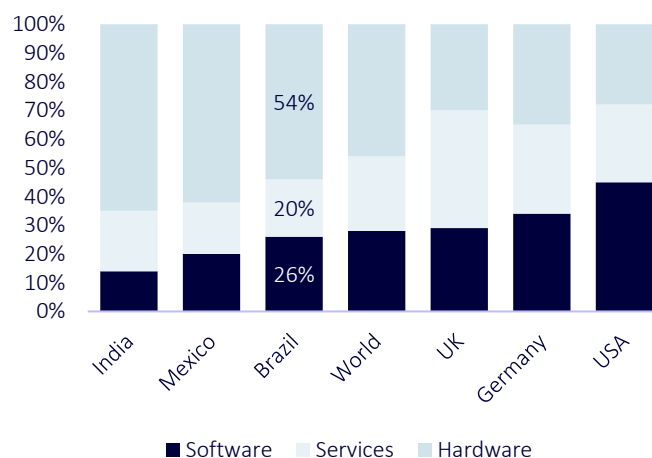
Exposição a um mercado enorme e subpenetrado. Após a aquisição da Linx, a Stone se tornou um participante importante nesse mercado atrativo, conhecido por seu alto potencial de crescimento (e margens robustas). Esse posicionamento único torna a Stone um dos melhores veículos para se investir nos crescentes gastos com TI no país. O Banco Mundial relata que a penetração de TI na América Latina fica abaixo das médias globais: os gastos com TI na região respondem por apenas 2,1% de seu PIB, em comparação com 5,2% nos países da OCDE. No Brasil, especificamente, a participação dos gastos com software no total de gastos com TI é particularmente mais baixa do que em outros importantes mercados de TI, o que sugere haver espaço significativo para crescimento no setor. Além disso, as ofertas de software da Linx provavelmente aumentarão a previsibilidade do modelo de negócios da Stone, principalmente em períodos de volatilidade, atenuando os efeitos da sazonalidade sobre o setor de aquisição e se beneficiando das características defensivas do modelo de negócios de software – como receitas recorrentes, altas taxas de renovação e custos de mudança altos.

Gastos com TI como porcentagem do PIB



Fonte: Banco Mundial

Composição dos gastos com TI (2022)

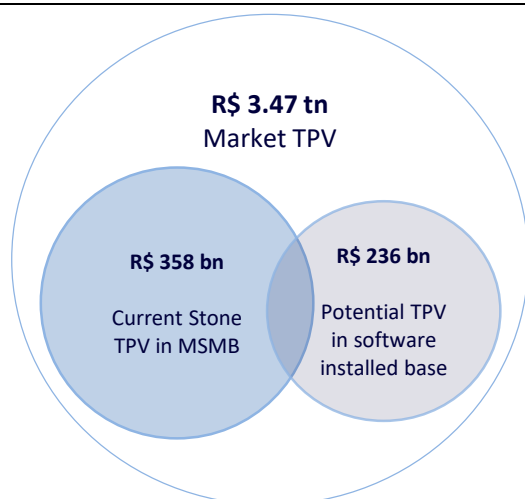


Fonte: Associação Brasileira das Empresas de Software (Abes), 2023

A Linx trouxe conhecimento profundo do segmento de varejo, experiência no setor e aprimoramento integrado dos serviços. Na condição de líder do mercado, a Linx transfere para a Stone seu profundo conhecimento em áreas especializadas, como vestuário, postos de gasolina, farmácias e serviços de alimentação. Essa experiência fortalece a posição da Stone no segmento de software para varejo e aprimora suas ofertas gerais de serviços. A combinação dos softwares especializados da Linx com os serviços de processamento de pagamentos possibilita à Stone oferecer soluções integradas que melhoram a eficiência operacional de seus clientes. Essa combinação não apenas atende às necessidades dos clientes, mas também as prevê, garantindo transações sem dificuldades e promovendo a lealdade de clientes. A capacidade da Stone de integrar soluções em software e pagamentos proporciona aos clientes uma vantagem única no mercado, o que aumenta a satisfação dos clientes e a entrega de valor.

Enormes oportunidades de vendas cruzadas em software a serem exploradas. Como uma empresa totalmente integrada, acreditamos que a Stone deverá se beneficiar de oportunidades de vendas cruzadas nos próximos anos. O TPV atual da Stone no segmento de MPME é de cerca de R\$360bi, enquanto o TPV potencial na base instalada de software é de R\$236bi, com uma sobreposição insignificante de R\$19bi.

TPV potencial na base instalada de software da Stone



Fonte: Stone

Além da antecipação de recebíveis. O negócio de antecipação de pagamentos da Stone deve continuar sendo um importante vetor de crescimento nos próximos anos. Em 2023, as receitas de antecipação de pagamento representaram 52% da receita líquida total consolidada vs. 48% em 2022. No entanto, a ambição da Stone vai além da antecipação de recebíveis em sua estratégia de serviços financeiros, devendo se expandir para serviços bancários e de crédito.

A Stone está resolvendo a principal reclamação entre PMEs a respeito da falta de crédito oferecendo soluções de crédito personalizadas que vão além da simples antecipação de recebíveis. Isso inclui a integração de ferramentas de gestão financeira e a agilização do acesso ao crédito para aumentar o crescimento e a flexibilidade operacional dos negócios. Como parte de sua iniciativa mais ampla para se tornar uma plataforma financeira que oferece serviços completos, a Stone está expandindo suas ofertas para incluir ferramentas

abrange de gestão de negócios e novas características, como CDBs. Ao relançar sua conta pessoa jurídica, que já atende 2,1 milhões de clientes, a companhia pretende não apenas reduzir os custos de captação, mas também aprimorar suas ofertas de serviços.

Essa mudança de uma estratégia que prioriza POS para outra que prioriza contas destaca o compromisso da Stone em aumentar a retenção de clientes e ampliar o alcance de seu mercado. A integração de uma variedade de serviços financeiros (com serviços bancários, de crédito e pagamentos) apoia ainda mais as necessidades operacionais e o crescimento de longo prazo de PMEs, posicionando a Stone como um alicerce de suas atividades financeiras.

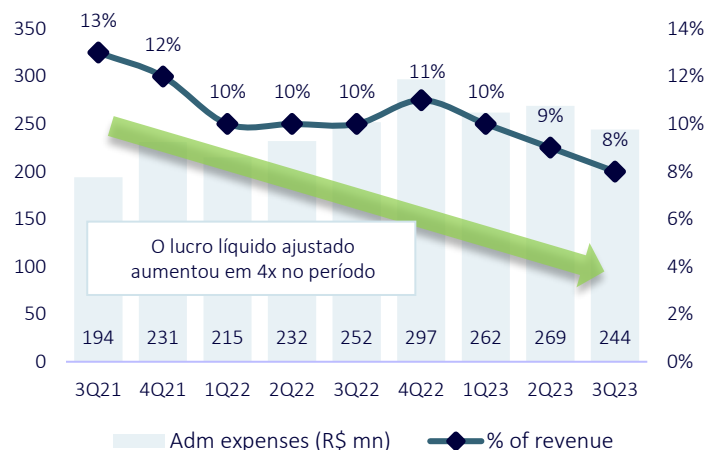
Uma segunda chance: o segmento de crédito. A primeira incursão da Stone em crédito teve um gosto amargo, ou seja, um processo deficiente de análise de crédito em 2021 ocasionou perdas significativas e a suspensão da concessão de crédito até o fim de 2023. O diagnóstico era claro: houve amplo mau uso de recebíveis como garantias e falta de experiência.

Desde então, a Stone vem reformulando significativamente seu negócio de crédito com a contratação de executivos experientes e a atualização de seus modelos de análise de crédito, elegibilidade de garantias e processos internos. Além disso, com o open finance, um registro centralizado de recebíveis e a maior penetração de produtos bancários, a Stone deve acessar e usar mais dados para aumentar o poder preditivo de seus modelos e diminuir a probabilidade de outro "gosto amargo".

Depois dessa turbulência, a companhia introduziu projeções para crédito e depósitos, sinalizando seu forte compromisso com (e sua confiança no) negócio reestruturado bancário e de crédito.

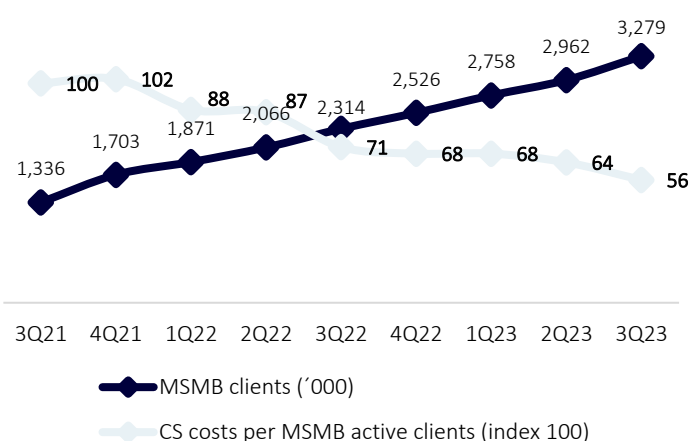
Alta alavancagem operacional e ganhos de escala devem ajudar a companhia a manter suas margens altas. Graças à sua logística estabelecida em todo o país, a companhia reduziu custos à medida que aumentava sua escala, aprimorando a eficiência logística por cliente MPME. A Stone também reduziu o custo por cliente em suas operações de serviço, mantendo seu alto padrão, aumentando as margens de contribuição e reduzindo o CAC à medida que o negócio crescia. Acreditamos que a Stone esteja bem-posicionada para continuar aumentando sua participação de mercado e preservando suas margens sólidas, já que a companhia tem um modelo de negócios robusto baseado em uma combinação de alta alavancagem operacional/economias de escala com forte crescimento de TPV, forte reconhecimento de marca, produtos diferenciados (que combinam software com serviços financeiros) e baixa necessidade de despesas de capital.

Controle rigoroso de custos



Fonte: Stone

Eficiência em custo de mercadorias vendidas (serviços a clientes)



Fonte: Stone

Cultura forte. A Stone tem uma cultura forte voltada para inovação, empreendedorismo e valores centrados no cliente, estruturada ao redor de cinco principais temas: priorização das necessidades de clientes, promoção do senso de propriedade, apoio à comunicação direta, estímulo ao trabalho em equipe e busca contínua por soluções inovadoras. Essa cultura não apenas atrai talentos, mas também leva a Stone a exceder as expectativas de clientes e a manter uma vantagem competitiva no mercado. Conversas com importantes empresas do setor revelaram que essa cultura forte faz com que seja particularmente difícil para concorrentes convencer funcionários a deixar a Stone.

Distribuição hiperlocal e integrada. Os Hubs da Stone tiveram uma função crucial nesse aumento na base de clientes ativos ao longo dos anos. Esses Hubs, situados tanto em cidades de pequeno e médio portes como em regiões de cidades maiores, oferecem vendas e serviços hiperlocais por meio de um time de vendas, serviços e apoio operacional integrado.

A Stone desenvolveu esses Hubs para atender eficientemente às PMEs e promover o fortalecimento de relacionamentos locais. A estratégia de distribuição inclui Hubs próprios e franqueados. Os Hubs próprios são geridos diretamente pela Stone e contam com seus próprios funcionários, enquanto os Hubs franqueados são operados por empresários locais que mantêm a marca e a qualidade dos serviços da Stone. Esse modelo permite que a Stone atenda mercados normalmente desprezados pelos concorrentes, aumentando sua presença e efetividade em ambientes de negócios locais.

Foco nos microempresários brasileiros. Com foco agora voltado para empresários autônomos (cerca de 7% da população brasileira, segundo o Sebrae), a Ton mira um segmento de mercado relevante, mas mal atendido. Historicamente marginalizado pelos setores formais de pagamentos, esses microempreendedores enfrentam dificuldades únicas, inclusive a necessidade de soluções de pagamento que tenham eficiência em custo e taxas de transação mínimas.

A Ton busca atender essas necessidades oferecendo soluções em processamento de pagamentos personalizadas que possibilitem ao microempresário melhorar suas operações de negócios. Por meio da Ton, a Stone efetivamente ajudou a diminuir a lacuna entre serviços bancários convencionais e as exigências específicas desse grupo equipando-o com as ferramentas essenciais para que tenham sucesso em um ambiente competitivo.

Uma importante vantagem competitiva da Ton é a sua associação com a Globo Ventures (participação de 33%), o braço de investimentos do Grupo Globo (o maior grupo de mídia no Brasil), o que lhe proporciona exposição e credibilidade significativos. Essa parceria se beneficia do alcance da mídia da Globo para aumentar a visibilidade e a penetração de mercado da Ton, facilitando ainda mais a capacidade da marca de atender às necessidades específicas dos microempreendedores brasileiros.

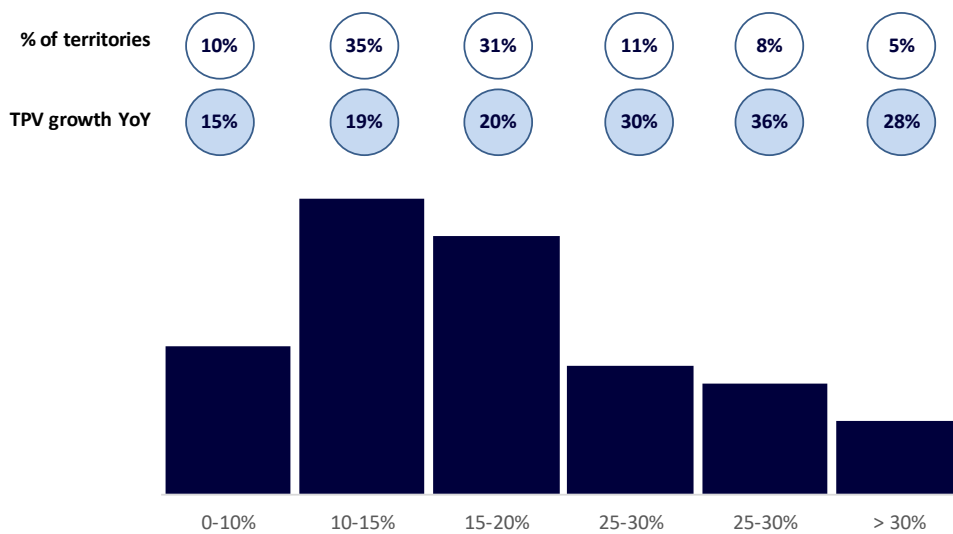
Abraçando o topo e a base da pirâmide. A Stone está diversificando ativamente sua abordagem de mercado ampliando a gama de serviços oferecidos por meio de uma combinação de serviços e softwares financeiros com a Ton. A marca principal da Stone continua se focando em servir PMEs com soluções em pagamentos e serviços financeiros abrangentes que atendam especialmente às necessidades específicas do segmento. Esse foco ajuda a Stone a fortalecer sua presença no mercado de PMEs, onde serviços ao cliente personalizados e produtos individualizados podem criar vantagens competitivas significativas.

Com a Ton, a Stone está penetrando no segmento de micro-empresários, oferecendo produtos financeiros mais simples e mais acessíveis específicos para microempresários. Essa estratégia permite à Stone captar uma base maior de usuários que são normalmente mal servidos pelas instituições financeiras tradicionais.

Enquanto isso, a Linx está sendo impulsionada para melhorar a proposta de valor da Stone em segmentos como postos de gasolina, vestuário, farmácias e redes de alimentação. Ao integrar software com soluções em pagamento, a Linx possibilita que a Stone ofereça um conjunto mais completo de serviços a varejistas maiores e mais estabelecidos. Isso não apenas ajuda a Stone a reter clientes de alto valor, mas também atrai novos clientes que buscam por soluções sofisticadas em tecnologia de varejo.

Expansão da presença geográfica. A cobertura nacional da Stone é mais ampla do que a de seus pares, abrangendo quase 90% das cidades brasileiras. Segundo a administração da Stone, todos os territórios onde a Stone atua apresentaram crescimento do TVP na casa dos dois dígitos na comparação anual, independentemente do nível de maturação do mercado. Mesmo nos mercados mais saturados, onde a penetração é de 25% a 30%, a Stone apresentou crescimento sólido de 36%, enquanto regiões com penetração de apenas 0% a 10% cresceram ao ritmo de 15%, o que indica o potencial de expansão da Stone à medida que ela expande seu alcance para mercados menos saturados e também as contínuas oportunidades para crescimento em áreas mais saturadas, o que reforça nossa visão de que a Stone deve manter sua trajetória de forte crescimento por vários anos à frente.

Composição de territórios por penetração no mercado de MPMEs



Fonte: Stone

Um portfólio completo de soluções financeiras. Em seu esforços para criar um relacionamento bancário com seus clientes, a Stone avançou rapidamente, aprimorando consistentemente sua oferta para atender às suas diversas necessidades financeiras. Atualmente, estamos confiantes em afirmar que a Stone é uma das adquirentes independentes mais bem-sucedidas na sua incursão no mundo dos serviços financeiros.

