

Suno Drops IPO PicPay

Edição Extraordinária

Publicado em 26/01/2026

Resumo

No Suno Drops, trazemos informações sobre os ativos mais comentados do momento. Nosso objetivo é manter o investidor sempre bem atualizado. Hoje, falaremos sobre o **IPO do PicPay (Nasdaq: PICS)**.

IPO do PicPay (PICS)

O PicPay **deve realizar seu IPO em 29 de janeiro de 2026 e espera que os fundos líquidos resultantes da emissão e venda de 22,8 milhões de ações Classe A somem US\$ 356,4 milhões**. Esse cálculo considera um **preço inicial de US\$ 17,50 por ação** — o ponto médio da faixa estipulada — e já desconta as comissões e despesas da oferta. Caso os subscritores exerçam integralmente a opção de aquisição de ações adicionais, o valor total subirá para US\$ 412,2 milhões.

A estrutura contará com duas classes de ações. A J&F Participações deterá 100% das ações Classe B, as quais conferem 10 votos cada. Desse modo, a J&F manterá o controle sobre as decisões do PicPay, detendo mais de 90% do poder de voto. Por fim, a gestora Bicycle, liderada por Marcelo Claure (ex-COO do Softbank), vai ancorar a oferta e comprometeu-se a adquirir o equivalente a US\$ 75 milhões em ações Classe A.

Após a conclusão da oferta, haverá 43,1 milhões de ações Classe A e 86,4 milhões de ações Classe B, assumindo que os subscritores não optem por exercer sua opção de compra de ações adicionais, ou 46,6 milhões Classe A e 86,5 milhões Classe B, caso assumam os direitos de comprar papéis adicionais. Assim, considerando o preço médio da oferta, a companhia poderá ter um valor de mercado próximo de US\$ 2,3 bilhões em seu IPO.

A empresa pretende utilizar esses recursos para fins corporativos gerais, o que inclui capital de giro, despesas operacionais, investimentos e o cumprimento de requisitos regulatórios de capital.

Além disso, planeja usar parte do capital para adquirir a Kovr, seguradora anteriormente controlada pelo Banco Master, assim que o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) e a Superintendência de Seguros Privados (Susep) aprovarem a transação. A companhia também menciona a possibilidade de investir em outras empresas, produtos e serviços.

O PicPay destinará a maior parte do dinheiro à subsidiária PicS Holding, por meio de aportes de capital. **A empresa listará suas ações na Nasdaq sob o código PICS.** Como se trata de uma oferta 100% primária, haverá diluição da participação dos atuais acionistas.

História

O PicPay Brasil foi fundado em 2012 na cidade de Vitória, no Espírito Santo, como uma plataforma de transferências *peer-to-peer* (P2P) com o objetivo de oferecer uma solução de pagamento digital simples. Essa solução permitiu que pessoas enviassem dinheiro facilmente por meio de seus celulares a qualquer hora do dia, o que chamou a atenção de milhões de consumidores. Em poucos anos, tornou-se uma das principais carteiras digitais do Brasil em número de usuários.

Em 2015, o Banco Original, controlado pela J&F Participações e primeiro banco digital do Brasil com foco nos segmentos atacado, corporativo e de agronegócio, adquiriu o PicPay. Dois anos mais tarde, o PicPay Brasil foi desmembrado do Banco Original, e a J&F Participações tornou-se a acionista controladora de ambas as entidades.

Após o sucesso com pagamentos P2P, a companhia ampliou o foco para melhorar o relacionamento entre consumidores e empresas dentro da mesma plataforma, construindo um ecossistema de dois lados, atendendo tanto clientes consumidores quanto empresariais.

Em 20 de julho de 2021, o PicPay Brasil adquiriu a totalidade do capital social da Guiabolso e de sua subsidiária. O Guiabolso é um aplicativo de finanças pessoais que utiliza inteligência de dados para oferecer produtos financeiros aos seus usuários por meio de sua plataforma.

Em fevereiro de 2023, recebeu autorização do Banco Central do Brasil para operar como instituição iniciadora de pagamentos, permitindo que consumidores transferissem recursos de outras instituições financeiras e de pagamento para o PicPay sem sair do aplicativo. No mesmo mês, adquiriu a BX Blue, uma *fintech* brasileira especializada na oferta de empréstimos consignados para servidores públicos por meio de um *marketplace* financeiro totalmente digital.

Em 2024, lançou a primeira solução de POS (ponto de venda) no mercado brasileiro, incluindo pagamentos via Pix. Já em 19 de setembro de 2025, fechou um contrato de compra de participação societária para a aquisição da Kovr, uma companhia digital de seguros que oferece serviços para múltiplos parceiros, com produtos como seguros de afinidade, garantia, vida, linhas financeiras, entre outros.

Ao longo de todos esses anos, o PicPay foi lançando cada vez mais produtos, desde o pagamento por QR Code, que foi a primeira grande inovação e virada de chave para a companhia, até a recente criação da conta global.

Setor

Por ser uma plataforma de serviços financeiros de dois lados, o PicPay enfrenta concorrência de diversos participantes, desde empresas internacionais e regionais de processamento de pagamentos, como PayPal e MercadoPago, até bancos tradicionais e digitais, casos de Itaú e Nubank.

O setor bancário no Brasil ainda é caracterizado por uma concentração em poucas instituições financeiras. De acordo com dados divulgados pelos cinco maiores bancos do Brasil (Caixa Econômica Federal, Itaú, Bradesco, Santander e Banco do Brasil) em seus resultados anuais, complementados pelo Relatório da Economia Bancária de 2023, do Banco Central do Brasil, essas instituições ainda capturam aproximadamente 70% do total de lucros da indústria.

Mesmo assim, dado o modelo *asset light* e menor custo de atendimento, *fintechs* e bancos digitais têm conseguido expandir sua atuação, tomando *market share* dos líderes de mercado e conquistando clientes que antes eram deixados de lado pelas principais instituições.

Nos gráficos a seguir, trazemos o total de contas por instituição e o custo de atendimento por cliente dos bancos brasileiros.

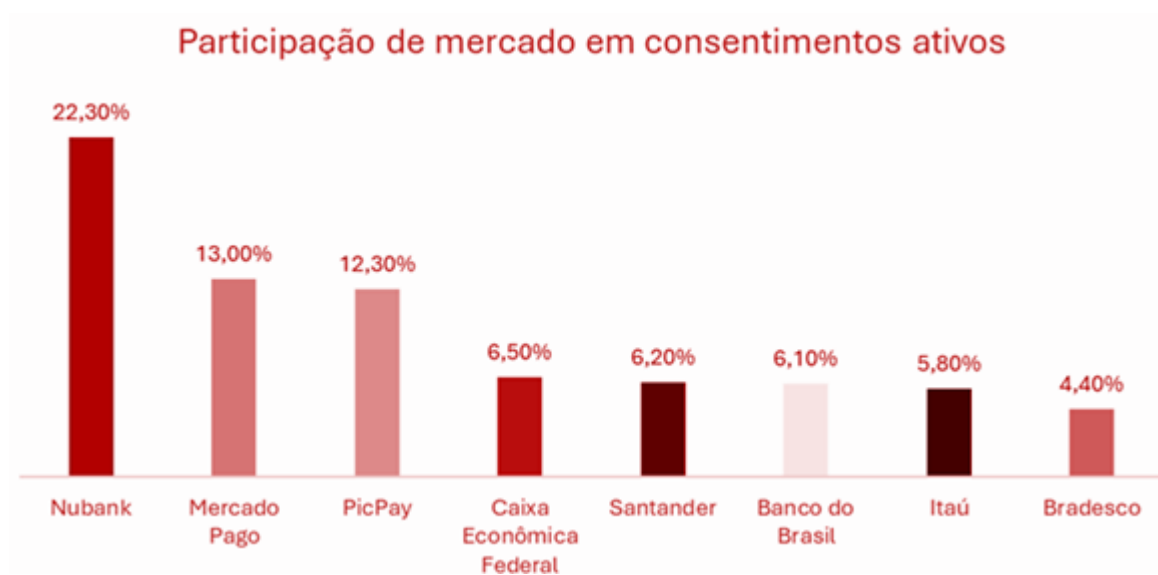


Fonte: PicPay.



