

Plataformas Digitais: Revisão de estimativas e preços-alvo para Inter e Méliuz

Aumentando nossas estimativas e preços-alvo para Inter e Méliuz; Reiteramos os ratings de Compra

Atualizamos nossas estimativas e preços-alvo para Inter e Méliuz. Apesar de suas fortes valorizações no acumulado do ano (BIDI11 + 40% e CASH3 + 52%), acreditamos que a recente fraqueza global em “tecnologia” e ações de alto crescimento abriu pontos de entrada atraentes. BIDI11, CASH3, STNE, PAGS, XP e BPAC, por exemplo, caíram 17%, 33%, 26%, 20%, 25% e 21% de seus respectivos máximos mais recentes. No entanto, nesta nota, nos concentramos apenas no Inter e na Méliuz, que reportaram KPIs melhores do que o esperado no 4T20. Juntamente com seus anúncios recentes, resolvemos a aumentar significativamente nossos números. Mas indo direto ao ponto, nossas recomendações de Compra permanecem intactas. Nosso preço-alvo para BIDI11 saltou de R\$ 111 para R\$ 180, enquanto nosso preço-alvo para CASH3 saltou de R\$ 18 para R\$ 35.

Inter: Receita de serviços (fees)/ NII (margem financeira) acelerando; potencial listagem de holding nos EUA; Preço-alvo de R\$ 180

Após três trimestres consecutivos de prejuízos líquidas, o Inter finalmente registrou lucro no 4T20, com as receitas de serviços do marketplace, investimentos, seguros e cartões, todos saindo acima das expectativas. Também vimos um ponto de inflexão importante em suas métricas de ARPU (receita média por usuário) vs. CTS (custo de servir) no 3T, que foi corroborado pelo 4T. Os empréstimos cresceram impressionantes 26% t/t e 84% a/a, também muito mais forte do que antecipávamos. A NII (margem financeira) pós-provisionamento também foi bem. E durante a teleconferência do 4T, o CEO sinalizou a intenção do banco de aumentar os empréstimos por meio de securitização, com a distribuição fluindo por meio de seu braço de investimento, tornando seu balanço patrimonial “mais leve”. Ele também sinalizou a possibilidade de listar a plataforma/holding nos Estados Unidos - ambas as ações que acreditamos levarão a uma redução no CoE (custo de capital). Depois de reduzir nossa premissa de CoE em 25bps e aumentar nosso LPA 2021-2023 em ~20-25%, nosso preço-alvo disparou para R\$ 180/unit.

Méliuz: GMV mais forte; aceleração dos serviços financeiros; Aquisição Picodi

No caso da Méliuz, participamos do IPO, que foi precificado em R\$ 10/ação. Iniciamos a cobertura 40 dias depois, em 13 de dezembro, quando a ação estava cotada a R\$ 12,5. Mas, após a alta no acumulado do ano, agora disparou para R\$ 23, dando-lhe um valor de mercado de ~R\$ 3 bilhões. A empresa só reportará seus resultados do 4T20 no final do mês, mas estamos aproveitando a oportunidade para atualizar nossos números para incluir: i) GMV mais forte para o 4T, que já foi reportado e desencadeou revisões para cima para a divisão de marketplace para os próximos anos; ii) maiores ganhos com serviços financeiros

BTG Pactual – Equity Research:

Eduardo Rosman

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Thomas Peredo, CFA

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

devido ao grande sucesso da parceria de cartão de crédito com o Banco Pan e outras iniciativas; e iii) a recente aquisição da Picodi.com. Como resultado, nossas estimativas de receita para 2021-2023 aumentaram 41%, 63% e 81%, respectivamente. Em suma, as melhores estimativas + CoE (custo de capital) mais baixo (25bps também) levaram nosso preço-alvo para R\$ 35.