Soluções financeiras da Stone

Solutions	Description
POS Capture Solutions	Enables in-store merchants to accept multiple payment methods through POS hardware devices
Pix QR Code	Integrates Pix QR Code payments with POS systems, facilitating transaction reconciliation
e-Commerce Gateway	Connects e-commerce merchants to acquirers, offering diverse payment options and robust analytics
Point of Sale Gateway	Offers a POS gateway that links to acquirers, supports multiple payment methods, and integrates with business management software
PSP Platform	Provides a sophisticated PSP solution with simple API integration for omni-channel players to manage electronic payments
Omni-Channel Merchant Acquiring	Provides a comprehensive omni-channel merchant acquiring solution with diverse payment tools
Split Payments	Offers customizable payment splitting to multiple accounts for merchants and marketplaces
Web Checkout	Delivers a frictionless e-checkout, enhancing client conversion rates
Automated Retrial	Features automated retry technology to minimize transaction failures and recover potential lost sales
One-Click Buy	Secures and simplifies payment processes with encrypted one-click payments
Recurring Billing	Automates client businesses with customizable periodic and recurring billing for services like subscriptions
Multi-Buyer Payment—Bill Split	Facilitates group payments by allowing multiple consumers to share the cost of a single purchase
Multi-Payment Acceptance	Allows consumers to use multiple payment methods for a single invoice, including cards and boletos
Social Commerce	Enables payment requests via WhatsApp, SMS, or email links for merchants and digital service providers
Digital Banking	Integrates a digital banking platform with our acquiring solution, enhancing merchants' financial management
Working Capital Solutions	Accelerates payment of future receivables through diverse channels with an omni-channel cash management solution
SMB Credit Solutions	Integrates a credit solution into our payments platform for contracting, monitoring, and repaying loans
Insurance	Provides brokered insurance solutions covering life, health, and store risks without bearing the insurance risk
App Store for POSs	Features a POS application store that allows third-party developers to offer additional functionalities
Data Reporting and Merchant Portal	Provides merchants with transparent, customizable dashboards for enterprise-level transaction insights
Integrated Financial Platform	Integrates payments, banking, and credit into a single platform, streamlining financial management for merchants
Registry of Receivables Platform (TAG)	Operates as an FMI authorized by the Brazilian Central Bank for managing card receivables transactions
Trampolin	Offers banking-as-a-service through Trampolin, enabling companies to provide banking functions and digital wallets

Fonte: Stone

Visão geral da companhia

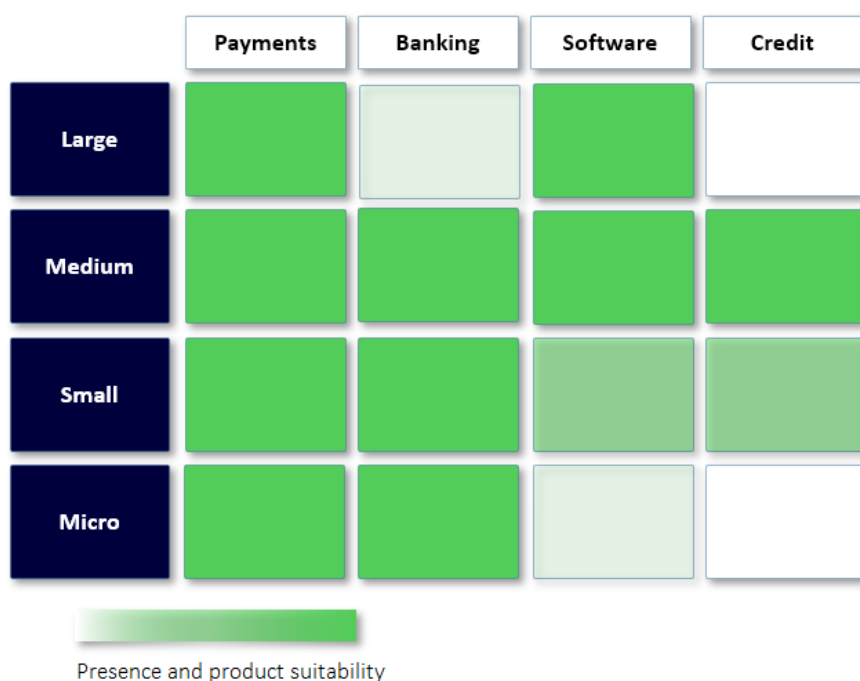
A Stone Co. é uma empresa líder em tecnologia financeira sediada no Brasil, que oferece principalmente soluções em pagamento para micro lojistas e empresas de pequeno a médio portes (MPME). Fundada em 2012, a Stone cresceu rapidamente para se tornar uma importante empresa no cenário brasileiro das fintechs. Atualmente, a companhia oferece uma ampla gama de serviços, incluindo processamento de pagamentos, serviços bancários, de crédito e soluções em software projetadas para ajudar MSMEs a gerir suas vendas, finanças e operações com mais eficiência.

Linha de produtos da Stone



Fonte: Stone e Safrá

Uma proposição de valor completa para MPMEs



Fonte: Stone e Safrá

A Stone se diferencia graças à sua abordagem centrada nos clientes, que se foca em oferecer serviços superiores e tecnologia inovadora a clientes para melhorar a experiência do usuário. Com seu modelo de vendas diretas ao consumidor e forte ênfase em tecnologia e serviços, a Stone busca romper o mercado tradicional de serviços financeiros no Brasil, oferecendo soluções mais acessíveis, confiáveis e efetivas em termos de custos a comerciantes em todo o país.

A Stone Co. atua em diversos segmentos dentro do ecossistema de tecnologia financeira, focando em oferecer soluções abrangentes que atendam às diversas necessidades de MPMEs. Esses segmentos incluem:

- **Pagamento:** A Stone oferece serviços de processamento de pagamentos que possibilita a comerciantes aceitar diversas formas de pagamento, incluindo cartões de crédito e débito, tanto em lojas físicas como on-line. Esse segmento compõe a essência das ofertas da Stone, facilitando a execução de transações ininterruptas para negócios de todos os tamanhos.
- **Serviços bancários:** A Stone desenvolveu uma plataforma própria do zero, oferecendo uma solução bancária integrada com pagamentos. A plataforma oferece capacidades integradas de precificação e aumentou sua escala eficientemente com custos incrementais mínimos de aquisição de clientes. Ao converter volumes de pagamento em depósitos, a Stone fortalece seu ecossistema financeiro.
- **Crédito:** Os serviços de crédito da Stone são projetados para atender às necessidades específicas dos negócios oferecendo empréstimos personalizados para capital de giro que se alinham com seus ciclos operacionais. Depois de aprender com experiências passadas, a Stone reformulou suas operações de crédito para otimizar a eficiência e minimizar riscos. O novo modelo está profundamente integrado com as atividades comerciais de clientes e usa cronogramas diários de amortização que ajudam a garantir amortizações consistentes, o que reduz o risco de inadimplência.
- **Software:** A Stone investiu no desenvolvimento de soluções em software que se integram com seus serviços de pagamento. Essas soluções abrangem sistemas no ponto de venda (POS), software de gestão de estoque e vendas, sistemas de gestão de relacionamento com clientes (CRM) e plataformas que auxiliam as empresas a gerir sua presença on-line e suas operações de e-commerce.

Cada um desses segmentos representa uma abordagem estratégica da Stone para atender às necessidades abrangentes de seus clientes, garantindo não apenas a facilitação das transações, mas também a oferta de ferramentas e serviços que amparem o crescimento e a eficiência dos negócios. Por meio de sua abordagem multifacetada, a Stone visa solidificar sua posição como uma importante empresa no cenário brasileiro das fintechs, impulsionando a inovação e apoiando a transformação digital dos negócios na região.

Vale destacar ainda, que a Stone segmenta sua base de clientes principalmente se focando em comerciantes e MPMEs em diversos setores.

PMEs: Uma parcela significativa da base de clientes da Stone consiste em PMEs, que muitas vezes enfrentam dificuldades para ter acesso a serviços financeiros e soluções em pagamento abrangentes. A Stone trata desses desafios oferecendo a PMEs serviços de processamento de pagamentos personalizados, produtos financeiros como empréstimos e soluções em software que ajudam a gerir eficientemente operações de negócios, vendas e finanças por meio de um modelo operacional verticalizado impulsionado pela tecnologia e capacidade de precificação hiperlocalizada.

Microempreendedores: A Stone mira microempreendedores por meio de sua marca Ton, focando-se em oferecer soluções financeiras e de pagamentos simples e específicas para esse segmento. A Ton oferece uma variedade de POS e de ferramentas de gestão digitais projetadas para atender às necessidades de microempresários, freelancers e profissionais autônomos. Os serviços visam facilitar a gestão eficiente de vendas e das finanças para seus usuários oferecendo soluções escaláveis a preços competitivos por meio de um modelo de distribuição digital e atendimento a clientes com base em tecnologia.

A estratégia da Stone de expandir a inclusividade financeira e apoiar o desenvolvimento econômico entre microempreendedores atende um segmento do mercado que normalmente recebe atenção limitada de instituições financeiras tradicionais.

Segmentação de clientes

	TPV	HOW CLIENTS SEE US	OUR POSITIONING
Large	> R\$ 2MM per month	linx 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Opportunistic approach ○ Focus on efficiency
SMB	R\$ 100k – 2MM per month R\$ 15k – 100k per month	linx  stone	<ul style="list-style-type: none"> ○ All-in-one solution ○ Superior service differentiation ○ Software as an edge for more mature clients
Micro	Up to R\$ 15k per month	ton	<ul style="list-style-type: none"> ○ Simple and easy-to-use solutions ○ Digital business model ○ Low cost for the client, good economics for us

Fonte: Stone

Composição acionária

A Stone abriu seu capital em 2018, levantando cerca de US\$1,5bi na Nasdaq. Os investidores-âncora foram: Berkshire Hathaway (já não é mais acionista), T Rowe Price e Madrone Capital Partners, que cobriram cerca de 50% da oferta. Atualmente, em uma estrutura acionária pós-IPO, os fundadores da StoneCo e HR Holdings, LLC detêm 31,3% das ações com direito a voto da companhia. **A Stone tem uma estrutura com duas classes de ações: Classe A e Classe B.** Apesar da diferença em direito a voto (as ações Classe A dão direito a um voto por ação, e as ações Classe B dão direito a dez votos por ação), ambas as classes têm participação econômica idêntica na Stone, inclusive direitos iguais a dividendos.

Estrutura acionária por classe de ação

Top five shareholders	Class A		Class B		Total	
	Shares	%	Shares	%	Shares	%
HR Holdings LLC	-	-	14,955,142	79.77%	14,955,142	22.29%
Madrone Partners L.P.	25,339,276	8.73%	-	-	25,339,276	37.77%
BlackRock	21,429,208	7.38%	-	-	21,429,208	31.94%
The Pontes Family Trust	141,693	0.05%	1,823,680	9.73%	1,965,373	2.93%
VCK Investment Fund Limited	2,120,417	0.73%	1,286,022	6.86%	3,406,439	5.08%















Estrutura acionária por poder de voto

HR Holdings 31.30%
Madrone Partners 5.30%
BlackRock 4.49%
Pontes Trust 3.85%
VCK Fund 3.14%

Fonte: Stone

Fonte: Stone

Diretoria

 Pedro Zinner Chief Executive Officer 2	 André Monteiro Chief Risk Officer 2	 Carolina da Costa Chief Impact & Sustainability Officer 1	 Diego Salgado Chief Treasury Officer 3	 Fabio Kapitanovas Chief People & Operations Officer 1	 João Bernartt Chief Product & Innovation Officer 2	 Lia Matos Chief Strategy & Marketing Officer 8
 Marcus Fontoura Chief Technology Officer 2	 Mateus Biselli Chief Client Officer of Small and Medium Merchant Business 11	 Mateus Scherer Chief Financial Officer & Investor Relations Officer 9	 Sandro Bassili Chief Operating Officer of Software 2	 Tatiana Malamud Chief Legal & Compliance Officer 2	 Victor Lino Chief Client Officer of Micro Merchants Business 7	 Vinicius Carrasco Chief Economist & Regulatory Affairs Executive Officer 6

 Years at the company

Fonte: Stone

Administração

A administração da Stone é composta de executivos altamente experientes, apesar de serem relativamente jovens. Muitos deles foram recentemente promovidos para suas posições atuais após uma reorganização estratégica de sua hierarquia corporativa em 2022 e 2023. Essa reorganização visou aprimorar sua cultura centrada no cliente e, mais importante, ajudar a companhia a implementar sua visão estratégica de ofertar soluções integradas.

- **Pedro Zinner, CEO:** Assumiu como CEO em 31 de março de 2023. Anteriormente, liderou a Eneva S.A., atuou no conselho da StoneCo e ocupou posições na Parnaíba Gas Natural, BG Group e Vale. Tem MBA pela Chicago Booth.
- **André Monteiro, Diretor de Risco:** Tornou-se Diretor de Gestão Integrada de Riscos em novembro de 2022. Anteriormente, foi diretor de risco na XP Inc. e B3 e sócio na Gávea Investimentos. Tem pós-doutorado pela Universidade de Princeton e doutorado pela PUC-Rio.
- **Carolina da Costa, Diretora de Impacto e Sustentabilidade:** Ingressou como Diretora de Impacto e Sustentabilidade em outubro de 2023, agregando mais de 22 anos de experiência nos setores de educação, saúde e gestão de ativos. Ocupou posições importantes no Hospital Oswaldo Cruz, na Mauá Capital e na Insper. Tem doutorado pela Universidade Rutgers.
- **Diego Salgado, Diretor de Tesouraria:** Ingressou como Diretor de Tesouraria em maio de 2021. Anteriormente, ocupou posições no JP Morgan, no Santander e na Monsanto, com especialização em renda fixa e estruturas de capital. Tem bacharelado em Economia pelo Ibmec e mestrado em Economia pelo Insper.
- **Fabio Kapitanovas, Diretor de Operações e Pessoas:** Ingressou como Diretor de Operações e Pessoas em novembro de 2023, depois de atuar como vice-presidente global da KraftHeinz e AB-Inbev. Tem formação em Engenharia Mecânica pela Universidade de São Paulo e concluiu programas executivos em Insead, Wharton, MIT e Universidade de Michigan.
- **João Bernartt, Diretor de Produtos e Inovação:** Foi nomeado Diretor de Produtos e Inovação em março de 2022. Foi sócio e investidor da Yalo Inc., a primeira provedora de soluções em negócios (BSP) da Meta. Fundou a Chaordic, adquirida pela Linx em 2015. É formado em Engenharia de Controle e Automação e tem mestrado em Inteligência Artificial pela Universidade Federal de Santa Catarina.
- **Lia Machado de Matos, Diretora de Estratégia e Marketing:** É diretora de Estratégia e Marketing desde outubro de 2023. Anteriormente, era responsável pelo family office Varbra S.A. e ocupou diversas posições na McKinsey & Company no Brasil. É formada em Física pela Universidade Federal do Rio de Janeiro e tem Ph.D. pelo MIT, onde também trabalhou como professora assistente e pesquisadora.
- **Marcus Fontoura, Diretor de Tecnologia:** É Diretor de Tecnologia desde junho de 2022. Anteriormente, foi bolsista técnico e vice-presidente corporativo da Microsoft e ocupou posições na Google e Yahoo! Research. Tem Ph.D. pela PUC-

Rio) em um programa conjunto com a Universidade de Waterloo e foi pesquisador pós-doutorando na Universidade de Princeton.

- **Mateus Biselli, Diretor de Pequenas e Médias Empresas:** Ocupa a posição de Diretor de Pequenas e Médias Empresas desde outubro de 2023, depois de ter ingressado no Grupo em 2013 e ter ocupado posições nas áreas de vendas, pessoas e operações. É formado em Engenharia Naval pela Universidade de São Paulo e concluiu o General Management Program na Harvard Business School em 2022.
- **Mateus Scherer Schwening, Diretor Financeiro e de Relações com Investidores:** Diretor Financeiro e de Relações com Investidores desde meados de 2023, é responsável pelas finanças da StoneCo. Anteriormente, foi analista de renda variável na Nucleo Capital. É formado pelo Insper.
- **Sandro Bassili, Diretor Operacional de Software:** Diretor Operacional de Software desde outubro de 2023. Ingressou na companhia em 2021 depois de 27 anos na Anheuser-Busch Inbev e de ter ocupado posições no Grupo Boticário. É formado em Administração de Empresas e Economia pela PUC-GO.
- **Tatiana Malamud, Diretora Jurídica e de Compliance:** Diretora Jurídica e de Compliance desde agosto de 2022, tem três décadas de experiência em posições jurídicas em grandes instituições financeiras e escritórios de advocacia. É formada em Direito pela Universidade Estadual do Rio de Janeiro (UERJ) e tem mestrado pela Columbia Law School.
- **Victor Lino, Diretor de Microempreendedores:** Diretor de Microempreendedores desde outubro de 2023. Ingressou na companhia em n 2017 e ocupou diversas posições, principalmente em logística e vendas na Ton. É formado em Engenharia de Produção pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ).
- **Vinicius do Nascimento Carrasco, Economista-Chefe e Diretor de Assuntos Regulatórios:** É Economista-Chefe e Diretor de Assuntos Regulatórios da StoneCo. desde 2018. Anteriormente, ocupou uma importante posição no BNDES e trabalhou como consultor em economia e econometria. Contribuiu para publicações econômicas de prestígio e lecionou na PUC-Rio. Estudou na Universidade Federal do Rio Grande do Sul, na PUC-Rio e na Universidade de Stanford.