Fonte: PicPay.

Outro dado que demonstra esse avanço são os consentimentos ativos de consumidores, detalhado no gráfico abaixo. Ou seja, as autorizações válidas e em vigor que os consumidores concederam para que uma instituição, como o PicPay, acesse, compartilhe e utilize seus dados financeiros no âmbito do *Open Finance*.



Fonte: PicPay.

Ademais, uma característica do Brasil é o fato de que, apesar do tamanho da sua economia e do relativamente alto alcance da internet e conectividade móvel, o país permanece significativamente subpenetrado em serviços financeiros quando comparado a economias desenvolvidas. Também apresenta níveis relativamente baixos de endividamento das famílias e das empresas, com dívida agregada equivalente a 35% do PIB em dezembro de 2023, abaixo de economias mais desenvolvidas, como os Estados Unidos (73%) e o Japão (66%), com base em informações do Fundo Monetário Internacional (FMI). Por ser um ambiente em que parcela relevante da população é subatendida em questões financeiras, isso representa uma oportunidade potencial para os *players*, especialmente os digitais e disruptivos, dada a facilidade de sua utilização e menor custo ao cliente.

Outro ponto favorável, como explorado acima, é a crescente digitalização dos serviços. Em termos de todos os pagamentos em tempo real realizados globalmente, e segundo dados da ACI Worldwide, o Brasil representava 15% do total até o final de 2022, ficando atrás apenas da Índia, que alcançou 46%. Dentre os métodos de pagamento no Brasil, 40% foram feitos por meios online, em grande parte o Pix, sendo o país com maior volume transacionado por meio de métodos alternativos de pagamento no mundo.

Modelo de negócio

De forma geral, o PicPay é uma *fintech* do ramo financeiro, atuando principalmente como carteira digital e uma plataforma de pagamentos. Seu modelo de negócio está segmentado em duas frentes: do Consumidor (*Consumer Banking*) e a de Pequenas e Médias Empresas (SMB).

Consumer Banking

O ramo de Consumidores é o mais importante para a companhia, representando 85% da receita gerada. Dentro dele, a empresa apresenta quatro divisões: carteira digital e *banking*, cartão de crédito, empréstimos e outros.

A primeira área é a base do modelo de negócios, responsável por 83% do valor total das transações processadas (TPV) dentro do *Consumer Banking*. Por meio dela, o PicPay oferece uma ampla gama de produtos transacionais para os consumidores, incluindo Pix, transferências *peer-to-peer* (P2P, pessoa a pessoa), pagamentos de contas, portabilidade de salário, conta global, entre outros.

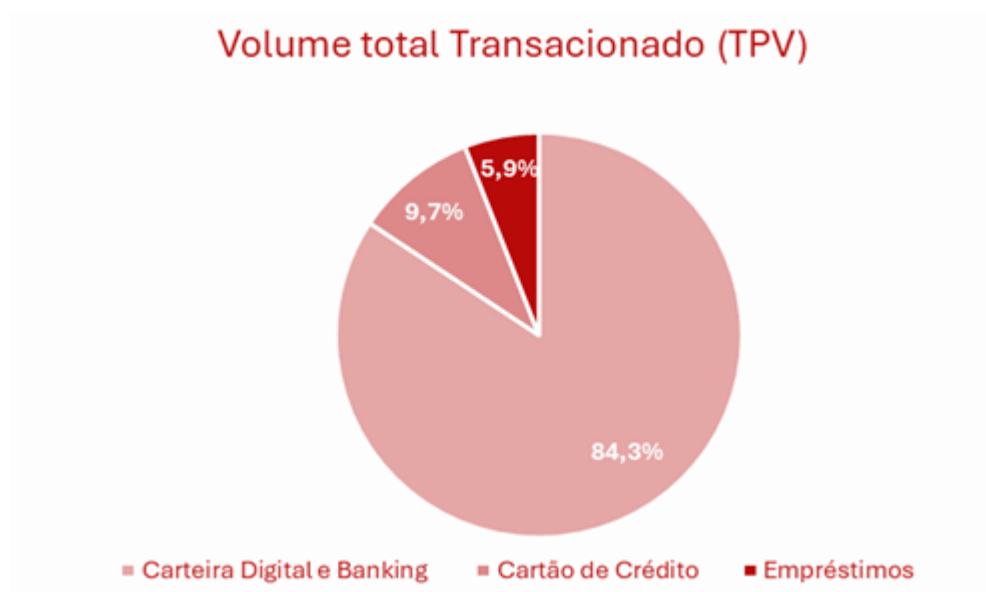
Para realizar esses pagamentos, os consumidores podem adicionar recursos à sua carteira digital de diferentes formas. Assim, a monetização desse produto acontece, principalmente, quando transações P2P, Pix e pagamentos de contas são originados por cartões de crédito ou saldo de conta. Em outras palavras, quando uma conta é paga por meio do saldo da conta, o PicPay recebe uma comissão dos emissores das contas. Quando a conta é paga utilizando um cartão de crédito cadastrado, recebe uma tarifa de transação de uma operação regular de cartão de crédito, além da comissão do emissor da conta. Mais especificamente, as tarifas de transação cobradas do pagador em operações com cartão de crédito podem variar de 3,49% até 5,49% do valor da transação, enquanto as tarifas de parcelamento podem variar de 3,99% até 5,49% ao mês sobre o valor da transação.

Enquanto isso, o serviço de cartão de crédito é um produto que a companhia tem desde o começo de 2024, quando começou a emitir seus próprios cartões. Agora, além da fonte de receita explicada acima, a empresa também ganha com as taxas de *interchange* (taxa que o banco emissor do cartão recebe em cada transação, cobrada do lojista) e da receita líquida de juros das operações com cartão de crédito, incluindo produtos de crédito rotativo e de financiamento de saldo. Essa foi uma adição interessante para a empresa, pois além de ser mais um ponto de retenção e contato com o cliente, consumidores com o cartão PicPay são quase quatro vezes mais rentáveis do que os demais. Hoje, representa 10% do TPV do *Consumer Banking*.

Em seguida, há o segmento de empréstimos ao consumidor, composto por operações de crédito não direcionadas (sem destinação específica). Inclui empréstimos consignados para servidores públicos, aposentados e pensionistas, consignado privado para trabalhadores formalmente empregados e antecipação do saque-aniversário do FGTS.

Até 2023, essa operação de empréstimos era baseada em um modelo *asset light*, onde o foco estava apenas na distribuição de produtos originados por parceiros terceiros conectados ao aplicativo, auferindo comissões pela venda de novos empréstimos, bem como *success fees* sobre cada parcela de empréstimo paga pelos consumidores. A partir de outubro daquele ano, a empresa passou a originar crédito diretamente, gerando receita financeira proveniente dos juros cobrados sobre os empréstimos, assim como seguiu o modelo junto com instituições financeiras terceiras.

Por fim, o PicPay também gera receita por meio de comissões cobradas sobre a venda de seguros e taxa de corretagem sobre produtos de investimento. No gráfico abaixo, é possível ver o nível de importância de cada segmento dentro da divisão de *Consumer Banking*.



Fonte: PicPay.

SMB

Dentro desse segmento, responsável por 15% da receita total da companhia, há também uma divisão em quatro subáreas. A primeira se trata do SMB Banking, que são as receitas provenientes de produtos e oferecidos a pequenas e médias empresas, que incluem taxas de *interchange* e anuidades de cartões emitidos, assim como juros de operações com cartão de crédito corporativo; e comissões pela emissão de boletos.