Nossas Top Picks para 2021 permanecem inalteradas: STNE, B3, BIDI e CASH

No final de 2020, sinalizamos que tínhamos quatro Top Picks para 2021: Stone, B3, Inter e Méliuz. Apesar das grandes recuperações das duas últimas, reiteramos que as quatro continuam entre as nossas principais teses para este ano (menos expostas a ruídos macro/políticos). Como um lembrete, B3 é nossa Top Pick para tocar o tema de aprofundamento financeiro (*financial deepening*) do Brasil. Atualmente, está sendo negociada perto de 20x P/L 2021 e acreditamos que haja risco de alta para as estimativas de lucro do consenso. Por sua vez, a Stone provavelmente tem a cultura/gestão mais forte em nosso universo de cobertura, enquanto esperamos que a receita e a lucratividade acelerem nos próximos anos. Reconhecemos, no entanto, que avaliar o Inter e a Méliuz não é uma tarefa fácil. Embora o crescimento tenha sido muito rápido, a lucratividade provavelmente permanecerá pressionada no curto prazo. No entanto, qualitativamente falando, acreditamos que ambas empresas têm líderes muito fortes, acesso a capital barato (devido aos seus valuations muito altos) e ventos a favor muito poderosos (aceleração da adoção da digitalização). Ainda achamos que há mais por vir...

Aumentando nossas estimativas e preços-alvo para Inter e Méliuz; Reiteramos a Compra

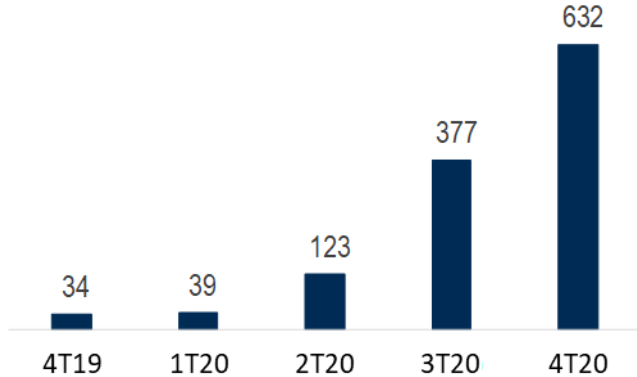
Neste relatório, atualizamos nossas estimativas e preços-alvo para Inter e Méliuz. Ambas as empresas reportaram KPIs melhores do que o esperado no 4T20. Isso, juntamente com seus anúncios recentes como: i) Inter dizendo que poderia listar nos EUA e pretende securitizar uma grande parte dos empréstimos no futuro, e ii) a Méliuz fechando mais parcerias para serviços financeiros, juntamente com sua recente aquisição da Picodi.com, nos levou a aumentar significativamente nossas estimativas, que discutiremos em mais detalhes a seguir. Mas indo direto ao ponto, nossas recomendações de Compra permanecem intactas. Nosso preço-alvo para BIDI11 disparou de R\$ 111 para R\$ 180, enquanto nosso preço-alvo para CASH3 aumentou de R\$ 18 para R\$ 35.

Inter

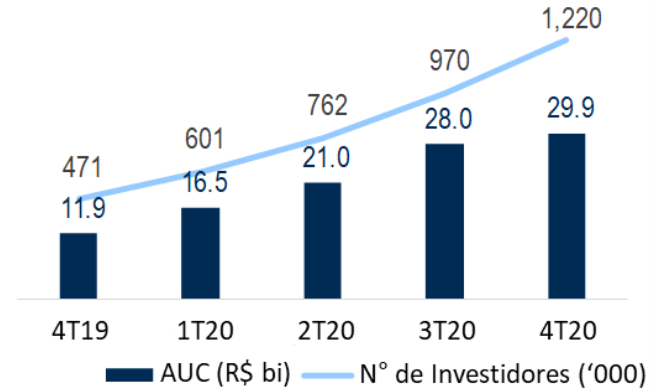
Após três trimestres consecutivos de prejuízo líquido, o Inter apresentou um sólido conjunto de resultados no 4T, com lucro de R\$ 22 milhões, ajudado principalmente pelas receitas de serviços 7% acima do esperado. A ARPU (receita média por usuário) e o CTS (custo de servir) continuaram a melhorar (+ 13,6% e -4% t/t, respectivamente), enquanto o crescimento de ARPU de serviços acelerou novamente (+ 15% t/t) conforme novas iniciativas como marketplace, seguros e investimentos continuam ganhando força. Os empréstimos brutos alcançaram R\$ 9,4 bilhões no trimestre, alta de 26% t/t e 84% a/a, e 6% acima de nossa projeção, com forte crescimento em cartões de crédito e empréstimos a PMEs.