Conselho de administração. Atualmente, o conselho de administração da Stone é composto de 7 membros, 6 dos quais são independentes. Os membros são eleitos até a assembleia geral ordinária seguinte e podem ser reeleitos.

Conselho de administração da Stone

Name	Office
Mauricio Luis Luchetti	Chairman
Gilberto Caldart	Vice-Chairman
Thiago Dos Santos Piau	Director
Diego Fresco Gutierrez	Independent Director
José Alexandre Scheinkman	Independent Director
Silvio José Morais	Independent Director
Luciana Ibiapina Lira Aguiar	Independent Director

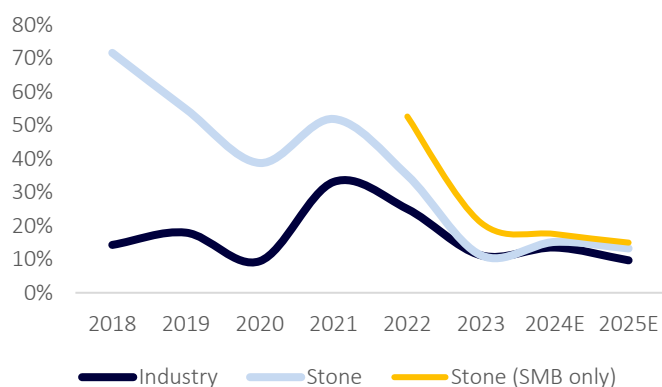
Fonte: Stone

* Conselheiros independentes

Dados financeiros

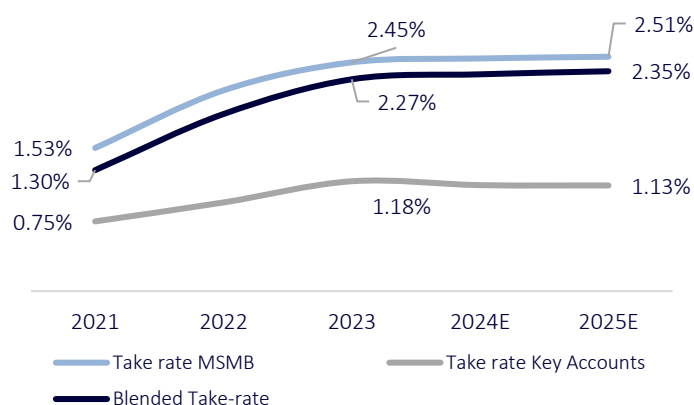
Desempenho das receitas. Não esperamos o mesmo crescimento sólido no TPV que vimos no passado recente. Depois do aumento de cerca de 10% ante o ano anterior em 2023, o TPV do setor deve crescer a um ritmo similar de aproximadamente 11% nos próximos dois anos, e os preços devem permanecer estáveis ou aumentar marginalmente devido a um ambiente competitivo mais racional. Nesse cenário, a Stone poderá crescer a um ritmo similar, superando o desempenho do setor em dois dígitos (cerca de 13%, em média). No mesmo período, a blended take rate deve continuar aumentando, indo de 2,45% em 2023 para 2,51% em 2025, segundo nossas estimativas. Olhando para a receita consolidada, a da Stone poderá aumentar em +13,4% (taxa de crescimento anual composta de 2023 a 2025), com crescimento mais rápido no segmento de aquisição, de +15%, no período e crescimento na casa dos 5% (+4,3%) no segmento de software.

Crescimento do TPV (ante o ano anterior; %)



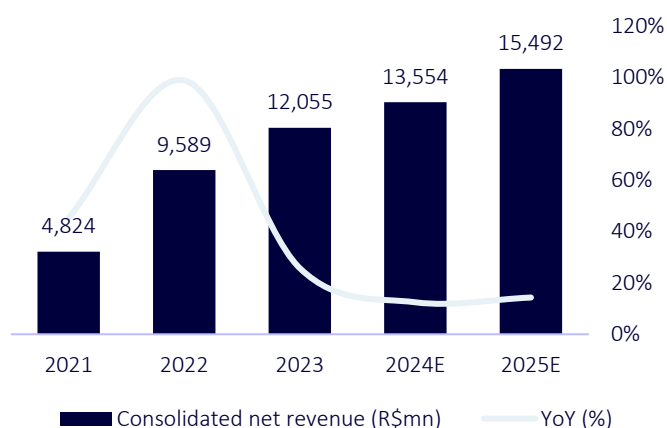
Fonte: Stone e estimativas do Safrá

Take rate



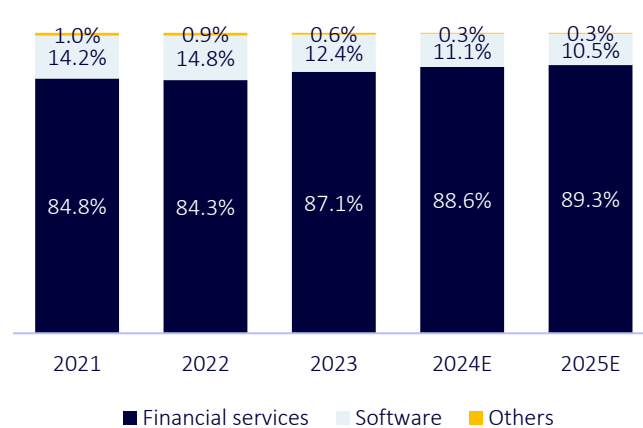
Fonte: Stone e estimativas do Safrá

Evolução da receita



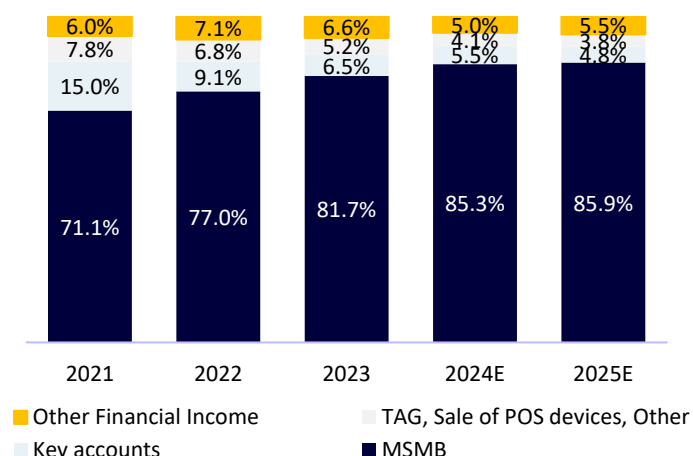
Fonte: Stone e estimativas do Safrá

Mix da receita



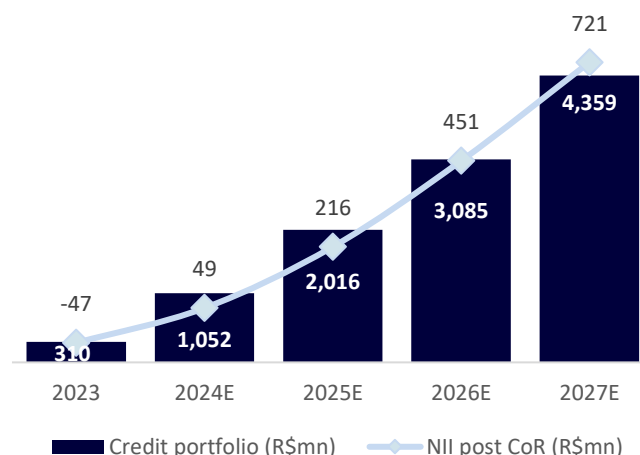
Fonte: Stone e estimativas do Safrá

Composição da receita de serviços financeiros



Fonte: Stone e estimativas do Safrá

Evolução da receita de crédito

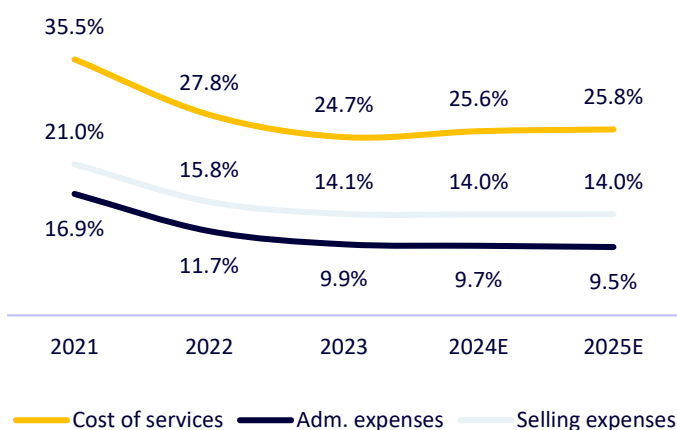


Fonte: Estimativas do Safrá

Desempenho da margem EBITDA. Em nossa opinião, a alta alavancagem operacional e ganhos de escala da Stone devem ajudar a companhia a manter as margens altas. Portanto, acreditamos que o EBITDA ajustado poderá vir na casa dos dois dígitos nos próximos anos. Estimamos uma taxa de crescimento anual composta de dois anos do EBITDA de cerca de 13%, com a margem EBITDA mantida em cerca de 49% no período.

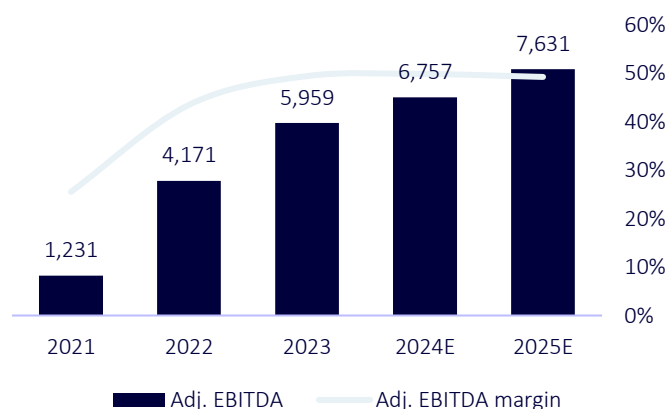
Deve-se observar que, em 2021, as margens da Stone foram significativamente afetadas por perdas de crédito, em virtude de problemas com interoperabilidade depois do lançamento da plataforma de recebíveis do Banco Central do Brasil, o que levou a margem EBITDA ajustada a atingir 25%. Desde então, em virtude da normalização da plataforma de recebíveis, de novas iniciativas (novo processo de análise de crédito, modelo de crédito interno, nova mesa de renegociação, entre outras melhorias) e de uma abordagem conservadora ao negócio de crédito, as margens vêm se recuperando.

Custos totais como % da receita líquida



Fonte: Stone e estimativas do Safrá

EBITDA – R\$mi vs. margem EBITDA (%)



Fonte: Stone e estimativas do Safrá

Projeções da companhia. Consideramos as projeções da companhia para 2024 realistas e esperamos que nossas estimativas sejam similares ou mais elevadas. No entanto, para o longo prazo (2027), adotamos uma abordagem mais conservadora, aguardando até que a companhia atinja suas metas de curto prazo para confiarmos totalmente em suas estimativas para o prazo mais longo. Portanto, estimamos números mais baixos do que aqueles projetados pela Stone para a maioria das áreas, exceto pelas despesas administrativas, em que a companhia vem demonstrando desempenho consistente.

Stone – Projeções de médio a longo prazos

Guidance	2024	2027	CAGR24-27	2024		2027	
				Safra	Dif.	Safra	Dif.
MSMB TPV	412	600	13.0%	412	-0.1%	583	-2.8%
Client deposits	7.0	14.0	26.0%	7.3	4.7%	12.5	-11.1%
Credit portfolio	0.8	5.5	90.0%	1.1	31.5%	4.4	-20.7%
MSMB Take rate	2.49%	2.70%	-	2.49%	0bps	2.56%	-14bps
Adj. net income	1.9	4.3	31.0%	2.3	18.4%	3.7	-14.2%
Adj. administrative expenses	1,125	1,450	8.8%	1,158	3.0%	1,554	7.2%

Fonte: Estimativas do Safra

Consenso. De modo geral, estamos mais otimistas com a Stone do que o mercado, já que nossas principais estimativas estão acima do consenso. Em comparação com as estimativas da Bloomberg, esperamos receita líquida 1,5% acima do consenso em 2024 (em R\$13,5bi) e 5,4% acima em 2025 (em R\$14,7bi). Para o EBITDA, estamos acima do consenso em 6% e 10%, respectivamente. Olhando para a receita líquida ajustada, estimamos R\$2,250bi (6% acima do consenso) e R\$2,8bi (11% superior) para 2024 e 2025, respectivamente.

Safra vs. consenso

	2024E			2025E		
	Safra	Cons.	Safra / Cons	Safra	Cons.	Safra / Cons
Net Revenue	13,554	13,360	1.5%	15,492	14,698	5.4%
Adj. EBITDA	6,757	6,366	6.1%	7,631	6,913	10.4%
Net Income	2,250	2,117	6.3%	2,843	2,565	10.8%

Fonte: Safra e estimativas da Bloomberg

Stone – Demonstração de resultado

Consolidated P&L	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	23/22'	24/23'	25/24'	26/25'	27/26'
Net revenues	9,589	12,055	13,554	15,492	17,514	19,527	25.7%	12.4%	14.3%	13.1%	11.5%
Financial services	8,084	10,495	12,011	13,828	15,723	17,615	29.8%	14.4%	15.1%	13.7%	12.0%
Software	1,420	1,492	1,503	1,624	1,751	1,872	5.1%	0.7%	8.0%	7.8%	6.9%
Others	86	67	40	40	40	40	-21.4%	-40.7%	0.0%	0.0%	0.0%
Operating expenses	(5,302)	(5,870)	(6,675)	(7,644)	(8,580)	(9,394)	10.7%	13.7%	14.5%	12.2%	9.5%
EBITDA	3,356	6,158	6,925	7,799	8,623	9,489	83.5%	12.4%	12.6%	10.6%	10.0%
Adj. EBITDA	4,171	5,959	6,757	7,631	8,455	9,321	42.9%	13.4%	12.9%	10.8%	10.2%
<i>Adj. EBITDA margin</i>	<i>43.5%</i>	<i>49.4%</i>	<i>49.8%</i>	<i>49.3%</i>	<i>48.3%</i>	<i>47.7%</i>	594bps	41bps	-59bps	-98bps	-54bps
Operating profit	4,287	6,185	6,879	7,848	8,934	10,133	44.3%	11.2%	14.1%	13.8%	13.4%
Financial expenses	(3,515)	(3,999)	(3,817)	(3,987)	(4,569)	(5,173)	13.8%	-4.6%	4.5%	14.6%	13.2%
Minorities (investment in associates)	(4)	(4)	(6)	(7)	(7)	(7)	18.3%	39.7%	20.3%	2.2%	0.6%
Profit before tax	(387)	1,971	2,781	3,565	4,054	4,634	-609.6%	41.1%	28.2%	13.7%	14.3%
Income tax and social contribution	(139)	(370)	(531)	(722)	(820)	(946)	166.3%	43.3%	36.0%	13.5%	15.4%
Net profit	(526)	1,601	2,250	2,843	3,234	3,688	n.m.	40.6%	26.3%	13.8%	14.0%
Adj. net profit	452	1,558	2,250	2,843	3,234	3,688	n.m.	44.5%	26.3%	13.8%	14.0%
	1000										
Operating figures	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	23/22'	24/23'	25/24'	26/25'	27/26'
Stone's total payment volume (R\$bn)	367	408	470	533	590	644	11.2%	15.2%	13.2%	10.8%	9.1%
TPV MSMB (R\$ bn)	290	350	412	473	530	583	20.9%	17.5%	15.0%	12.0%	10.0%
TPV key accounts (R\$ bn)	78	58	59	59	60	60	-25.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Take rate MSMB (%)	2.15%	2.45%	2.49%	2.51%	2.53%	2.56%	30bps	4bps	2bps	2bps	2bps
Credit portfolio (R\$ bn)	0.00	0.31	1.05	2.02	3.08	4.36	n.a.	239.6%	91.7%	53.0%	41.3%
Client deposit (R\$ bn)	0.00	6.12	7.33	8.97	10.46	12.45	n.a.	19.8%	22.4%	16.6%	19.0%
Take rate Key Accounts (%)	0.95%	1.18%	1.13%	1.13%	1.12%	1.12%	23bps	-4bps	0bps	-1bps	0bps
Active merchants ('000)	2,584	3,522	4,178	4,735	5,209	5,635	36.3%	18.6%	13.3%	10.0%	8.2%
Net adds ('000)	1,670	938	656	557	474	426	-43.8%	-30.1%	-15.0%	-15.0%	-10.0%