Ademais, há a parte de aquisição, que se trata da mais relevante dentro do SMB. A monetização nesse caso vem por meio da taxa de desconto do comerciante (MDR) cobrada das empresas que utilizam os seus pontos de venda (POS, como maquininha física). A tarifa é variável com base no número de parcelas, porte do comerciante e segmentação, sendo deduzida dos valores pagos ao lojista. Também é gerada uma receita com aluguel de terminais e outras tarifas de serviços relacionadas à aceitação de pagamentos. Adicionalmente, monetiza-se por meio de juros cobrados sobre a antecipação de recebíveis e de outros produtos de crédito, como empréstimos.

O PicPay oferece uma ampla gama de soluções de aceitação de pagamentos, incluindo tecnologia proprietária de QR Code, *links* de pagamento que permitem aos lojistas receber pagamentos via WhatsApp ou redes sociais, sem a necessidade de um *site*, terminais POS próprios, *smart* POS e soluções de *tap on phone*.

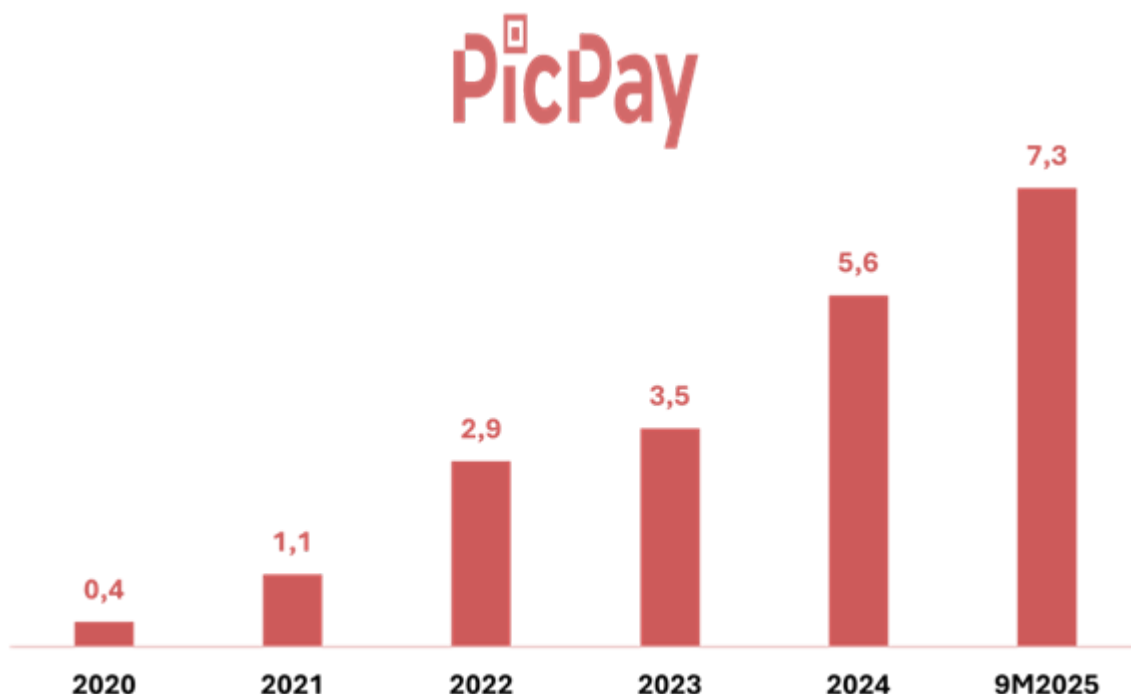
Em seguida, há o segmento de benefícios corporativos, em que o PicPay recebe taxas de *interchange* provenientes de transações realizadas com seus cartões de benefícios corporativos, com vale refeição, transporte e outros. Adicionalmente, oferece soluções de adiantamento salarial, possibilitando, em parceria com o departamento de recursos humanos das empresas contratantes, que os funcionários tenham acesso antecipado aos seus salários, sujeito a cobrança de juros.

Por fim, a última divisão é do PicPay *Ads*, PicPay *Shop* e PicPay *Experience*. Nessa, os consumidores podem adquirir itens como celulares e eletrodomésticos, sem precisar sair do aplicativo para concluir o *checkout*, assim como fazer reservas em restaurantes e comprar ingressos para cinemas, *shows*, eventos esportivos e outras atividades. Aqui, a empresa captura uma taxa sobre o volume bruto das mercadorias vendidas, sendo um produto importante para aumentar o engajamento do cliente dentro da plataforma.

Em sua essência, o PicPay é um ecossistema de dois lados, criando uma ponte entre as duas pontas. Consumidores podem acessar uma ampla gama de produtos e serviços em um *hub* completo para necessidades do dia a dia, enquanto empresas podem receber pagamentos por meio de diversas modalidades e acessar serviços financeiros. Esse modelo *one-stop-shop* faz com que haja uma maior retenção e integração entre os sistemas, permitindo com que o PicPay se beneficie de efeitos de rede. Isto é, mais consumidores passam a utilizar o aplicativo, ele se torna mais atrativo para as empresas e, à medida que mais empresas aderem à plataforma, a percepção da proposta de valor para os consumidores aumenta.

Análise financeira (resultados)

O gráfico abaixo apresenta a evolução das receitas da companhia entre 2020 e os primeiros nove meses de 2025:



Receita total (em R\$ bilhões) – Fonte: PicPay. Elaboração: Suno Research.

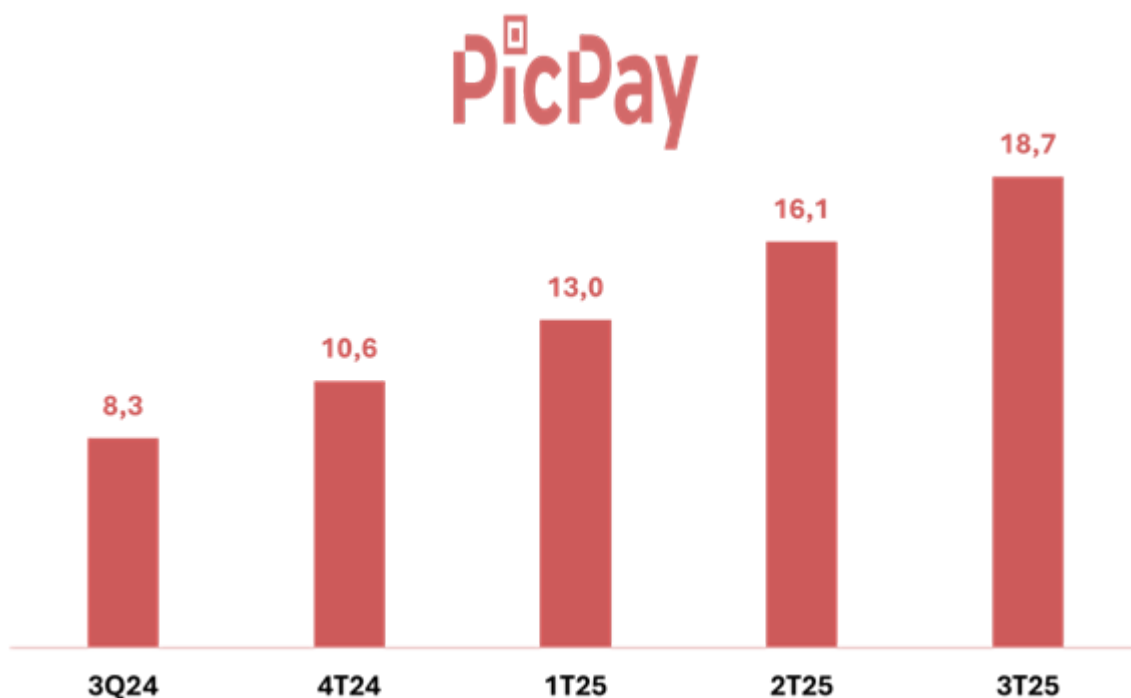
O PicPay gerou uma receita total de R\$ 5,6 bilhões em 2024, representando uma taxa de crescimento anual composto de 94% entre 2020 e 2024. As receitas do PicPay se dividem fundamentalmente em duas frentes: financeira e atividades de transação e serviços.