Fonte: estimativas do Safrá

Stone – Prévia de resultados do 1Q24

Consolidated P&L	1Q24E	1Q23A	4Q23A	QoQ	YoY
Net revenues	3,159	2,712	3,249	-2.8%	16.5%
Financial services	2,782	2,336	2,871	-3.1%	19.1%
Software	367	358	363	1.2%	2.6%
Others	10	18	15	-32.9%	-42.9%
Operating expenses	(1,556)	(1,409)	(1,565)	-0.6%	10.4%
EBITDA	1,611	1,285	1,752	-8.0%	25.4%
Adj. EBITDA	1,569	1,251	1,618	-3.1%	25.4%
<i>Adj. EBITDA margin</i>	<i>49.7%</i>	<i>46.2%</i>	<i>49.8%</i>	<i>-15bps</i>	<i>351bps</i>
Operating profit	1,454	1,144	1,533	-5.2%	27.1%
Financial expenses	(959)	(924)	(943)	1.7%	3.8%
Minorities (investment in associates)	(1)	(1)	(2)	-30.6%	15.0%
Profit before tax	577	307	738	-21.9%	87.9%
Income tax and social contribution	(102)	(81)	(82)	25.0%	26.4%
Net profit	474	226	656	-27.8%	110.0%
Adjusted net profit	474	237	564	-15.9%	100.3%

Operating figures	1Q24E	1Q23A	4Q23A	QoQ	YoY
Stone's total payment volume (R\$bn)	109	94	114	-4.1%	16.4%
TPV MSMB (R\$ bn)	95	79	99	-3.9%	20.0%
TPV key accounts (R\$ bn)	14	15	15	-5.6%	-3.0%
Take rate MSMB (%)	2.5%	2.4%	2.4%	5bps	9bps
Credit portfolio (R\$ bn)	0.53	0.00	0.31	69.8%	n.m.
Client deposit (R\$ bn)	5.80	3.90	6.12	-5.2%	48.7%
Take rate Key Accounts (%)	1.2%	1.2%	1.3%	-13bps	0bps
Active merchants ('000)	3,709	2,818	3,522	5.3%	31.6%
Net adds ('000)	187	234	191	-2.1%	-20.0%

Fonte: estimativas do Safrá

Stone – Safrá Analysis and Valuation Scorecard (SAVS) – R\$ mi

Financial metrics (R\$ mn)	2023A	2024E	2025E	2026E	Acquiring operating figures	2023A	2024E	2025E	2026E
Net revenues	12,055	13,554	15,492	17,514	Net adds ('000)	938	656	557	474
Total costs	(5,870)	(6,675)	(7,644)	(8,580)	Total TPV	408,400	470,391	532,606	589,999
Cost of services	(2,983)	(3,465)	(3,999)	(4,503)	TPV MSMB	350,300	411,709	473,337	530,138
Administrative expenses	(1,189)	(1,309)	(1,469)	(1,630)	TPV key accounts	58,100	58,682	59,269	59,862
Selling expenses	(1,698)	(1,901)	(2,175)	(2,447)	Take rate MSMB	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
Operating profit	6,185	6,879	7,848	8,934	Take rate Key Accounts	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
Adjusted EBITDA	5,959	6,757	7,631	7,631	Pre-payment revenue	6,195	7,091	8,135	9,130
Financial expenses	(3,999)	(3,817)	(3,987)	(4,569)	Take rate	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Profit before tax	1,971	2,781	3,565	4,054	Credit portfolio	310	1,052	2,016	3,085
Net profit	1,601	2,250	2,843	3,234	Deposits	6,120	7,331	8,974	10,464
Adjusted Net profit	1,558	2,250	2,843	3,234	Revenue breakdown	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS (R\$)	5.18	7.28	9.19	10.46	Financial services	87.1%	88.6%	89.3%	89.8%
Adjusted EPS (R\$)	5.04	7.28	9.19	10.46	Software	12.4%	11.1%	10.5%	10.0%
Assets	48,694	56,235	64,146	72,442	Others	0.6%	0.3%	0.3%	0.2%
Cash & short-term investments	5,658	7,685	10,270	13,214	Margin	2023A	2024E	2025E	2026E
Note receivables	23,896	27,723	30,937	34,288	Adj. EBITDA	49.4%	49.8%	49.3%	43.6%
Receivables from related parties	573	664	741	821	Adj. net margin	12.9%	16.6%	18.3%	18.5%
Others	18,568	20,163	22,198	24,119	RETURN / YIELD	2023A	2024E	2025E	2026E
Liabilities	34,071	39,363	44,431	49,493	ROE	11.6%	14.3%	15.5%	15.2%
Customers payable	19,199	23,027	26,240	29,591	Div yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Debt	5,014	5,014	5,014	5,014	Payout	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FIDC	505	505	505	505	VALUATION	2023A	2024E	2025E	2026E
Others	9,353	10,817	12,671	14,382	P/E (at target price - 12m fwd)			12.1x	
Shareholders' equity	14,622	16,873	19,715	22,949	P/B (at target price)			2.04x	
BVPS	47	55	64	74	P/E (at current price)	16.6x	11.8x	9.4x	8.2x
Market cap (R\$)	26,585	26,585	26,585	26,585	P/B (at current price)	1.82x	1.58x	1.35x	1.16x
# shares ('000)	309	309	309	309	Cost of equity (Ke)			15.0%	

Fonte: estimativas do Safrá

PagBank

Postura conservadora, mas com forte dinamismo nos lucros; início de cobertura com recomendação de Compra

Excessivamente conservador? Contestável, em nossa visão. Diferentemente da Stone, o crédito vem desacelerando na PAGES, principalmente nos produtos garantidos. Como referência, os empréstimos totais caíram de R\$2,72bi no 4T22 para R\$2,53bi no 4T23, e os empréstimos garantidos atualmente representam 66% do total ante 41% no 4T22. Ouvimos muito que o PagBank está sendo conservador com relação ao crédito, considerando os avanços da Stone, e nós concordamos parcialmente.

Sondar o terreno é fundamental, e o PagBank vem fazendo isso. O principal motivo para a queda nos empréstimos é que, em algum momento, o PAGES estava originando apenas crédito garantido, dados os riscos associados à concessão de crédito e às perspectivas econômicas em deterioração. Desde o 3T23, o PagBank vem supostamente testando créditos sem garantia em pequenos volumes, com pilotos em andamento em agrupamentos distintos. As bases já foram construídas; agora aguardamos o apetite aumentar.

O dinamismo do lucro deve mais do que compensar isso. Assim como a Stone, acreditamos que o PAGES deve ter um bom dinamismo nos lucros em 2024 devido aos volumes mais altos no segmento de MPME e da ausência de irracionalidade no mercado até agora. Além disso, o PagBank vem construindo positivamente uma sólida base de captação, com R\$28bi em depósitos de clientes, dos quais 78% na plataforma, possibilitando à companhia pagar custos de captação abaixo da taxa de referência (CDI), a uma taxa percentual anual de 94% do CDI.

Redução na taxa de investimento em POS poderia ser uma alavanca adicional. Desde que o PAGES mudou seu foco de microempreendedores para PMEs, as despesas de capital com máquinas de POS como percentual da receita caiu de 22% em 2020 para 6% em 2023. Com base na taxa de depreciação de cinco anos dessas máquinas, poderemos observar uma diminuição das despesas com depreciação e amortização, principalmente a partir de 2025. Apesar de ser um item que não envolve caixa, essa redução deverá ajudar as margens a se expandirem no médio prazo.

Estimativas acima do consenso também projetadas. Estimamos um lucro líquido (não-GAAP) de R\$2,25bi para 2024 (acima da faixa superior da projeção da companhia, de R\$2,15bi) e de R\$2,61bi para 2025, 7% e 6% acima do consenso, respectivamente. O TPV deve aumentar em +16% ante o ano anterior (em linha com a faixa superior da projeção da companhia) em 2024 e em +14% em 2025, impulsionado por MPMEs, embora a take rate talvez não se expanda como a da Stone devido à parcela crescente de PMEs e de grandes contas e à baixa exposição ao crédito não garantido. Além disso, o aumento da eficiência e custos de captação mais baixos também devem impulsionar a margem do lucro bruto para 38,5% em 2024 (em linha com a projeção da companhia).

Potencial de valorização implícito de 26% sobre o preço-alvo do PAGES de US\$16, recomendação de Compra. Usamos modelos de fluxo de caixa descontado para calcular o valor justo do PagBank, aplicando um Ke de 15% (beta de 1,30) e g de 5,5% a partir de 2033. Vemos a companhia sendo negociada a uma avaliação razoável de P/L de 10,2x e 8,8x em 2024 e 2025, em linha com a média de dois anos de 9,7x.

Riscos para nossa tese. Além dos riscos comuns do setor de aquisição, os riscos específicos do PagBank estão relacionados ao uso mais baixo de suas soluções bancárias pelos clientes e principalidade mais baixa, ao crescimento mais lento nos depósitos e aos riscos relacionados ao negócio de crédito, como crescimento mais baixo do portfólio e aumento da inadimplência.

Meios de Pagamento

PAGES	
Recomendação	Compra
Preço atual	US\$ 12,67
Preço-alvo de 12 meses	US\$ 16,00
Potencial de valorização	26%

Múltiplos	24E	25E	26E
P/L	10,2x	8,8x	7,2x
P/VP	1,44x	1,23x	1,05x

Dados de mercado	
Valor de mercado	US\$ 4,176bi
Mínima/máxima de 52 semanas	US\$ 6,9 / 15
Volume médio de negociação diário (3m)	US\$ 41mi
Ações em circulação	209mi
Free float	100%
Desempenho (12 meses)	13%
Desempenho acumulado no ano	2%

PAGES vs. EWZ



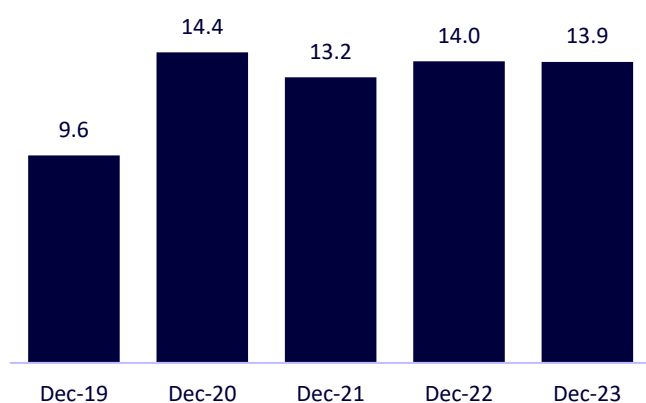
Fonte: Bloomberg e Safr

Tese de investimento

Serviços financeiros abrangentes + plataforma de mídia renomada, a fórmula para o sucesso. O PagBank (PagSeguro anteriormente) oferece aos seus 31mi de clientes serviços bancários e de pagamento amplos, mas seu sucesso também deve ser atribuído ao seu acionista controlador, o Grupo UOL, uma conceituada plataforma de mídia on-line brasileira. Ao combinar uma oferta de marketing assertiva (dada a sua profunda compreensão do comportamento do consumidor) com custos de marketing abaixo dos pares, o PagBank tem conseguido promover seus serviços financeiros para uma audiência mais ampla.

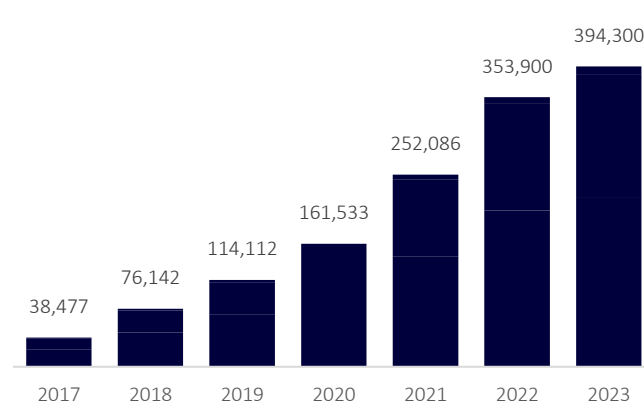
Inicialmente, o crescimento do PAGS acompanhou em grande parte o aumento no número de MEIs no Brasil. Segundo dados do Sebrae, o número de MEIs aumentou de 9,6mi em 2019 para 13,9mi em 2023. Apesar do sucesso na cauda longa, a companhia vem mudando seu foco para a parte mais alta da pirâmide aumentando sua presença entre PMEs e grandes contas.

Número de MEIs - mi



Fonte: Sebrae

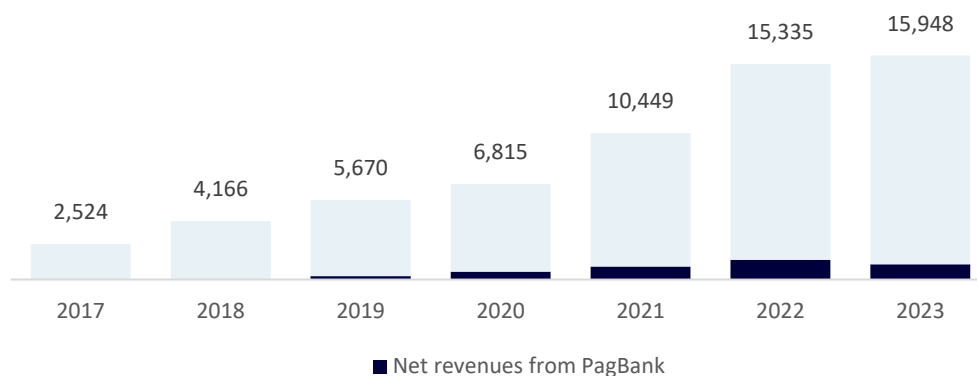
TPV – R\$mi



Fonte: Abecs e Safra

Não apenas pagamentos. O PAGS também investiu em aumentar sua proposição de valor aos clientes adicionando recursos e serviços bancários ao seu ecossistema. Além da solução em pagamentos, a companhia também oferece cartões (pré-pagos, débito e crédito), conta digital, produtos de crédito (como empréstimo consignado, financiamento à cadeia de suprimento e antecipação de FGTS) bem como produtos de seguro (Pix, assistência médica, residencial, etc.) e serviços de investimento. A conta com rendimento elevado é o principal produto. Desde 2020, as receitas do PagBank têm aumentado sua participação no mix, atingindo 9% em 2022 e caindo ligeiramente para 7% no ano passado. Apesar de sua importância ainda baixa na receita, a estratégia teve um efeito positivo na retenção de clientes e na percepção de valor.

Composição da receita bruta – R\$mi

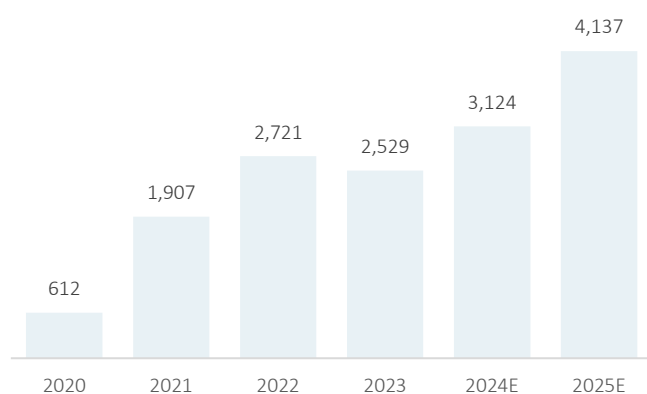


Fonte: PagBank e Safr

O segmento de serviços financeiros vem crescendo de maneira sólida nos últimos cinco anos, sendo que seu portfólio de crédito aumentou de R\$612mi em 2020 para R\$2,5bi no ano passado. Esperamos que o crédito cresça nos próximos anos à medida que a companhia continue desenvolvendo sua estratégia de crédito aumentando a relevância dos empréstimos consignados, das linhas de FGTS, de cartões de crédito e de capital de giro, que foram os principais impulsionadores do crescimento do portfólio inicialmente.

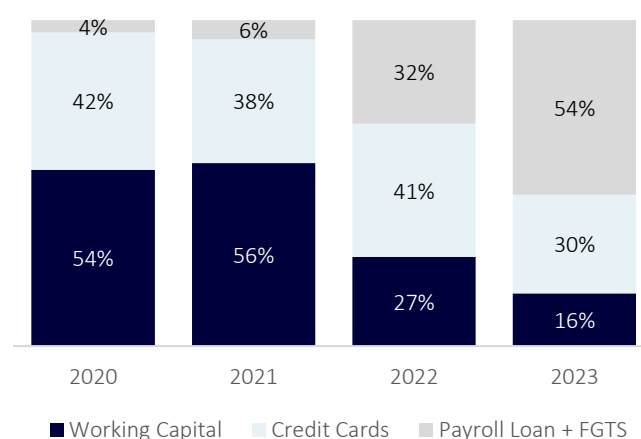
Atualmente, 54% do portfólio de R\$2,5bi consistem em empréstimos consignados e de antecipação de FGTS, enquanto os cartões de crédito representam 30% e os empréstimos para capital de giro, 16%. Em 2020, quando a companhia começou a originação de crédito, os empréstimos para capital de giro representavam 54% e os empréstimos consignados e as antecipações de FGTS, apenas 4%.