No caso das receitas financeiras, o objetivo central é captar recursos a um custo menor e emprestá-los a pessoas e empresas com taxas mais elevadas. Ao intermediar essas operações, o PicPay lucra com o *spread*, que é a diferença entre a taxa média cobrada nos empréstimos e o custo médio para captar o dinheiro.

Esses ganhos vêm de empréstimos via cartão de crédito e de linhas de crédito pessoal para correntistas, como antecipação de salário, consignados e antecipação do FGTS, entre outros.

Em 2024, o portfólio de crédito atingiu US\$ 10,5 bilhões (antes do desconto da provisão para perdas). Desse total, os empréstimos pessoais correspondem a 57%, enquanto o restante provém dos cartões de crédito. Já no terceiro trimestre de 2025, a carteira de crédito totalizou R\$ 18,7 bilhões, com 60% representado por empréstimos a consumidores, com o restante sendo composto por empréstimos de cartão de crédito.

A seguir podemos ver a evolução do portfólio de crédito desde o terceiro trimestre de 2024.



Carteira de crédito (em R\$ bilhões) – Fonte: PicPay. Elaboração: Suno Research.

Até outubro de 2023, o PicPay concentrava suas operações de crédito exclusivamente na distribuição de produtos de terceiros conectados à sua plataforma. Nesse modelo, a empresa recebia comissões pela venda de novos empréstimos, além de taxas de sucesso sobre os pagamentos que os clientes realizavam. A partir dessa data, o PicPay passou a oferecer crédito utilizando recursos próprios. Essa estratégia tem o objetivo de ampliar a oferta de produtos, além de aumentar o engajamento do cliente e a lucratividade.

Além disso, a empresa auferi juros por meio de investimentos, sendo principalmente dos rendimentos de fundos aplicados em títulos do governo e outros investimentos de curto prazo. Outra parte das receitas financeiras origina-se das taxas que a empresa cobra sobre os recebíveis de transações com cartão de crédito aceitas por comerciantes parceiros.

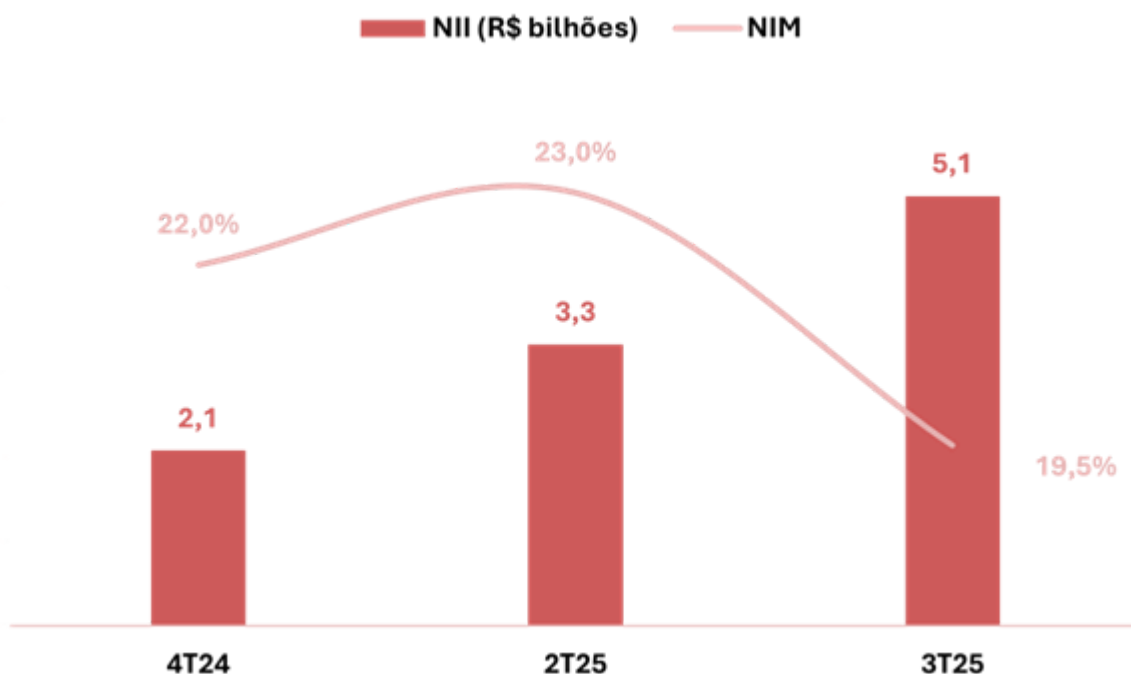
Já as receitas de transações e outros serviços surgem, principalmente, quando o consumidor usa um cartão de crédito cadastrado no aplicativo para transferir dinheiro ou fazer pagamentos para sua carteira digital.

O PicPay também lucra com o pagamento de boletos. Quando o usuário paga com o saldo da conta, a empresa recebe uma comissão do emissor da fatura. Se o pagamento ocorrer via cartão de crédito cadastrado, o PicPay recolhe, além dessa comissão, uma taxa de transação do cartão.

A empresa igualmente reconhece taxas de intercâmbio de cartão de crédito, taxas de corretagem pela distribuição de investimentos na plataforma PicPay Invest, comissões sobre seguros e tarifas por atuar como correspondente bancário na distribuição de empréstimos de terceiros.

A companhia cobra, ainda, taxas de lojistas e comerciantes pelo uso de sua rede de processamento de pagamentos, bem como sobre produtos vendidos por terceiros no *marketplace* PicPay Shop.

A margem líquida de juros anualizada (NIM) — razão entre a receita financeira líquida e os ativos geradores de juros — atingiu 19,5% no terceiro trimestre de 2025 (3T25). Nos trimestres anteriores, esse índice ficou em 23% (2T25) e 22% (4T24), conforme indica o gráfico abaixo.



NII (em R\$ bilhões) e NIM – Fonte: PicPay. Elaboração: Suno Research.

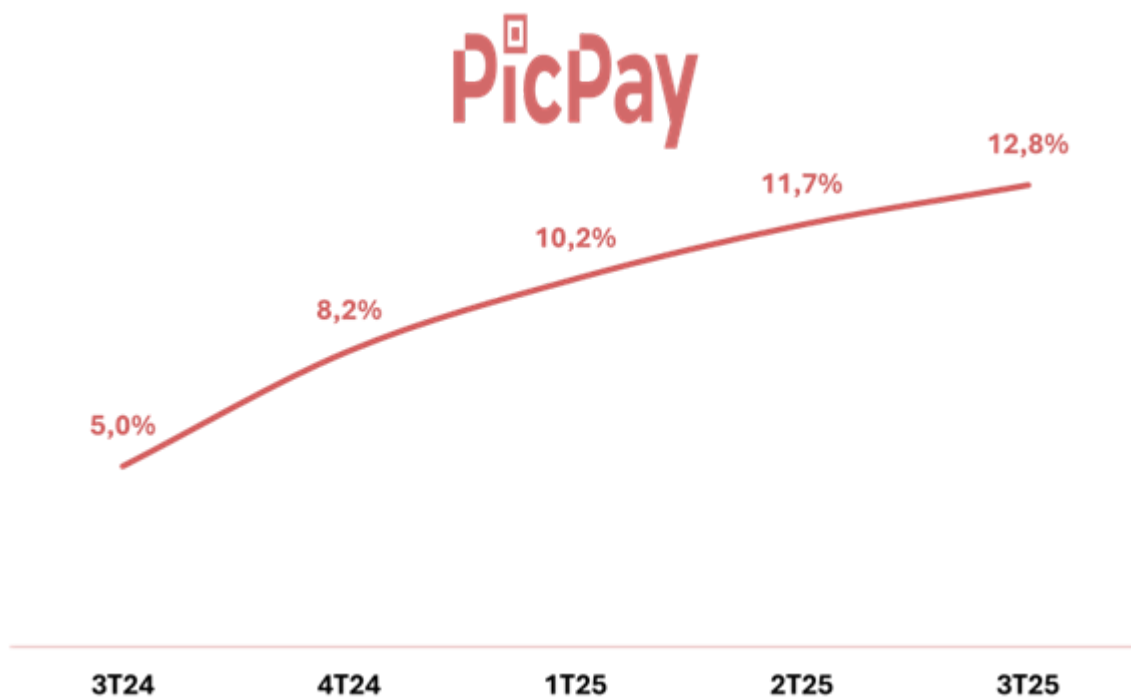
Para ilustrar, utilizando o dado do 3T25, para cada R\$ 100,00 que o PicPay investe seja na forma de empréstimos, títulos do governo entre outros investimentos, a companhia recebe R\$ 19,5 como juros (líquido de juros de passivo).