Portfólio de crédito – R\$mi



Fonte: PagBank e Safr

Composição do portfólio de crédito

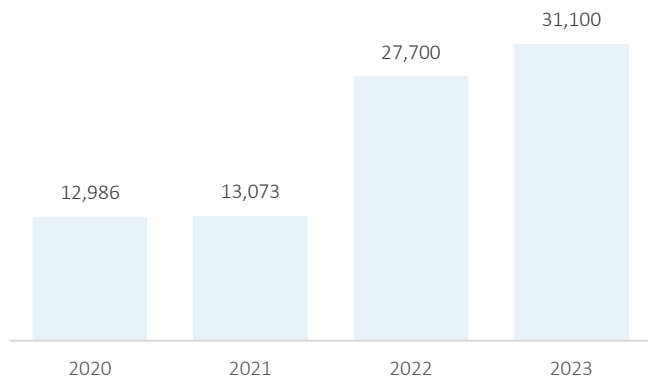


Fonte: PagBank e Safr

Para sustentar o crescimento do crédito, a companhia também vem trabalhando em suas soluções em cash-in (depósitos), trazendo caixa para o cliente e os retendo dentro do ecossistema da PAGS. O número de clientes do PagBank aumentou significativamente desde 2020, de 13mi para 31,1mi no fim de 2023, e os depósitos (saldos remunerados em conta de clientes) alcançaram R\$27,5bi em 2023. Daqui para a frente, com a expansão

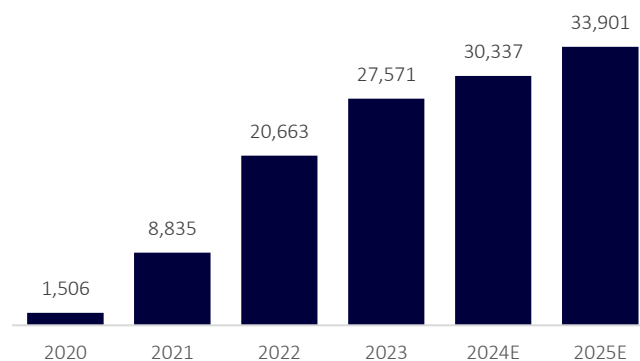
dos recursos bancários do PAGES, esperamos que os depósitos aumentem nos próximos anos, sustentando o crescimento do portfólio de crédito.

Cientes do PagBank – milhares



Fonte: PagBank e Safr

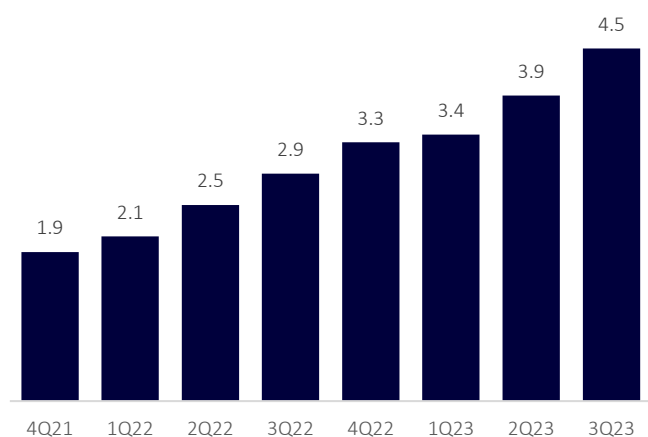
Depósitos (conta remunerada de clientes) – R\$mi



Fonte: PagBank e Safr

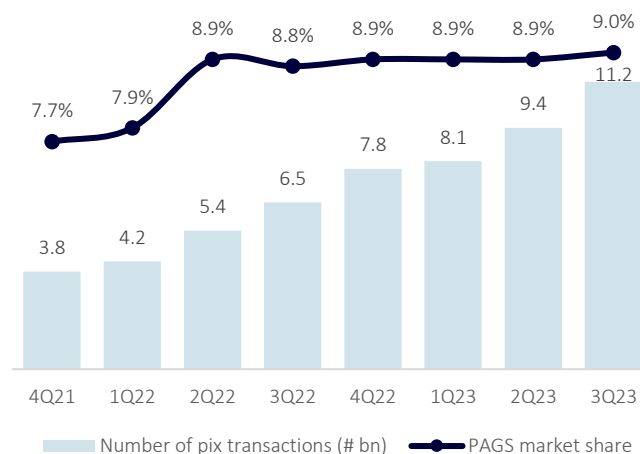
O Pix aumentou rapidamente sua relevância no sistema financeiro, com transações que superaram os R\$4,5tri no 3T23. Em número de transações, o Pix ultrapassou 11bi naquele trimestre, saindo de menos de 4bi de transações no fim de 2021. O uso do Pix no ecossistema bancário tem uma função importante na estratégia do PagBank para aumentar os depósitos e ganhar principalidade junto a clientes. O Pix respondeu por 9% de todas as transações do PAGES realizadas nos 9 primeiros meses de 2023 no Brasil, o que é importante não apenas para trazer caixa, mas também para coletar informações adicionais sobre o comportamento de clientes.

Valor das transações por Pix – R\$tri



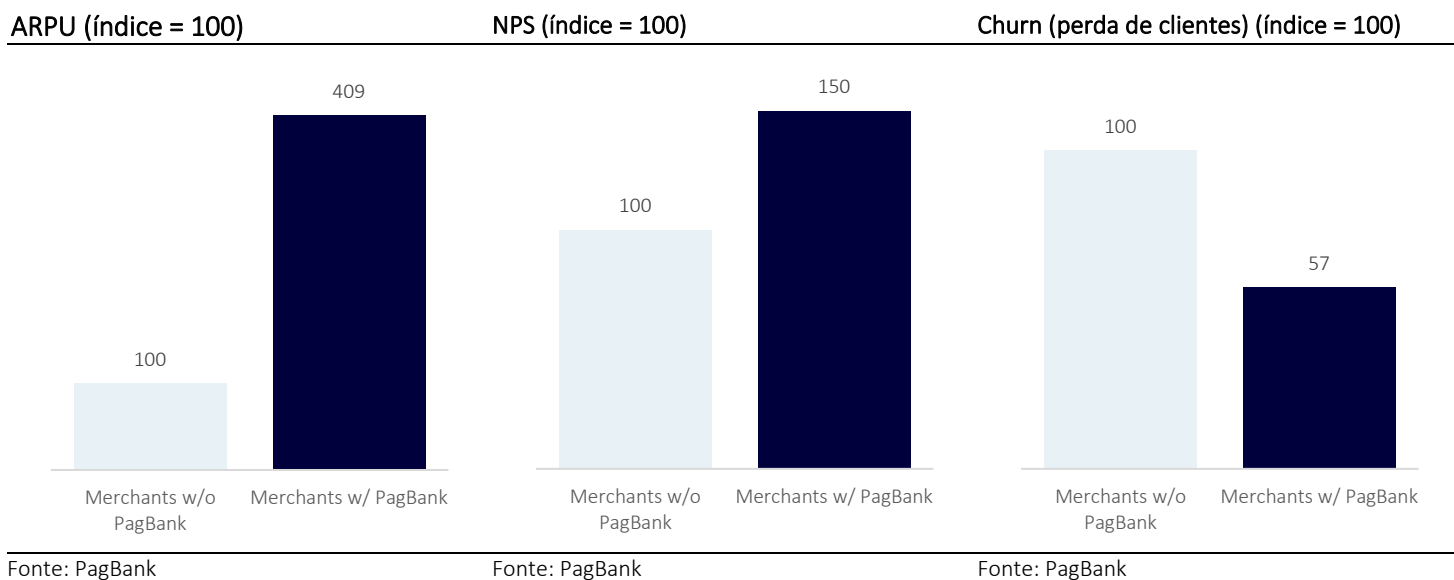
Fonte: Banco Central do Brasil e PagBank

Número de transações por Pix – bi

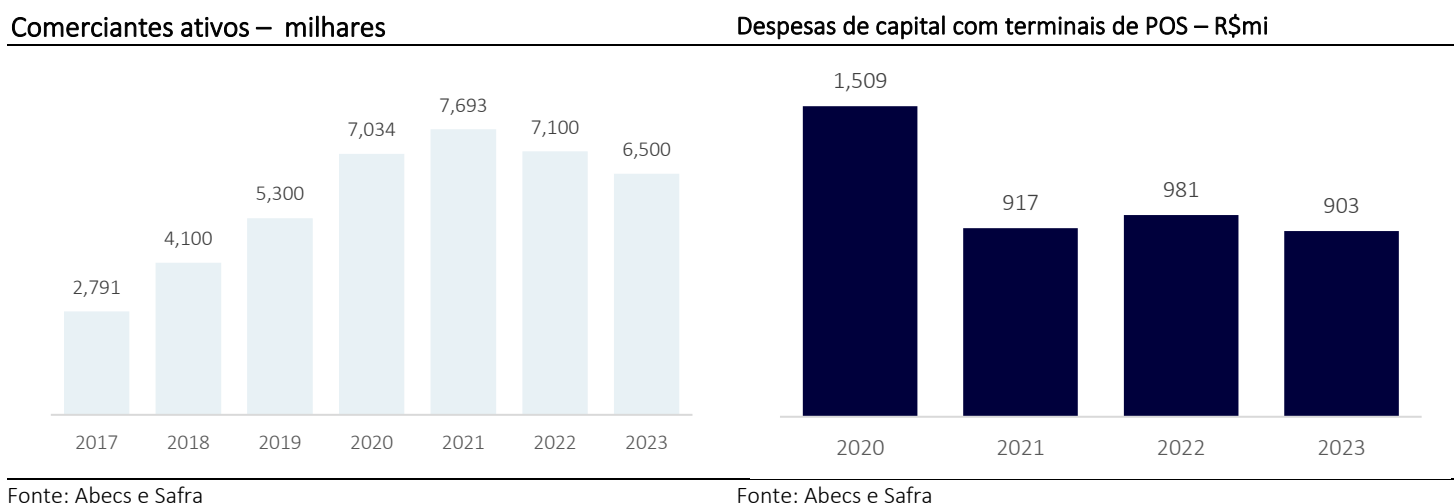


Fonte: Banco Central do Brasil e PagBank

A estratégia para aumentar a proposição de valor também se reflete nos indicadores-chave de performance (KPIs) entre comerciantes. Comerciantes que usam o PagBank, além de terem uma solução em pagamentos, apresentam ARPU e NPS mais elevados e menor perda de clientes do que aqueles que usam apenas os serviços de aquisição do PAGES. Para clientes bancários, o ARPU é 4 vezes mais alto, o NPS é 1,5 vez maior, e a perda de clientes é quase 50% mais baixa, em média.



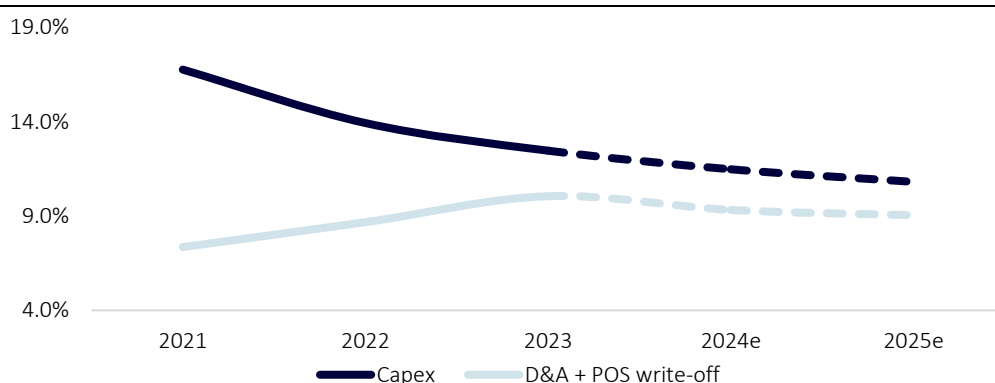
Investimentos mais elevados em terminais de POS como alavanca adicional. Uma das estratégias do PagBank no segmento de cauda longa foi aumentar seus investimentos em máquinas de POS para penetrar na sua base de comerciantes. O aumento nas despesas de capital em terminais de POS acompanhou o aumento na sua base de comerciantes nos últimos anos.



Desde 2019, o PagBank vem aumentando substancialmente seus investimentos em terminais de POS, com despesas de capital médias acima de R\$2bi por ano (cerca de 18% das receitas). Consequentemente, as despesas com depreciação e amortização desses

terminais de POS também aumentaram recentemente. Daqui para a frente, à medida que os investimentos continuarem caindo, esperamos que as despesas com depreciação e amortização também diminuam, impulsionando os resultados nos próximos anos. Além disso, as baixas contábeis de terminais de POS que se seguiram ao aumento no número desses aparelhos também pressionaram a conta de depreciação e amortização. Esperamos também que essas baixas contábeis diminuam, considerando que a companhia mudou sua estratégia na direção da lucratividade de sua base de comerciantes, em vez de adições líquidas, que as "safras" da pandemia (que tinham qualidade mais baixa) já foram em grande parte baixadas.

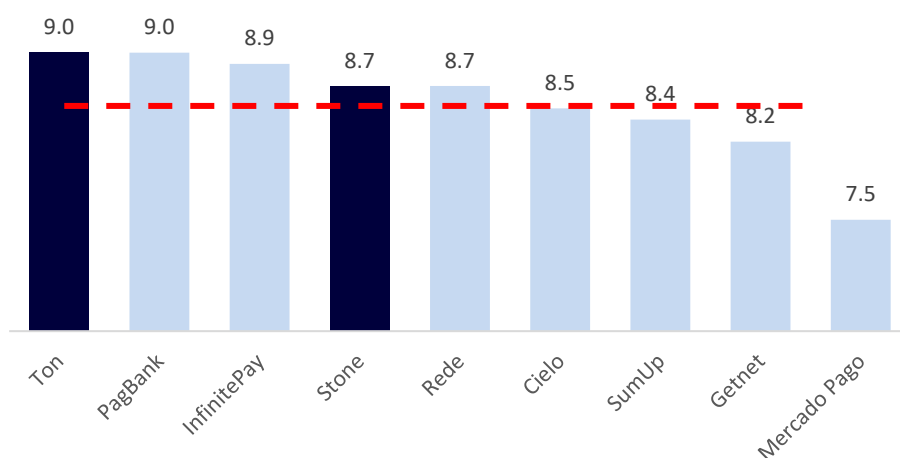
Despesas de capital e de depreciação e amortização + baixas contábeis de POS como percentual das receitas



Fonte: PagBank e Safr

Uma dos índices de satisfação mais altos entre adquirentes. Acreditamos que o PagBank esteja à frente de seus pares em qualidade de serviços no mercado, o que é comprovado pelo sua classificação no ranking de reclamações do Reclame Aqui. O PagBank é uma das empresas do setor mais bem classificadas pelo Reclame Aqui, com uma nota de 9,0 (em comparação com 7,5 do Mercado Pago). Essa visão parece estar relacionada com sua forte cultura centrada em clientes e longo histórico e experiência no negócio de pagamentos.

Avaliação no Reclame Aqui



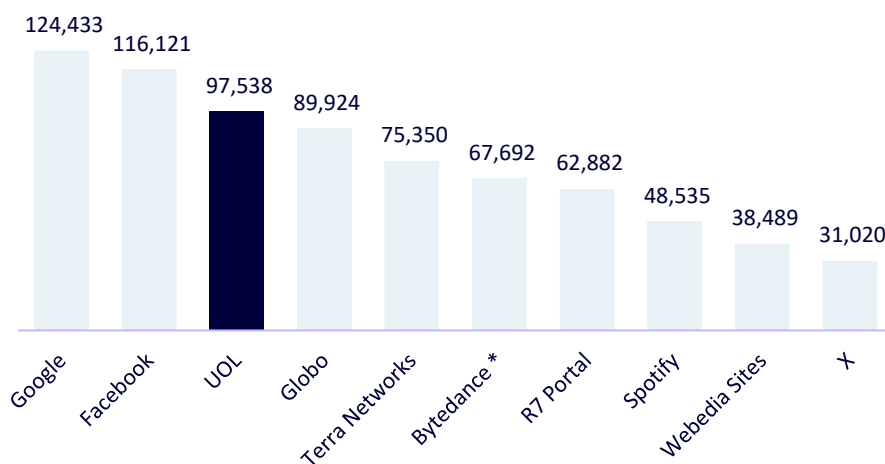
Média dos pares: 8,5

Fonte: Reclame Aqui (abril de 2024) e Safr

Um parceiro poderoso no setor de mídia. Por meio de uma parceria estratégica com o UOL, o PagBank tem à sua disposição um dos canais de vendas mais fortes em comparação com seus pares. O UOL é o site líder no Brasil. Ele alcança cerca de 90% dos usuários de internet brasileiros e atrai aproximadamente 100mi de visitantes únicos a cada mês. Esse alcance abrangente proporciona ao PagBank um canal de comunicação singular para interagir com clientes potenciais, desde empresários pessoas jurídicas até microlojistas, PMEs (como ambulantes e salões de beleza) e empresas de médio porte – até clientes com contas digitais.