Abaixo, observamos o histórico recente do índice de inadimplência superior a 90 dias. Esse indicador, calculado pela divisão do saldo em atraso há mais de 90 dias pela carteira de empréstimos, ficou em 6,2% no terceiro trimestre de 2025 (3T25).



Índice de inadimplência de 90 dias – Fonte: PicPay. Elaboração: Suno Research.

Paralelamente, a cobertura da carteira de crédito atingiu 12,8% no mesmo período. Esse percentual, obtido ao dividir o saldo da provisão para perdas pelo total da carteira, situa-se bem acima do nível de inadimplência. Confira a evolução do indicador no gráfico a seguir.



Índice de cobertura – Fonte: PicPay. Elaboração: Suno Research.

De acordo com o PicPay, o aumento observado nos últimos 12 meses foi explicado principalmente pelo crescimento e envelhecimento da carteira, uma vez que alguns empréstimos migraram para os estágios 2 (aumento de risco) e 3 (inadimplência), que exigem maiores provisões.

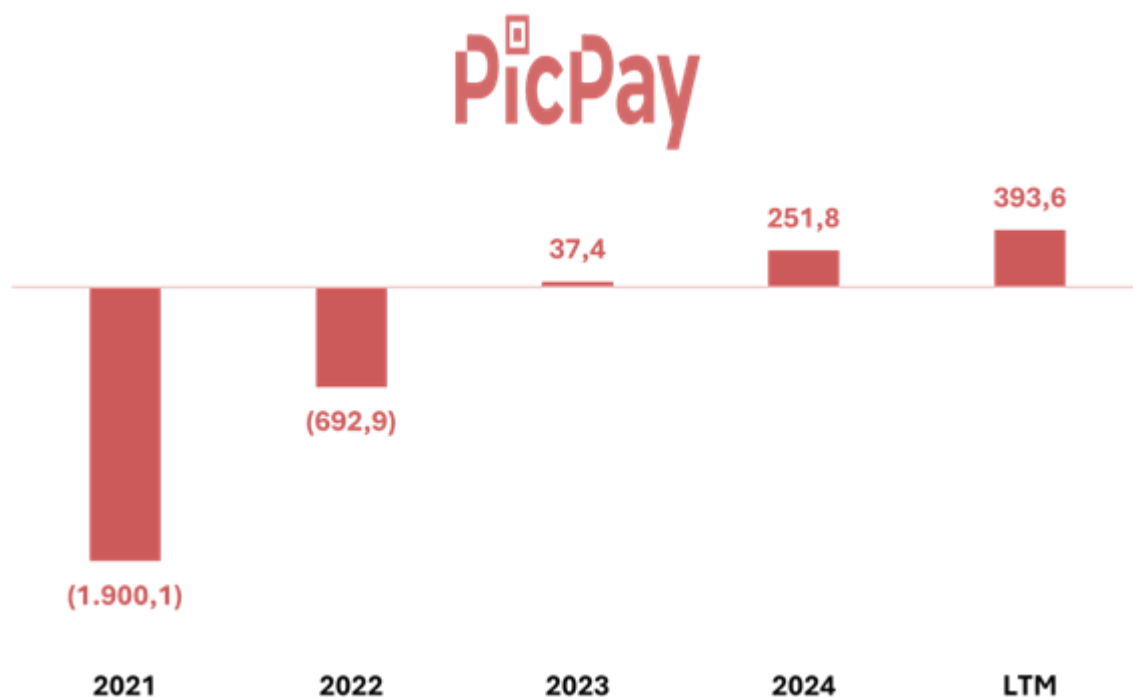
O gráfico a seguir apresenta o índice de eficiência, que representa a razão entre as despesas operacionais e a receita total. Nota-se que o PicPay aumentou sua eficiência, alcançando 56,9% nos primeiros nove meses de 2025 (9M25).



Índice de eficiência – Fonte: PicPay. Elaboração: Suno Research.

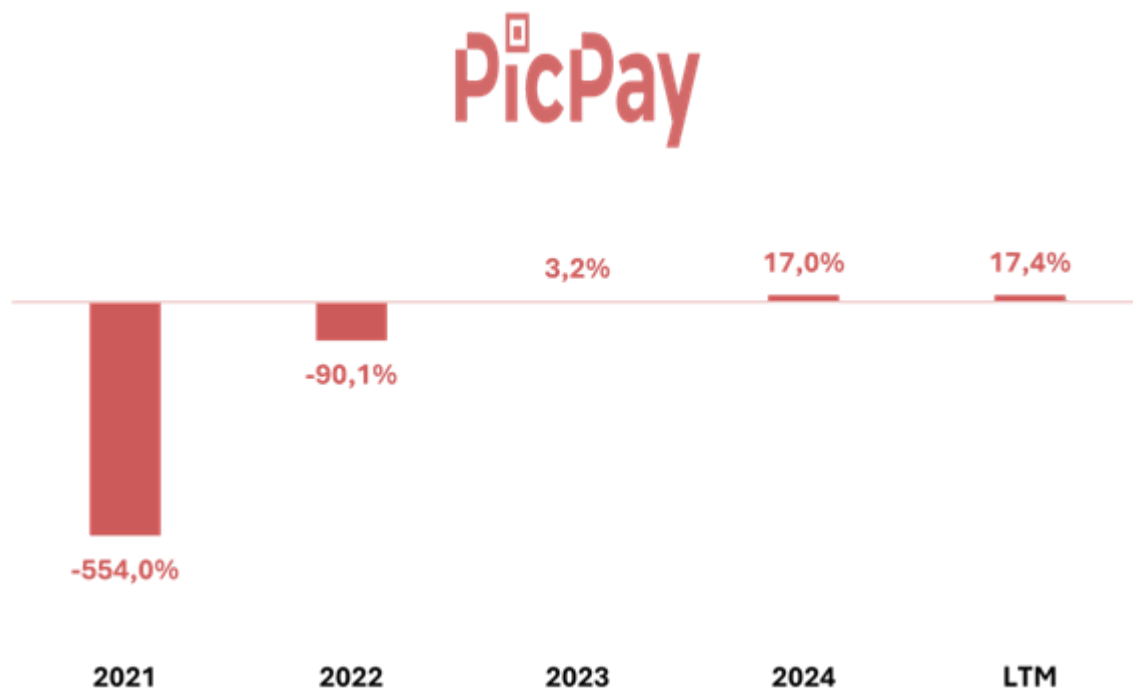
Em outras palavras, o volume de pagamentos, os depósitos, a carteira de crédito e a receita cresceram, mas as despesas operacionais não aumentaram na mesma proporção. Com isso, a empresa dilui custos fixos e melhora sua eficiência operacional.