Ao se beneficiar da enorme audiência do UOL, o PagBank pode efetivamente atingir uma base de clientes diversificada, aprimorando suas estratégias de marketing e iniciativas para alcançar clientes. Essa parceria também possibilita ao PagBank explorar uma rica fonte de percepções e preferências dos consumidores, ajudando a empresa a desenvolver produtos e serviços financeiros personalizados que atendam às necessidades em evolução do mercado brasileiro.

Dez maiores sites brasileiros em número de visitantes únicos por mês – milhares



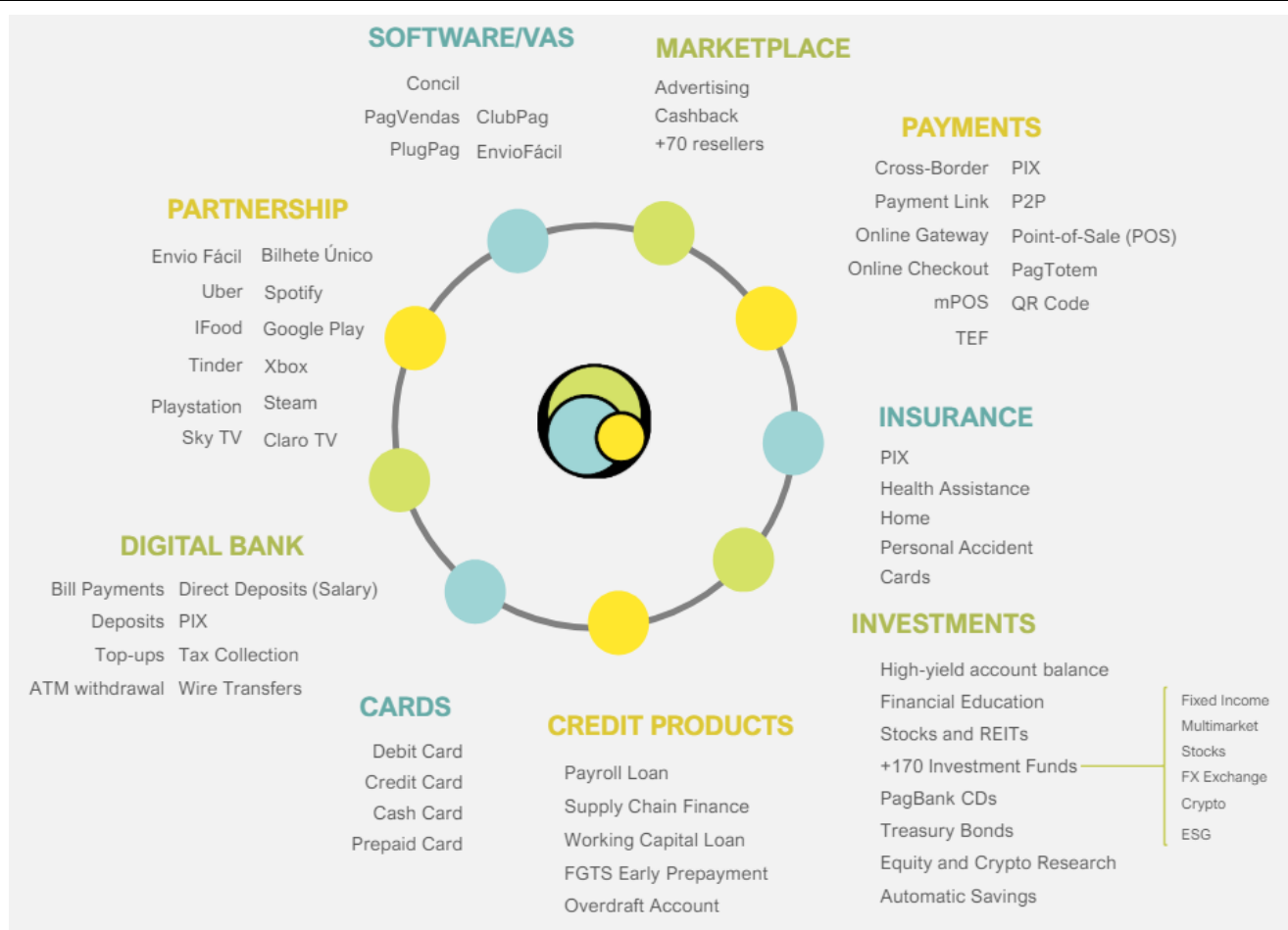
Fonte: PagBank e ComScore

*Controladora do TikTok

Visão geral da companhia

A PagSeguro Digital Ltd., que atua no Brasil sob a marca PagBank, é uma empresa de tecnologia que oferece soluções em serviços financeiros, nos segmentos bancário e de pagamentos, a consumidores, microcomerciantes, e pequenas e médias empresas no Brasil. No segmento de pagamentos, a companhia oferece serviços de adquirência, como para lojas físicas (POS móvel e POS), pagamentos on-line (check-outs, gateways, internacionais, QR Code Pix, boletos), com liquidação instantânea na conta PagBank. No segmento de serviços financeiros, a companhia oferece soluções bancária aos seus clientes, como conta-corrente, conta pessoa jurídica, poupança, emissão de cartão, oferta de crédito, investimentos e seguro.

Estrutura de negócios do PagBank

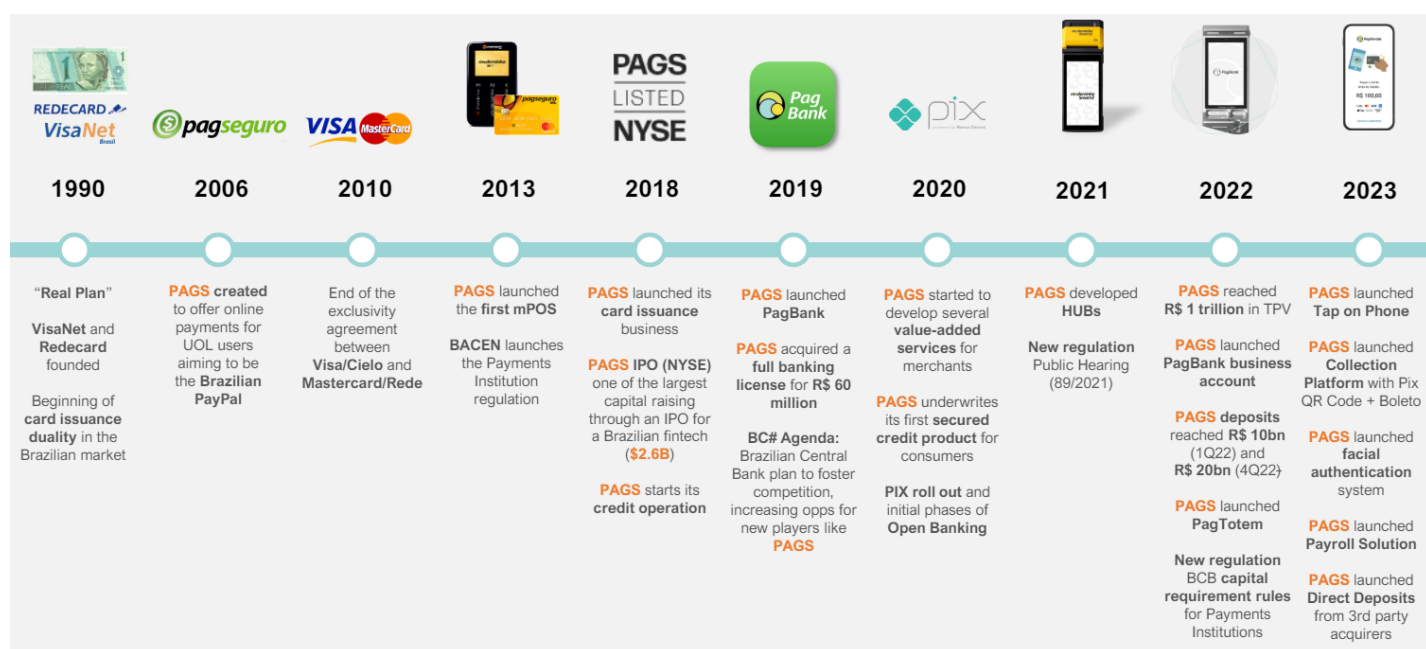


Fonte: PagBank

A história do PAGES remonta a 2006, quando seu acionista controlador, o UOL (Universo Online), lançou o PagSeguro, uma plataforma de pagamentos on-line oferecida aos usuários do UOL, com o objetivo de se tornar o "PayPal brasileiro" e crescer no mercado de comércio eletrônico brasileiro. Suas operações de POS começaram em 2013, quando lançou seu primeiro terminal de POS.

A companhia estreou no mercado de ações em 2018, quando fez seu IPO na Bolsa de Valores de Nova York. No mesmo ano, o PAGES também lançou seus negócios de emissão e operação de cartões. No início de 2019, a companhia lançou o PagBank e adquiri uma licença bancária completa, completando seu ecossistema justamente com a oferta de pagamento. Mais recentemente, a companhia vem lançando novos recursos bancários, investindo em novas ofertas e lançando novas soluções, integrando ambos os ecossistemas bancário e de pagamentos. Em 2023, o PAGES lançou a solução Tap on Phone (funcionalidade em que o celular, smartphone ou tablet do vendedor funciona como uma maquininha de cartão de crédito e débito), a plataforma de cobrança e o sistema de autenticação por reconhecimento facial. A companhia também aprimorou a oferta bancária com o lançamento da solução em consignados e os depósitos diretos de adquirentes terceiros.

Linha do tempo



Fonte: PagBank

O PAGES está presente em clientes de diferentes tamanhos, desde micrologistas até grandes contas. A companhia reclassificou a segmentação de seus clientes a partir deste ano, aumentando a faixa anual de TPV de cada tipo de cliente. Atualmente, clientes com TVP anual de até R\$180 mil são classificados como microcomerciantes; aqueles entre R\$180 mil e R\$12 milhões, como PMEs; e aqueles acima de R\$12mi, como grandes contas.

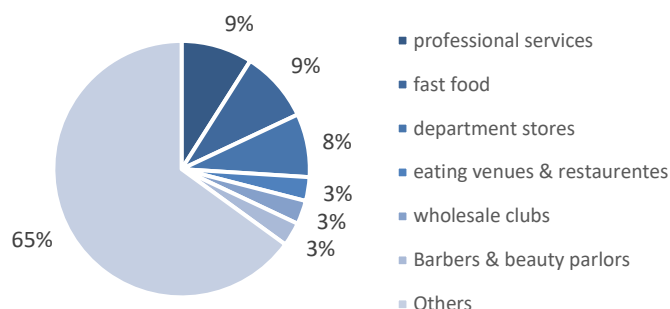
Nova segmentação de clientes

TPV per year	Before	From 2024
Micromerchants	up to R\$120k	up to R\$180k
SMB	from R\$120k to R\$6mn	from R\$180k to R\$12mn
Large accounts	more than R\$6mn	more than R\$12mn

Fonte: PagBank

O PagBank tem uma base bastante diversificada tanto em setores como em tipos de clientes. Com relação aos setores de negócios, a maior concentração está em serviços profissionais (9% do TPV), fast food (9%) e lojas de departamento (8%). Nenhum outro setor responde por mais do que 10% de seu TPV. Olhando para a concentração de clientes, seus 10 maiores clientes representam menos de 5% do TPV total, e os 100 maiores representam 13%.

Concentração por setor de negócio



Fonte: PagBank

Concentração por cliente

	% of TPV
Top 10 clients	<5%
Top 100 clients	13%

Fonte: PagBank

A companhia oferece ao comerciante a opção do pagamento instantâneo (“Receba na hora”) em suas contas no PagBank, antecipando suas vendas tanto no débito como no crédito. O comerciante pode optar por receber suas vendas instantaneamente, em 14 dias ou em 30 dias. As taxas variam de 1,99% no financiamento das vendas no débito a até 5,99% no financiamento das vendas no crédito para a opção de pagamento instantâneo.

O PagBank oferece algumas opções em terminais de POS para clientes, que vão desde o modelo mais barato, a Minizinha NFC 2 (R\$23), que é o menor terminal com tecnologia NFC (por aproximação) – que precisa estar conectado ao aplicativo PagBank via um smartphone – até a mais cara Moderninha Smart 2 (R\$299) – um terminal maior, mas com conectividade total.

Opções de taxas para pagamento instantâneo (“Receba na hora”)

PIX	Debit	Credit - non financing			Credit - financing		
		1 day	14 days	30 days	1 day	14 days	30 days
0.00%	1.99%	4.99%	3.99%	3.19%	5.59%	4.59%	3.79%

Fonte: PagBank

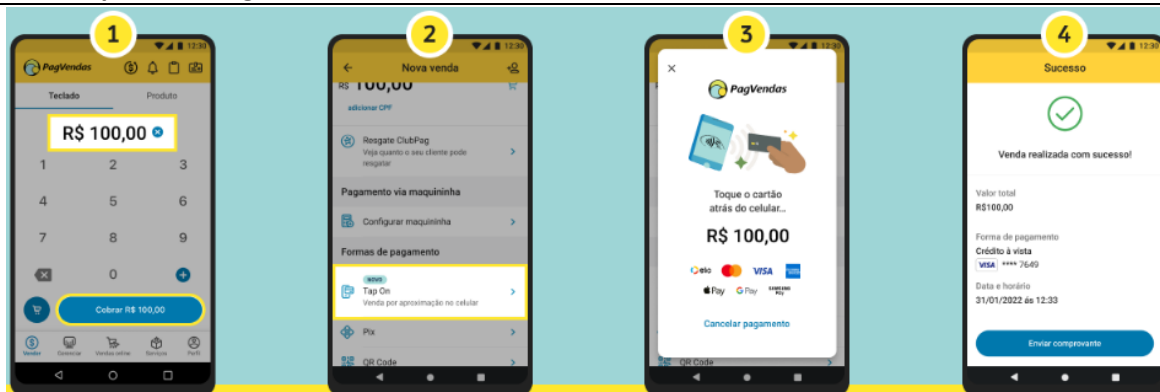
Terminais POS

POS device	Price (R\$)
Minizinha NFC 2	23
Minizinha Chip 3	83
Moderninha Pro 2	227
Moderninha Plus 2	119
Moderninha Smart 2	299
Average	150

Fonte: PagBank

Além dos terminais de POS, a PAGES também lançou o Tap On (em setembro de 2023), sua solução em pagamentos em celulares. Por meio do PagVendas, seu software de ERP próprio, comerciantes conseguem transformar seus telefones celulares em um terminal similar a um POS e usar a tecnologia Tap On para pagamentos. O comerciante insere o valor da transação, escolhe a opção Tap On no aplicativo e conclui a transação via tecnologia NFC.

Uso do Tap On no aplicativo PagVendas



Fonte: PagBank

Principais executivos



Fonte: PagBank e Safrá

Administração

O time de administração do PagBank é composto de três membros bastante experientes, que trabalham no PagBank há 10 anos, em média, liderado por seu CEO, Ricardo Dutra.

- **Ricardo Dutra, CEO:** CEO do Grupo UOL desde outubro de 2022. Anteriormente, trabalhou na Bain & Company de 2007 a 2009, quando ingressou no UOL e ocupou a posição de CEO do UOL na Argentina até 2010. Atuou no conselho de administração do PagBank de 2017 a 2022 e foi CEO do PagBank de 2016 a 2022. É formado em Engenharia Elétrica/Industrial pela FEI, tem especialização pela Fundação Getulio Vargas (FGV) e MBA pela Universidade de Virgínia.
- **Alexandre Magnani, CEO:** CEO do PagBank desde outubro de 2022. Anteriormente, liderou a unidade de negócios de Adquirência no PagBank de 2015 a 2021, quando se tornou o diretor de operações da companhia. Trabalhou por quase 15 anos na Mastercard International e por seis anos na Redecard e Credicard no Brasil. É formado e tem MBA em Gestão de Negócios pela Fundação Getulio Vargas (FGV).
- **Artur Schunck, Diretor Financeiro e de Relações com Investidores:** Ocupou diversas posições no setor financeiro, inclusive como diretor da FP&A e chefe da tesouraria do UOL de fevereiro de 2014 a abril de 2015. Antes de ingressar no

UOL, trabalhou no Walmart Brasil de janeiro de 2006 a dezembro de 2013 em diversas posições na área financeira. É formado em Administração de Empresas pela PUC-RS e tem MBA em Gestão de Negócios pela Fundação Getúlio Vargas (FGV).