O crescimento da base de clientes e da receita, somado à maior eficiência, impulsionou a lucratividade do PicPay. Conforme ilustra o gráfico, o lucro líquido totalizou R\$ 251,8 milhões em 2024 e R\$ 393,8 milhões nos últimos 12 meses.



Lucro líquido (em R\$ milhões) – Fonte: PicPay. Elaboração: Suno Research.

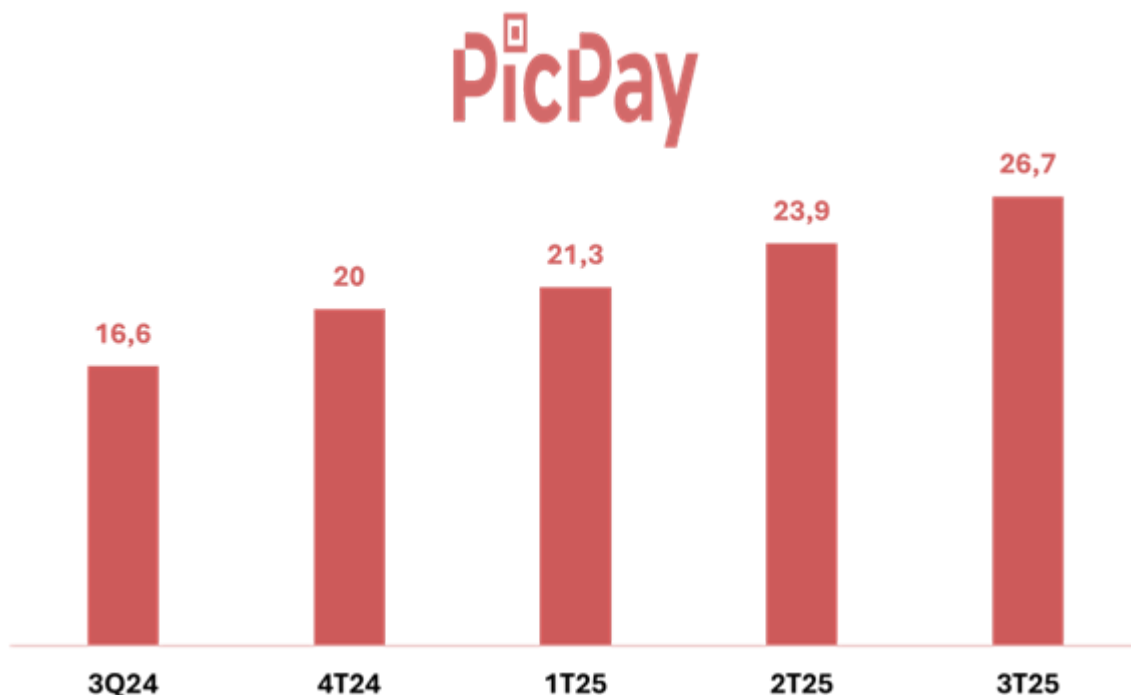
Dessa forma, a rentabilidade do PicPay também melhorou, quando medida pelo retorno sobre o patrimônio líquido, como podemos ver no gráfico a seguir.



Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) – Fonte: PicPay. Elaboração: Suno Research.

O PicPay financia suas operações principalmente por meio de depósitos. Isso engloba saldos em conta corrente, os chamados cofrinhos (similares às caixinhas do Nubank) e CDBs com vencimentos inferiores ou superiores a 30 dias ofertados na plataforma PicPay Invest. A companhia também capta recursos por meio de CDBs distribuídos em plataformas de terceiros. Esses títulos geralmente têm custos mais altos, estratégia necessária para atrair capital externo.

Com a expansão da base de clientes, o volume de depósitos aumentou. No terceiro trimestre de 2025, o total atingiu R\$ 26,7 bilhões, com um custo médio de 94% do CDI, como podemos ver abaixo.



Depósitos (em R\$ bilhões) – Fonte: PicPay. Elaboração: Suno Research.

Por fim, em relação à alavancagem, o PicPay encerrou o 3T25 com um Índice de Basileia de 11,68%, considerando apenas o capital principal (de melhor qualidade). Esse patamar supera o mínimo regulatório de 8%. Isso significa que, ao ponderar os riscos e considerar somente o capital de melhor qualidade, os ativos do PicPay correspondem a 8,6 vezes o seu patrimônio.

Governança

O PicPay adotará uma estrutura de capital de classe dual (*dual-class share structure*), consolidando o poder nas mãos dos fundadores independentemente da diluição econômica. Esse modelo é central para a tese de investimento, pois garante continuidade estratégica, mas reduz a voz dos minoritários.

Após o desdobramento de ações (*share split*) na razão de 533.652 para 1 prevista para ocorrer antes do fechamento da oferta, o capital social será dividido da seguinte forma:

Ações Ordinárias Classe A

- **Direitos políticos:** 1 voto por ação.
- **Direitos econômicos:** plenos direitos a dividendos, *pari passu* com a classe B.
- **Negociação:** listagem na Nasdaq Global Select Market sob o *ticker* PICS.
- **Público:** ações destinadas a investidores públicos, investidores âncora e colaboradores (via programa de ações direcionadas).

Ações Ordinárias Classe B

- **Direitos políticos:** 10 votos por ação (*super voting shares*).
- **Direitos econômicos:** idênticos aos da Classe A.
- **Negociação:** não listadas, sem mercado público.
- **Titularidade:** exclusiva da J&F Participações S.A. (família Batista).
- **Conversibilidade:** conversíveis em Ações Classe A na proporção de 1:1 a qualquer momento ou compulsoriamente em caso de transferência para terceiros não permitidos.

Esta disparidade de 10 para 1 no poder de voto assegura que, mesmo vendendo uma parcela significativa do capital econômico, a J&F manterá o controle majoritário das decisões da assembleia geral.

Abaixo, apresentamos a estrutura da companhia imediatamente após a oferta:

Acionista	Classe A	% Classe A	Classe B	% Classe B	Total	% Total	% do poder de voto
5% Shareholders							
J&F International	—	—	86.451.624	100%	86.451.624	66,7%	95,2%
Banco Original S.A.	10.139.388	23,5%	—	—	10.139.388	7,8%	1,1%
Stichting JAB	4.269.216	9,9%	—	—	4.269.216	3,3%	0,5%
Stichting ACC Family	3.201.912	7,4%	—	—	3.201.912	2,5%	0,4%
Executivos e Diretores	1.067.304	2,5%	—	—	1.067.304	0,8%	0,1%

Fonte: PicPay. Elaboração Suno Research.

O *free flow* será de aproximadamente 54% do total de ações da Classe A, o que corresponde a um percentual do poder de voto de apenas 2,5%.

A J&F Participações S.A. é a *holding* que consolida os investimentos da família Batista, controlando também gigantes como a JBS S.A. A entidade é controlada conjuntamente pelos irmãos Joesley Mendonça Batista e Wesley Mendonça Batista, através de um acordo de acionistas que regula o exercício de voto em bloco. Abordaremos mais detalhes sobre esse tópico na sessão Riscos.

Valuation

A tese de investimento no PicPay fundamenta-se em um *valuation* agressivo, que demanda um crescimento robusto para se consolidar como uma oportunidade atrativa. Considerando a faixa média de preço do IPO, a companhia seria negociada a um múltiplo **preço/lucro (P/L) de 29 vezes para 2025**, patamar que consideramos elevado frente aos pares do setor, detalhados abaixo.

Empresa	Ticker	P/L 2025E
Nubank	NU	26x
Banco Inter	INBR32	15x
PicPay	PICS	29x

Elaboração: Suno Research.