Conselho de administração. Atualmente, o conselho de administração do PAGS é composto de 6 membros, 3 deles independentes. Os membros são eleitos para um mandato de 2 anos e podem ser reeleitos.

Conselho de administração

Name	Office
Luis Frias	Chairman
Eduardo Alcaro	Vice-Chairman
Maria Judith de Brito	Director
Maria Carolina Ferreira Lacerda	Independent Director
Marcia Nogueira de Mello	Independent Director
Cleveland Prates Teixeira	Independent Director

Fonte: PagBank

Composição acionária

A PagSeguro Digital Ltd. abriu seu capital no início de 2018, captando US\$2,6bi na Bolsa de Valores de Nova York. Antes do IPO, o PagBank, então chamado PagSeguro, era controlado pelo UOL (Universo Online), um conglomerado no setor de mídia digital. Atualmente, o UOL detém 36,79% das ações do PagBank, enquanto o free float é de 60,01% das ações.

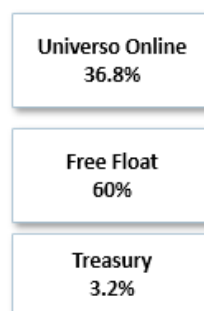
O PagBank tem uma estrutura com duas classes de ações: Classe A e Classe B. As ações ordinárias Classe A, que têm direito a voto, são detidas exclusivamente pelos acionistas controladores, enquanto as ações Classe B compõem o free float disponível ao público em geral. Apesar da diferença nos direitos a voto (as ações Classe A dão direito a um voto por ação, e as ações Classe B dão direito a dez votos por ação), ambas têm participação econômica idêntica no PAGS, inclusive direitos iguais a dividendos.

Estrutura acionária por classe de ação

	Class A		Class B	
	Shares	%	Shares	%
Universo Online S.A.	799,804	0.38%	120,459,508	100.00%
Free Float	197,809,987	94.58%	-	-
Treasury	10,539,125	5.04%	-	-

Fonte: PagBank

Estrutura acionária por poder de voto

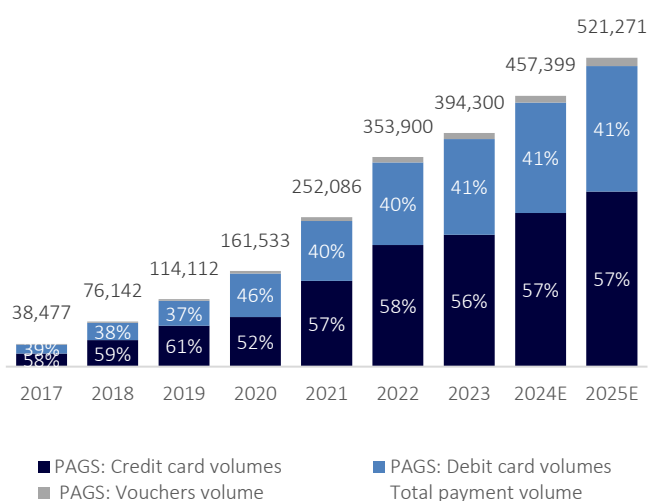


Fonte: PagBank

Dados financeiros

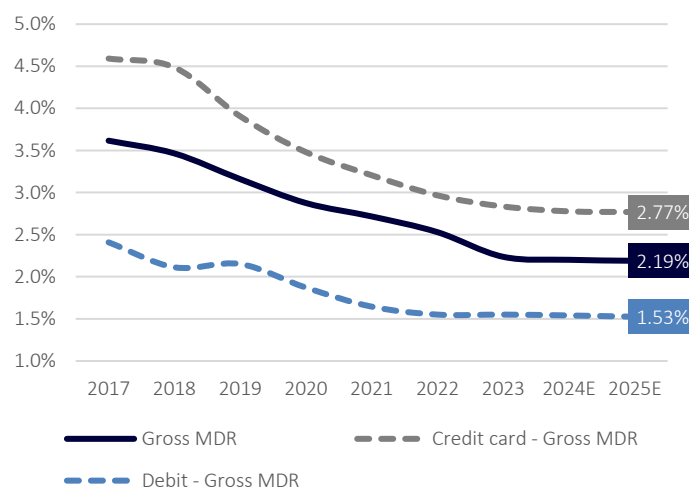
No segmento de pagamentos, o valor total dos pagamentos (TPV) do PagBank somavam R\$394bi no fim de 2023, crescendo 11% ante o ano anterior e apresentando taxa de crescimento anual composta de 47% desde 2017. Os volumes de cartão de crédito representam a maior parte do TPV, com 56%. Por outro lado, a taxa de desconto do lojista (MDR) vem caindo gradualmente nos últimos anos e era de 2,22% em 2023 (ante 3,62% em 2017), sendo que a taxa para cartões de crédito era de 2,81% e a de cartões de débito, 1,56%.

TPV – R\$mi



Fonte: PagBank e estimativas do Safr

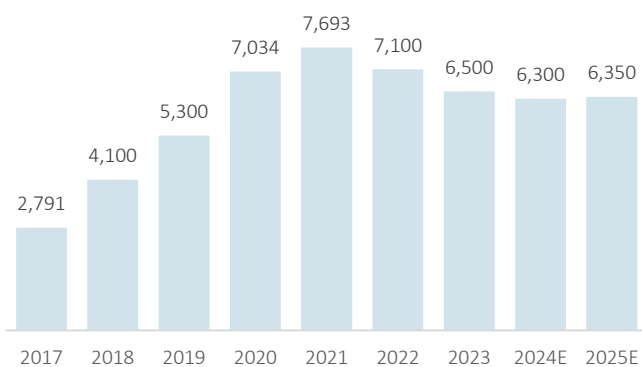
MDR – R\$mi



Fonte: PagBank e estimativas do Safr

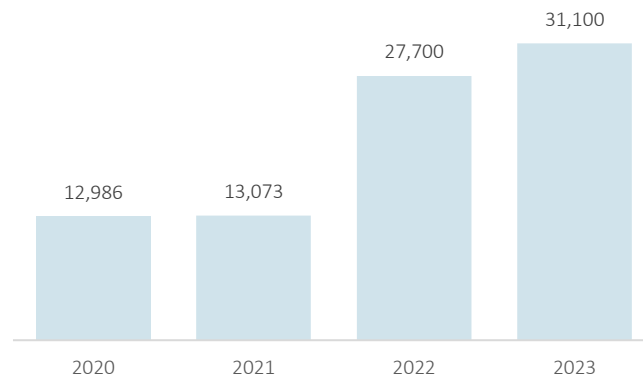
Depois de um aumento acentuado até 2021, o número de comerciantes ativos vem caindo nos últimos anos, de 7,7mi em seu pico para os atuais 6,5mi. Em número de clientes, houve crescimento significativo em 2022, e a companhia atualmente tem 31mi de clientes em sua plataforma bancária.

Comerciantes ativos – milhares

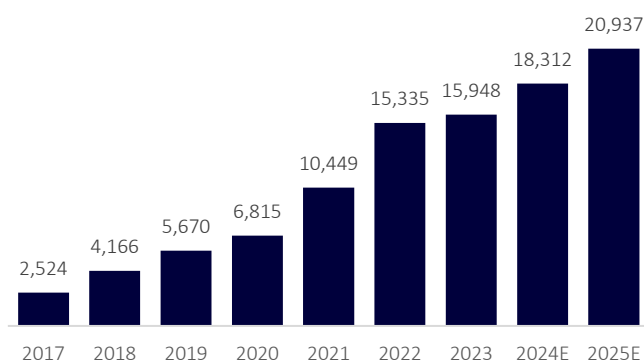


Fonte: PagBank e estimativas do Safr

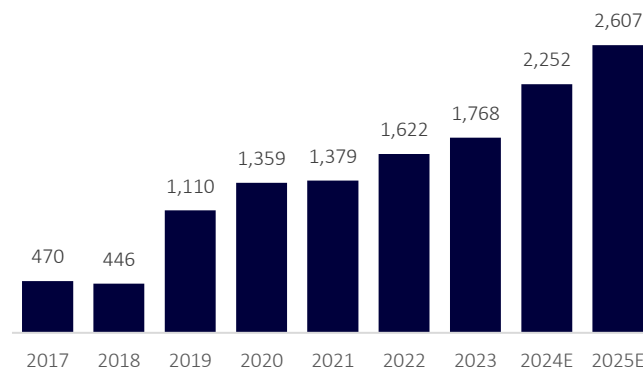
Clientes do PagBank – milhares



Fonte: PagBank e estimativas do Safr

Receita líquida – R\$mi
Lucro líquido não-GAAP – R\$mi
GA


Fonte: PagBank e estimativas do Safr



Fonte: PagBank e estimativas do Safr

Consenso. De modo geral, estamos mais otimistas com relação ao PagBank do que o consenso Bloomberg. Em comparação com o mercado, o que esperamos?

- Receita líquida: 6% acima do consenso em 2024 (R\$18,3bi) e 11% mais alta em 2025 (R\$20,9bi), em virtude de receitas financeiras mais elevadas decorrentes do crescimento nos depósitos e em crédito, o que deve ser atenuado por um aumento também nas despesas financeiras.
- EBITDA ajustado (não-GAAP): 5% acima do consenso em 2024 e 4% em 2025.
- Lucro líquido (não-GAAP): 7% acima do consenso (R\$2,25bi em 2024) e 6% em 2025 (R\$2,61bi).

Safr vs. consenso

	2024E			2025E		
	Safr	Cons.	Safr / Cons	Safr	Cons.	Safr / Cons
Net Revenue	18,312	17,343	5.6%	20,937	18,908	10.7%
Adj. EBITDA non-GAAP	4,369	4,167	4.9%	5,464	5,268	3.7%
Net Income non-GAAP	2,252	2,097	7.4%	2,607	2,449	6.5%

Fonte: Safr e estimativas da Bloomberg

PagBank – Demonstração do resultado

Financial highlights	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	23/22'	24/23'	25/24'	26/25'	27/26'
Total revenues and Income	15,335	15,948	18,312	20,937	23,715	26,215	4.0%	14.8%	14.3%	13.3%	10.5%
Other financial income	(176)	(268)	(346)	(500)	(528)	(673)	52.5%	29.0%	44.6%	5.5%	27.5%
Transaction costs	(5,567)	(5,956)	(6,810)	(7,791)	(8,812)	(9,689)	7.0%	14.3%	14.4%	13.1%	10.0%
Net Take Rate	9,592	9,724	11,156	12,645	14,376	15,854	1.4%	14.7%	13.4%	13.7%	10.3%
Financial expenses	(3,152)	(3,269)	(3,457)	(3,555)	(3,919)	(4,307)	3.7%	5.7%	2.8%	10.2%	9.9%
Total losses	(984)	(536)	(642)	(800)	(1,033)	(1,285)	-45.6%	19.8%	24.6%	29.1%	24.4%
FX expenses	49	45	0	0	0	0	-8.2%	-	-	-	-
Gross profit	5,505	5,964	7,056	8,290	9,424	10,262	8.3%	18.3%	17.5%	13.7%	8.9%
<i>Gross profit mg.</i>	35.9%	37.4%	38.5%	39.6%	39.7%	39.1%	149bps	114bps	106bps	14bps	-59bps
Operating expenses	(2,542)	(2,319)	(2,503)	(2,701)	(2,909)	(3,117)	-8.8%	7.9%	7.9%	7.7%	7.2%
Other income/expenses	(200)	(495)	(570)	(546)	(525)	(504)	147.5%	15.2%	-4.2%	-3.9%	-3.9%
Adj. EBITDA GAAP	2,763	3,150	3,983	5,043	5,990	6,641	14.0%	26.4%	26.6%	18.8%	10.9%
Share-based comp	(80)	(109)	(119)	(130)	(141)	(154)	36.9%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Other non-gaap adjustments	169	(31)	(65)	5	76	151	-118.6%	106.0%	-107.5%	1463.3%	98.4%
Adj. EBITDA non-GAAP	3,053	3,505	4,369	5,464	6,450	7,142	14.8%	24.7%	25.1%	18.0%	10.7%
Capex	2,136	1,988	2,141	2,348	2,407	2,441	-6.9%	7.7%	9.7%	2.5%	1.4%
Cash earnings non-GAAP	917	1,516	2,229	3,116	4,043	4,701	65.4%	47.0%	39.8%	29.8%	16.3%
POS write-off	0	(248)	(285)	(273)	(262)	(252)	n.a.	15.2%	-4.2%	-3.9%	-3.9%
D&A	(1,131)	(1,356)	(1,678)	(1,932)	(2,144)	(2,189)	19.9%	23.8%	15.2%	11.0%	2.1%
Other income/expense	151	471	631	273	262	252	212.0%	34.1%	-56.7%	-3.9%	-3.9%
Pre-tax profit	1,784	2,017	2,651	3,110	3,846	4,452	13.1%	31.4%	17.3%	23.7%	15.8%
Income tax	(255)	(363)	(534)	(646)	(835)	(986)	42.8%	46.9%	21.1%	29.2%	18.1%
Net income GAAP	1,529	1,654	2,117	2,464	3,011	3,466	8.2%	28.0%	16.4%	22.2%	15.1%
Non-GAAP effects	92	114	135	143	152	161	23.6%	18.0%	6.1%	6.1%	6.1%
Net income non-GAAP	1,622	1,768	2,252	2,607	3,163	3,627	9.0%	27.4%	15.8%	21.3%	14.7%
EPS non-GAAP	4.92	5.36	6.83	7.91	9.60	11.00	9.0%	27.4%	15.8%	21.3%	14.7%
# of shares	330	330	330	330	330	330	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Operating figures	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	23/22'	24/23'	25/24'	26/25'	27/26'
Total payment volume	353,900	394,300	457,399	521,271	588,849	647,734	11.4%	16.0%	14.0%	13.0%	10.0%
PAGS: Credit card volumes	205,090	222,718	259,200	295,468	333,844	367,294	8.6%	16.4%	14.0%	13.0%	10.0%
PAGS: Debit card volumes	139,907	161,663	186,390	211,993	238,997	262,371	15.6%	15.3%	13.7%	12.7%	9.8%
PAGS: Vouchers volume	8,903	9,919	11,808	13,809	16,008	18,069	11.4%	19.0%	16.9%	15.9%	12.9%
Net take rate (PAGS)	2.91%	2.47%	2.44%	2.43%	2.44%	2.45%	-44bps	-3bps	-1bps	2bps	1bps
Deposits (R\$mn)	20,663	27,571	30,337	33,901	37,725	41,423	33.4%	10.0%	11.7%	11.3%	9.8%
Credit Outstanding Portfolio EC	2,721	2,529	3,124	4,137	5,341	6,610	-7.1%	23.6%	32.4%	29.1%	23.8%
Active merchants ('000)	7,100	6,500	6,300	6,350	6,428	6,499	-8.5%	-3.1%	0.8%	1.2%	1.1%
Net adds ('000)	(593)	(600)	(200)	50	78	72	1.2%	-66.7%	-125.0%	55.3%	-7.8%

Fonte: estimativas do Safrá

PagBank – Prévia de resultados do 1Q24

Financial highlights	1Q24E	4Q23	1Q23	QoQ	YoY
Total revenues and Income	4,272	4,347	3,750	-1.7%	13.9%
Other financial income	(83)	(73)	(65)	13.7%	29.1%
Transaction costs	(1,571)	(1,645)	(1,389)	-4.5%	13.1%
Net Take Rate	2,617	2,629	2,296	-0.4%	14.0%
Financial expenses	(868)	(841)	(813)	3.2%	6.8%
Total losses	(136)	(123)	(127)	10.6%	7.2%
FX expenses	0	9	17	-100.0%	-100.0%
Gross profit	1,614	1,675	1,374	-3.6%	17.4%
<i>Gross profit mg.</i>	37.8%	38.5%	36.7%	-74bps	113bps
Operating expenses	(591)	(675)	(543)	-12.4%	8.8%
Other income/expenses	(138)	(114)	(125)	21.4%	10.7%
Adj. EBITDA GAAP	885	886	706	-0.2%	25.3%
Share-based comp	(29)	(31)	(19)	-7.9%	51.2%
Other non-gaap adjustments	(16)	6	(25)	-380.9%	-34.1%
Adj. EBITDA non-GAAP	978	975	787	0.3%	24.2%
<i>Capex</i>	497	521	408	-4.6%	21.7%
Cash earnings non-GAAP	481	454	379	6.0%	26.9%
POS write-off	(69)	(57)	(62)	21.4%	10.8%
D&A	(383)	(366)	(317)	4.5%	20.6%
Other income/expense	152	121	110	26.2%	39.0%
Pre-tax profit	585	584	436	0.2%	34.2%
Income tax	(114)	(96)	(66)	19.2%	72.4%
Net income GAAP	471	488	370	-3.5%	27.4%
Non-GAAP effects	33	32	22	1.5%	48.7%
Net income non-GAAP	504	521	392	-3.2%	28.6%
EPS non-GAAP	1.53	1.58	1.19	-3.2%	28.6%
# of shares	330	330	330	0.0%	0.0%

Operating figures	1Q24E	4Q23	1Q23	QoQ	YoY
Total payment volume	104,839	113,700	88,100	-7.8%	19.0%
PAGS: Credit card volumes	59,453	64,223	49,763	-7.4%	19.5%
PAGS: Debit card volumes	42,722	46,617	36,121	-8.4%	18.3%
PAGS: Vouchers volume	2,664	2,860	2,216	-6.9%	20.2%
Net take rate (PAGS)	2.50%	2.31%	2.61%	18bps	-11bps
Deposits (R\$m)	25,339	27,571	18,603	-8.1%	36.2%
Credit Outstanding Portfolio EOP	2,600	2,529	2,718	2.8%	-4.3%
Active merchants ('000)	6,400	6,500	6,900	-1.5%	-7.2%
Net adds ('000)	(100)	(200)	(200)	-50.0%	-50.0%

Fonte: estimativas do Safrá

PagBank – Safr Analysis and Valuation Scorecard (SAVS) – R\$ mi

Financial metrics (R\$ mn)	2023A	2024E	2025E	2026E	Acquiring operating figures	2023A	2024E	2025E	2026E
Net revenues	15,948	18,312	20,937	23,715	Net adds ('000)	(600)	(200)	50	78
Total costs	(10,662)	(12,204)	(13,771)	(15,423)	Total TPV	394,300	457,399	521,271	588,849
Interchange and network costs	(5,775)	(6,638)	(7,563)	(8,541)	Credit card TPV	222,718	259,200	295,468	333,844
Total Opex (ex-IC and network fee)	(4,887)	(5,566)	(6,209)	(6,882)	Debit card TPV	161,663	186,390	211,993	238,997
Operating profit	5,287	6,108	7,166	8,293	Vouchers TPV	9,919	11,808	13,809	16,008
Adj. EBITDA non-GAAP	3,505	4,369	5,464	6,450	Credit card MDR	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
Financial expenses	(3,269)	(3,457)	(3,555)	(3,919)	Debit card MDR	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
Profit before tax	2,017	2,651	3,610	4,374	Pre-payment revenue	6,858	7,946	9,059	10,200
Net income GAAP	1,654	2,117	2,464	3,011	Take rate	2.60%	2.54%	2.53%	2.56%
Net income non-GAAP	1,768	2,252	2,607	3,163	Credit portfolio	2,529	3,124	4,137	5,341
EPS GAAP (R\$)	5.14	6.58	7.66	9.36	Deposits	27,571	30,337	33,901	37,725
EPS non-GAAP (R\$)	5.49	7.00	8.10	9.83	Revenue breakdown	2023A	2024E	2025E	2026E
Assets	55,108	63,683	72,294	81,906	Operating revenues	59%	58%	57%	58%
Cash & short-term investments	2,899	4,646	5,860	7,569	Prepayment revenues	39%	40%	39%	39%
Note receivables	42,929	49,452	56,565	64,324	Gross Other Financial Income	2%	3%	3%	3%
Receivables from related parties	3,309	3,309	3,309	3,309	RETURN / YIELD	2023A	2024E	2025E	2026E
Others	5,971	6,277	6,560	6,704	ROE	13.4%	15.9%	16.0%	16.7%
Liabilities	41,867	48,672	54,818	61,420	Div yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Customers payable	21,534	25,842	29,334	33,140	Payout	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Debt	230	230	230	230	VALUATION	2023A	2024E	2025E	2026E
Deferred tax liabilities	1,832	2,062	2,276	2,464	P/E (at target price - 12m fwd)			9.4x	
Others	18,271	20,537	22,978	25,585	P/B (at target price)			1.6x	
Shareholders' equity	13,241	15,012	17,475	20,486	P/E (at current price)	13.0x	10.2x	8.8x	7.2x
BVPS	41.1	46.6	54.3	63.7	P/B (at current price)	1.63x	1.44x	1.23x	1.05x
Market cap (R\$)	21,580	21,580	21,580	21,580	Cost of equity (Ke)			15.0%	
# shares ('000)	322	322	322	322					

Fonte: estimativas do Safr

DECLARAÇÕES GERAIS

1. Este relatório foi preparado e distribuído por Safr Corretora de Valores e Câmbio Ltda. (“Safr Corretora”), subsidiária do Banco Safr S.A., empresa regulada pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).
2. Este relatório tem caráter meramente informativo e não constitui oferta de compra ou de venda de títulos ou valores mobiliários ou de instrumentos financeiros de quaisquer espécies ou de participação em qualquer estratégia de negociação. As informações expressas neste documento são obtidas de fontes públicas disponíveis até a data da sua elaboração pela equipe de Análise da Safr Corretora e são consideradas seguras.
3. A Safr Corretora ou quaisquer de suas afiliadas não garantem, expressa ou implicitamente, a completude, confiabilidade ou exatidão de tais informações, nem este relatório pretende ser uma base de dados e informações completa ou resumida sobre os títulos ou valores mobiliários, instrumentos financeiros, mercados ou produtos aqui referidos.
4. A Safr Corretora não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório, tampouco tem a obrigação de comunicar o leitor deste relatório a respeito de tais eventuais atualizações, modificações ou alterações, salvo quando deixar de cobrir quaisquer das empresas analisadas neste relatório.
5. As opiniões, estimativas, informações e projeções aqui expressas constituem a opinião do analista no momento em que emitiu o presente relatório e podem ser alteradas sem qualquer aviso. Preços e disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações, independentemente de qualquer aviso.
6. Os instrumentos discutidos neste relatório podem não ser adequados a todos os investidores. Este relatório não considera objetivos de investimento, situação financeira e patrimonial ou interesses particulares de qualquer investidor. Os investidores devem obter ou realizar uma análise independente, considerando sua situação financeira e seus objetivos de investimento antes de tomar uma decisão de investimento. Investimentos em títulos e valores mobiliários envolvem riscos, razão pela qual não há garantia de rentabilidade ou lucratividade de qualquer espécie.
7. Os resultados obtidos com investimento em instrumentos financeiros podem variar, e seu preço ou valor pode subir ou descer, direta ou indiretamente.
8. Desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. A Safr Corretora ou qualquer empresa do Grupo Safr não pode ser responsabilizada por danos diretos, indiretos, consequentes, reivindicações, custos, perdas ou despesas decorrentes da decisão de investimento em títulos e valores mobiliários, esteja tal decisão lastreada ou não nas recomendações expressas neste relatório. Os riscos em investimentos dessa natureza podem implicar, conforme o caso, a perda integral do capital investido ou, ainda, a necessidade de aporte suplementar de recursos.
9. Nenhuma parte deste documento poderá ser reproduzida, distribuída ou copiada, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o prévio consentimento por escrito da Safr Corretora. Informações adicionais relativas às companhias ora analisadas neste relatório poderão ser prestadas mediante solicitação.

DECLARAÇÕES DO ANALISTA

1. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração do presente relatório declara(m) que as opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal a respeito de todos os emissores e valores mobiliários aqui analisados e que este relatório foi produzido de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Safr Corretora e/ou ao Banco Safr. Considerando que as opiniões pessoais dos analistas de investimentos podem divergir, a Safr Corretora e/ou o

Banco Safr e/ou quaisquer de suas afiliadas podem ter publicado ou vir a publicar outros relatórios que cheguem a conclusões diferentes das aqui contidas.

2. A remuneração do(s) analista(s) de valores mobiliários é baseada na receita total da Safr Corretora, sendo parte desta proveniente das atividades relacionadas ao banco de investimento. Desta forma, assim como a remuneração de todos os colaboradores da Safr Corretora, de suas subsidiárias e afiliadas, a remuneração dos analistas é impactada pela rentabilidade global dessas empresas e pode estar indiretamente relacionada a este relatório. No entanto, o(s) analista(s) responsável(is) por este relatório declara(m) que nenhuma parte de sua remuneração esteve, está ou estará direta ou indiretamente relacionada a qualquer recomendação ou opinião específica contida aqui ou vinculada à precificação de quaisquer dos ativos aqui discutidos.

Declarações adicionais

Analista	1	2	3	4

1. O(s) analista(s) de valores mobiliários envolvido(s) na preparação deste relatório possui(em) vínculo com pessoa natural que trabalha para os emissores mencionados no relatório.
2. O(a) cônjuge ou parceiro(a) do(s) analista(s) de valores mobiliários detém, direta ou indiretamente, por conta própria ou de terceiros, títulos ou valores mobiliários objeto do relatório.
3. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) cônjuge ou companheiro(a) estão direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários discutidos neste relatório.
4. O(s) analista(s) de valores mobiliários, seu(sua) respectivo(a) cônjuge ou companheiro(a) possui, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação aos emitentes dos valores mobiliários analisados.

INFORMAÇÕES IMPORTANTES SOBRE O SAFRA

A Safr Corretora, suas controladas, seus controladores ou suas sociedades sob controle comum declaram que têm interesses financeiros e/ou comerciais relevantes e/ou recebem remuneração por serviços prestados às empresas ou aos fundos:

051 Agro Fazendas II Fiagro-Imobiliário - 1ª emissão, Aché Farmacêuticos, Águas do Rio, AJ Malls FII - 1ª Emissão, Alfa Holdings S.A., Aliança Agrícola do Cerrado S.A., Alianza Trust Renda Imobiliária FII - 6ª emissão, Alianza Urban Hub Renda FII - 3ª Emissão, Almacenes Éxito S.A., Artemis FII - 1ª Emissão, ARX Dover Recebíveis - 2ª Emissão, Asset Bank Agronegócios Fiagro - 1ª Emissão, Atacadão S.A., AZ Quest Infra-Yield II - 1ª Emissão, B3 S.A., Banco Alfa de Investimento S.A., Banco BTG Pactual, Banco GM, Bloxs Amazon Green Legacy Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais – Fiagro Imobiliário - 1ª emissão, Bocaina Infra FIC-FI RF - 4ª Emissão, BRF S.A., Banco BTG Pactual, BTG Pactual Dívida Infra FIC Crédito Privado , BTG Pactual Logística FII - 12ª Emissão, Buena Vista US High Income ETF Fundo de índice, Camil Alimentos S.A., Canuma Capital FII, Canuma Capital Multiestratégia, Capitânia FIC FI Infra Renda Fixa CP - 5ª Emissão, Capitânia Shoppings FII - 3ª Emissão, Cartesia Recebíveis Imobiliários FII, CashMe, Cemig Distribuição S.A., Cereal Comércio Exportação e Representação Agrícola S.A., Clave Índices de Preços FII - 2ª Emissão, CM Hospitalar S.A., Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo, Consórcio Alfa de Administração S.A., COPEL - Companhia Paranaense de Energia, Cosan S.A., CSHG Logística FII - 9ª emissão, CSN - Companhia Siderúrgica Nacional, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações, DASA - Diagnósticos da América S.A., Direcional Engenharia S.A. , Ecoagro I FIAGRO - 6ª Emissão, Ecoagro I Fiagro Imobiliário - 4ª emissão, Ecovias do Cerrado, Eletrobras, Energisa S.A.,Energisa Tocantins - Distribuidora de Energia S.A., Engie Brasil Energia S.A., EQI Recebíveis Imobiliários FII - 2ª Emissão , Equatorial Goiás Distribuidora de Energia S.A., Exes Araguaia Fiagro - 3ª emissão, Exes Araguaia FIAGRO - 4ª Emissão, F3 Fundshares

FIM - 1ª emissão, Farmácia e Drogeria Nissei, Fator Veritá Multiestratégia FII - 1ª Emissão, Ferrari Agroindústria S.A., FG Agro Fiagro - 3ª Emissão, Fiagro Asset Bank - Terra Investimentos, Financeira Alfa S.A., Foux URE - BA Ambiental, FS Indústria de Biocombustíveis, Fundo de Investimento Imobiliário Atrio Reit Recebíveis Imobiliários, Furnas Centrais Elétricas, Gazit Malls FII - 2ª Emissão, Genial Malls FII - 5ª Emissão, GGR Covepi FII - 6ª Emissão, GLP Capital Partners Gestão de Recursos e Administração Imobiliária Ltda., Greenwich Agro FIAGRO - 2ª Emissão, Grupo José Alves, Grupo Nós, Grupo Pão de Açúcar, Guardian Logística FII - 5ª Emissão, Hedge Brasil Shopping FII - 9ª Emissão, Hedge TOP FOF FII - 15ª Emissão, HSI Malls FII - 3ª Emissão, Hypera S.A., Igua Rio de Janeiro S.A., Iguatemi S.A., Inter Amerra Fiagro-FII - 1ª emissão, Inter Desenvolvimento FII - 1ª Emissão, Ipiranga Agroindustrial, Ipiranga Produtos de Petróleo S.A., Itaú Asset Rural Fiagro - 3ª emissão, Jasc Renda Varejo Essencial FII - 4ª Emissão, JBS S.A., JBS USA Lux / JBS USA Food Company / JBS Luxembourg, JGP Crédito Fiagro - 2ª Emissão, JS Ativos Financeiros - 2ª Emissão, JSL S.A., Kallas Incorporações e Construções S.A., Kinea Crédito Agro FIAGRO-Imobiliário - 4ª emissão, Kinea Hedge Fund FII - 2ª Emissão, Kinea Oportunidades Real Estate FII - 1ª Emissão, Kinea Unique HY CDI FII - 2ª emissão, Lavvi Empreendimentos Imobiliários S.A., Life Capital Partners FII - 4ª emissão, Life Capital Partners FII - 5ª Emissão, Localiza Rent A Car S.A., Log Commercial Properties, LOGCP Inter FII - 3ª Emissão, LWART Soluções Ambientais, Marfrig Global Foods S.A., Mauá Capital Hedge FII - 3ª emissão, Mav Crédito - Fiagro Imobiliário - 1ª emissão, Maxi Renda FII - 8ª emissão, Maxi Renda FII - 9ª Emissão, Minerva S.A., Mobilize Financial Services, More Recebíveis Imobiliários FII, Movida Participações S.A., MRV Engenharia e Participação S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., NCH Recebíveis do Agronegócio - FIAGRO Imobiliário - 3ª Emissão, Nex Crédito Agro Fundo de Investimento - 1ª Emissão, Nortis Incorporadora e Construtora S.A., Oncoclínicas do Brasil Serviços Médicos S.A., Onda Desenvolvimento Imobiliário FII - 1ª Emissão, One Innovation Empreendimentos e Participações S.A., Órama High Yield FII - 2ª Emissão, Ourinvest Innovation Fiagro Imobiliário - 2ª emissão, Parsan S.A., Patrimar Engenharia S.A., Pedra Agroindustrial, Raia Drogail, Raízen Energia S.A., RBR Crédito Imobiliário Estruturado - 6ª Emissão, RBR Plus Multiestratégia Real Estate FII - 3ª emissão, RBR Premium RI FII - 2ª Emissão, Rede D'OR São Luiz S.A., Rio Bravo ESG FIC FI Infra - 2ª Emissão, Rio Bravo Renda Varejo RVBA, Riza Akin Fundo de Investimento Imobiliário FII, Riza Terrax FII - 3ª Emissão, Riza Terrax FII - 4ª Emissão, Santander Papéis Imobiliários FII - 1ª Emissão, Sendas Distribuidora, SFI Investimentos do Agronegócio - Fiagro - 2ª emissão, Simpar S.A., SLC Agrícola S.A., Sparta Fiagro Cadeias Produtivas Agroindustriais - 2ª emissão, Sparta FIC FI Infra - 5ª Emissão, Sparta Infra FIC FI - 2ª emissão, SPX Syn Multiestratégia FII - 2ª Emissão, Stonex MB Crédito Agro FIAGRO - 2ª Emissão, Suno Multiestratégia FII - 2ª Emissão, Suzano S.A., Tellus Rio Bravo Renda Logística FII - 6ª Emissão, TG Ativo Real FII - 12ª Emissão, Transmissora Aliança de Energia Elétrica, Transportadora Associada de Gás S.A., TRX Real Estate FII - 9ª Emissão, Unidas Locações e Serviços, Unidas Locadora, Unimed Investcoop Nacional FII - 3ª emissão, Urca Prime Renda FII - 8ª emissão, Valora CRA - Fiagro - 4ª emissão, Valora Hedge Fund FII - 6ª Emissão, Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A., VBI Greenpower FII - 1ª emissão, VBI Logística, VBI Real Estate Gestão de Carteiras S.A., Vera Cruz Three - 1ª Emissão, Vinci Shopping Centers FII - 10ª Emissão, Vitru Brasil Empreendimentos, Participações e Comércio S.A., Vox Capital Regai FIP - 1ª Emissão, XP Crédito Agrícola Fiagro - 4ª emissão, XP Infra II FIP - 4ª Emissão, XP Malls FII - 9ª Emissão.