Metodologia e premissas

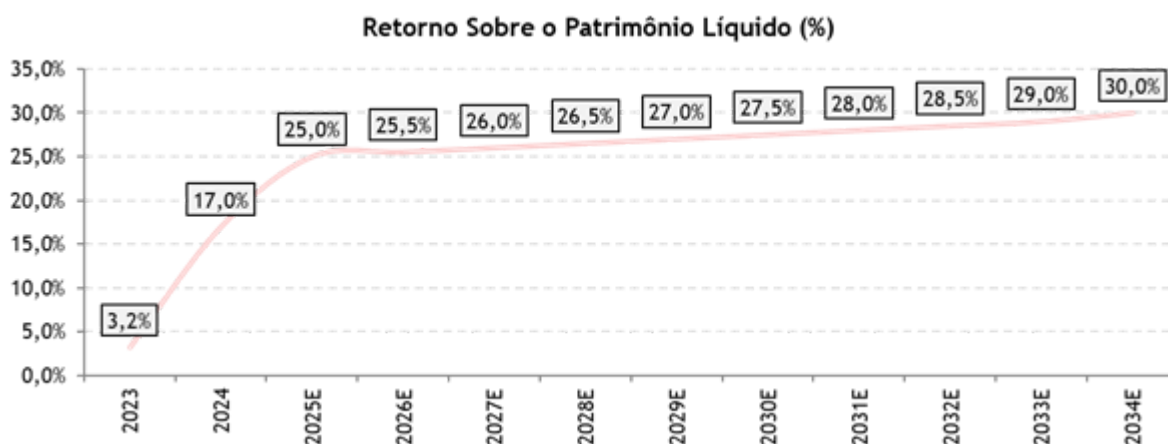
Para determinar o valor justo do ativo, utilizamos o método do Fluxo de Caixa Descontado (DCF), trazendo as projeções a valor presente sob uma taxa de desconto real de 10%. Nossa modelagem sustenta-se nos seguintes pilares:

- **Maturidade e payout:** estimamos que a companhia atingirá a maturidade em 10 anos. A partir desse estágio, a necessidade de reinvestimento de capital deve arrefecer, permitindo a distribuição integral da geração de caixa (*payout* de 100%).
- **Rentabilidade (ROE):** projetamos um lucro de aproximadamente R\$ 440 milhões para 2025 (ROE de 25%). Nossa premissa assume que o ROE apresentará expansão constante até atingir 30% em 2034.

- **Nota de risco:** consideramos a projeção de 30% de ROE bastante arrojada, dado o curto histórico operacional da empresa e o cenário de acirrada competitividade no setor de tecnologia financeira.

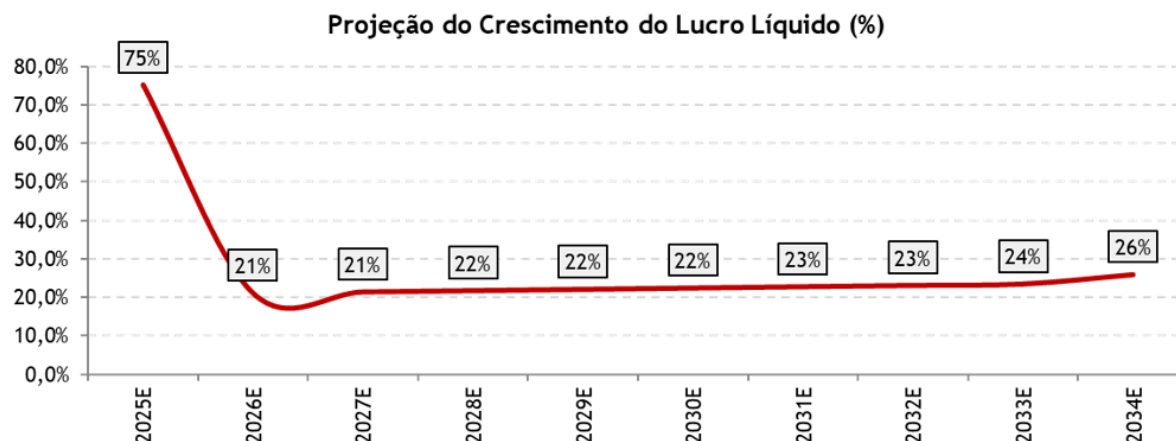
Principais projeções

Abaixo, detalhamos graficamente nossas principais projeções. O pilar central da tese reside na trajetória do **ROE**, para o qual estimamos uma expansão gradual até atingir o patamar de **30%** em 2034. Consideramos tal premissa otimista, dado o limitado *track record* operacional da companhia e o cenário de competição acirrada no setor de tecnologia financeira.



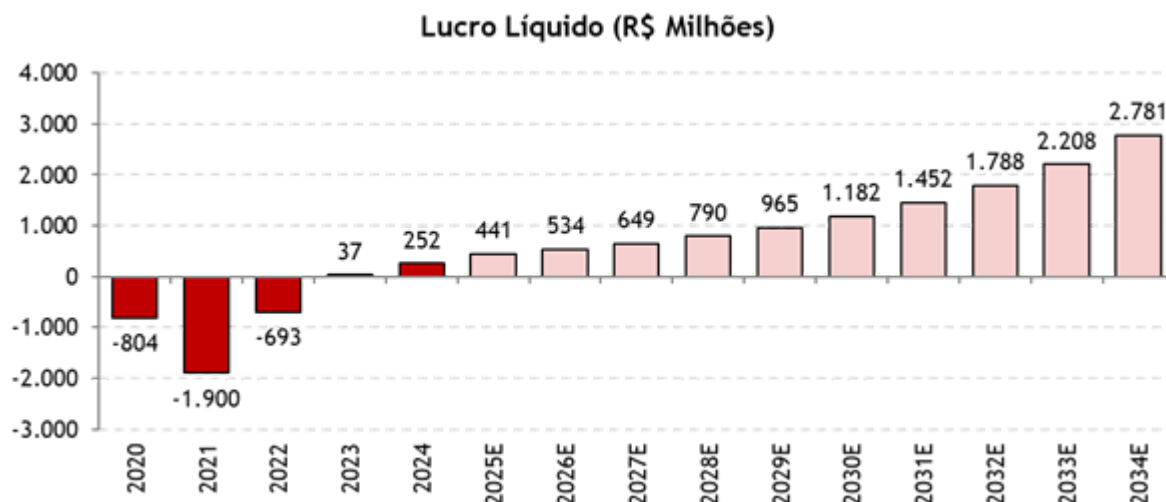
Fonte e elaboração: Suno Research.

Dessa forma, projetamos a seguir a evolução do lucro líquido da companhia, que apresenta um crescimento médio anual de 28%. Ressaltamos que essa é mais uma premissa arrojada da nossa tese, refletindo uma expectativa otimista quanto à escalabilidade do negócio.



Fonte e elaboração: Suno Research.

Adicionalmente, a evolução estimada do lucro líquido, derivada do cenário supracitado, apresenta a seguinte configuração operacional:



Fonte e elaboração: Suno Research.

Por fim, ao descontarmos os fluxos de caixa a valor presente, estimamos o valor intrínseco da companhia em R\$ 12,2 bilhões, o que representa um *downside* de 3% em relação ao ponto médio da faixa do IPO. Ressaltamos que, como as premissas adotadas são deliberadamente otimistas, um preço-teto para recomendação de compra deveria ser significativamente inferior ao valor calculado. **Dada a ausência de uma margem de segurança adequada no patamar de preços atual, optamos pela não recomendação de entrada neste IPO.**

Riscos

Diante do modelo de negócio do PicPay, abaixo elencamos os principais fatores de risco da tese:

Risco de governança e controle acionário

Um dos principais riscos da tese é o risco de governança, que reside na estrutura de capital *dual-class* que perpetua o controle absoluto da J&F Participações S.A., detida pelos irmãos Joesley e Wesley Batista. Com 96,4% do poder de voto após o IPO, os controladores terão autoridade unilateral para eleger a maioria do conselho e aprovar decisões estratégicas, sem a necessidade de consenso dos acionistas minoritários.

Adicionalmente, o histórico de investigações e acordos de leniência envolvendo os controladores e outras empresas do grupo gera um risco reputacional contínuo (*key man risk*), que pode impactar a percepção de valor da marca PicPay e a volatilidade das ações, independentemente do desempenho operacional da empresa.

A condição de *controlled company* na Nasdaq também isenta o PicPay de manter uma maioria de diretores independentes, reduzindo as camadas de supervisão externa.

Incerteza regulatória no financiamento via cartão de crédito

A operação do PicPay está exposta a um risco regulatório significativo relacionado à funcionalidade que permite aos usuários aportar fundos em suas carteiras digitais utilizando o limite do cartão de crédito. Essa prática, que gera uma parcela relevante das receitas da companhia, tem sido alvo de investigação por parte do Banco Central do Brasil e de críticas de bancos incumbentes, que a consideram uma forma de arbitragem regulatória (parcelamento sem juros artificial). Existe o risco concreto de que novas normas proíbam ou restrinjam severamente essa modalidade de *funding*, ou imponham limites às taxas de intercâmbio, o que resultaria em uma contração material do volume de pagamentos processados e da rentabilidade da empresa.

Para mitigar este risco, o PicPay tem executado uma estratégia agressiva de diversificação de produtos e fontes de receita. A companhia consolidou-se como um dos líderes no ecossistema Pix e está expandindo suas capacidades de iniciação de pagamentos via *Open Finance*, reduzindo a dependência estrutural dos trilhos de cartão de crédito.

Ao transformar-se em um banco digital completo com uma oferta ampla de produtos (investimentos, seguros, crédito consignado), o PicPay dilui o impacto de eventuais restrições em uma única linha de produto, posicionando-se como um provedor de serviços financeiros essenciais e não apenas como uma ferramenta de arbitragem de pagamentos.

Ainda assim, vemos este como um risco relevante para a tese no curto prazo.

Risco de crédito e qualidade da carteira

A rápida expansão da carteira de crédito do PicPay, focada em empréstimos pessoais e cartões de crédito para um público majoritariamente de baixa e média rendas, introduz um risco elevado de inadimplência.

Com provisões para perdas atingindo 12,8% da carteira em setembro de 2025, a companhia enfrenta o desafio de calibrar seus modelos de crédito proprietários em um ambiente macroeconômico de juros altos.

O risco é exacerbado pelo fato de que os modelos de *scoring* do PicPay são relativamente novos e podem não ter sido testados adequadamente em ciclos econômicos recessivos completos, podendo levar a perdas maiores do que as projetadas.

Riscos de cibersegurança e dependência tecnológica

Como uma instituição financeira 100% digital, o PicPay enfrenta riscos operacionais críticos relacionados à segurança da informação e à estabilidade de seus sistemas. A dependência de provedores de infraestrutura em nuvem terceirizados, especificamente a Amazon Web Services (AWS), cria um ponto de vulnerabilidade onde interrupções nos serviços do fornecedor podem paralisar as operações do PicPay.

Além disso, a companhia é um alvo constante de tentativas de ciberataques, fraudes em pagamentos instantâneos e violações de dados, que podem resultar em sanções rigorosas sob a Lei Geral de Proteção de Dados (LGPD) e danos irreparáveis à confiança dos usuários.

Ambiente competitivo e desafios de escala em ecossistema de dupla face

O PicPay opera em um dos cenários mais saturados e dinâmicos do mercado financeiro global, enfrentando uma "guerra de múltiplos fronts", que abrange desde serviços bancários tradicionais até a integração de ecossistemas digitais. Como uma plataforma de dupla face (que atende simultaneamente consumidores e lojistas), a companhia enfrenta o risco de desintermediação e erosão de margens em três pilares críticos:

- **Serviços bancários e investimentos:** a concorrência é acirrada tanto por bancos incumbentes quanto por *neobanks* (Nubank, Inter, PagBank) e plataformas de investimento (XP, NulInvest). A entrada definitiva do Pix e de soluções *Buy Now, Pay Later* (BNPL) reduziu as barreiras de entrada, forçando o PicPay a investir pesadamente em ofertas promocionais e experiência do usuário para evitar o *churn*.
- **Segmento de Pequenas e Médias Empresas (PME):** no setor de aquisição e soluções para lojistas, a pressão vem de *players* consolidados como Stone, GetNet e Rede. O risco aqui é a incapacidade de competir em preço (taxas de desconto e antecipação), uma vez que concorrentes maiores têm maior capacidade de subsidiar essas operações através de outras linhas de negócio.
- **Integração de ecossistema e bens digitais:** a disputa se estende para além das finanças, atingindo o setor de *lifestyle* e shopping (Meliuz, Mercado Livre), em que a fidelidade do cliente é volátil e dependente de níveis agressivos de *cashback* e parcerias exclusivas.

A desvantagem estrutural reside no fato de que muitos concorrentes têm históricos operacionais mais longos, marcas mais consolidadas e, crucialmente, um custo de captação (*funding*) significativamente inferior. Essa assimetria permite que os grandes bancos realizem vendas cruzadas (*cross-selling*) de forma mais eficiente e sustentem operações com margens reduzidas por períodos prolongados, algo que pode comprometer a sustentabilidade financeira do PicPay caso a demanda por sua plataforma fique estagnada.

Conclusão

O PicPay se consolidou como um ecossistema financeiro relevante, operando majoritariamente através de sua carteira digital e plataforma de pagamentos. Seu modelo de negócio se estrutura em dois pilares centrais: *Consumer Banking* e SMB (Pequenas e Médias Empresas). Ambas as frentes, contudo, enfrentam um ambiente competitivo saturado, o que representa um dos riscos primordiais à tese.

Ainda que a companhia tenha demonstrado uma recuperação consistente de margens, revertendo prejuízos e projetando níveis de rentabilidade atrativos para 2025, o cenário inspira cautela. Fatores como governança corporativa e a ausência de uma margem de segurança no preço sugerido são obstáculos significativos.

Diante do exposto, nossa recomendação é de não participação no IPO do PicPay. Entendemos que o *valuation* atual não reflete adequadamente os riscos apontados, não oferecendo uma relação entre risco e retorno favorável ao investidor no momento.

**João Daronco**

Analista

CNPI 7635

**João Gabriel**

Analista

CNPI 9393

**Henrique
Imperial**Gerente de
Análise

CNPI 7691

**Tiago Reis**

Fundador

CNPI 8092

Disclaimer

Este relatório de análise foi elaborado pela Suno Research, que é uma marca da Suno S.A., empresa credenciada como Analista de Valores Mobiliários – Pessoa Jurídica de acordo com as exigências previstas na Resolução CVM nº 20/2021. Os analistas de valores mobiliários responsáveis pela elaboração deste relatório de análise declaram, nos termos da Resolução CVM no 20 de 2021, que as recomendações propostas refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação a empresas do mesmo grupo econômico. Os analistas de valores mobiliários envolvidos na elaboração do relatório (e/ou seus cônjuges ou companheiros) são potenciais titulares de valores mobiliários objeto do relatório, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros. Na emissão deste relatório, a Suno S.A., suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum, podem estar sujeitas a potenciais conflitos de interesses, inclusive (i) ter interesses financeiros e/ou comerciais relevantes; (ii) ter envolvimento na negociação dos valores mobiliários objeto deste relatório; e/ou (iii) receber remuneração por outros serviços prestados para o emissor. É de responsabilidade do investidor verificar a correta adequação dos produtos, serviços e operações deste relatório consoante ao seu perfil. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente, não implicando na obrigação de qualquer comunicação de atualização ou revisão. Este material é de uso exclusivo dos assinantes, a reprodução total ou parcial do conteúdo e deste relatório, sem autorização expressa da Suno Research, pode ser considerada uma infração grave ou uma violação e está sujeita às penalidades aplicáveis nos termos da lei.