O Inter encerrou 2020 com 8,5 milhões de clientes, enquanto o número de contas abertas por dia atingiu 25 mil em dezembro (contra 20 mil no 3T e 16 mil no 2T), e uma taxa de execução que prepara a empresa para atingir cerca de 14 milhões de clientes no final do ano. No geral, seus KPIs do 4T foram muito fortes:

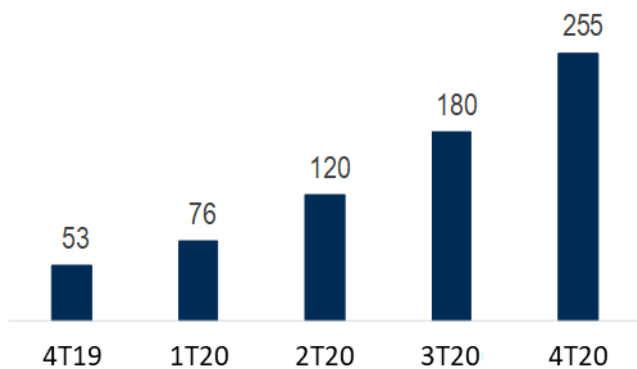
- GMV do Marketplace totalizou R\$ 632 milhões no 4T (+ 68% t/t) e R\$ 1,2 bilhão em 2020;
- Inter Invest atingiu 1,2 milhão de investidores (14,3% do total de clientes);
- Inter Seguros (seguros) atingiu uma penetração de 3%;
- R\$ 3,6 bilhões em originação de novos empréstimos, aumento de 44% t/t e 160% a/

Gráfico 1: GMV Intershop (R\$ milhões)


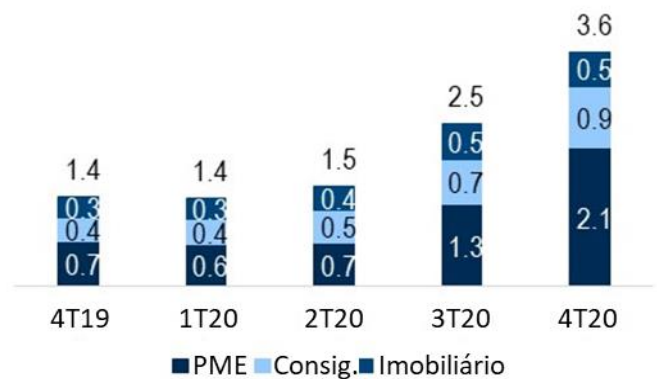
Fonte: Relatórios da empresa, BTG Pactual

Gráfico 1: InterInvest N° de clientes e AuC ('000; R\$ bilhões)


Fonte: Relatórios da empresa, BTG Pactual

Gráfico 2: Número de clientes segurados da InterSeguros ('000)


Fonte: Relatórios da empresa, BTG Pactual

Gráfico 3: Originação de novos empréstimos Inter (R\$ bilhões)


Fonte: Relatórios da empresa, BTG Pactual

Dados os números do 4T melhores do que o esperado, os fortes ventos favoráveis que vemos nas principais iniciativas do Inter e nossas conversas recentes com a empresa, decidimos aumentar nossas estimativas significativamente, especialmente de 2022 em diante. No geral, somos mais construtivos com o crescimento dos empréstimos, NII (margem financeira) pós-provisão e receitas de serviços. Também acreditamos que a lucratividade atingiu um ponto de inflexão e deve ficar mais clara no futuro, com o aumento da alavancagem operacional. Nossas estimativas de LPA para 2021-24 aumentaram 22%, 24% e 25% respectivamente, conforme mostrado na tabela abaixo.

Tabela 1: Estimativas Inter - Novas vs. Antigas

Estimativas Novas vs. Antigas - Inter	2021E			2022E			2023E			2024E		
	Novo	Antigo	%	Novo	Antigo	%	Novo	Antigo	%	Novo	Antigo	%
Magem Financeira líquida	1.095,9	1.039,7	5,4%	1.457,9	1.316,4	10,7%	1.759,8	1.494,3	17,8%	1.969,7	1.782,3	10,5%
Receita de serviços	1.191,2	1.160,7	2,6%	2.014,9	1.928,0	4,5%	2.966,3	2.886,1	2,8%	3.932,9	3.876,8	1,4%
Despesas Administrativas	1.644,5	1.551,5	6,0%	2.113,7	2.022,7	4,5%	2.479,9	2.466,7	0,5%	2.797,8	2.740,9	2,1%
PDD	411,3	459,0	-10,4%	615,2	642,7	-4,3%	812,4	791,1	2,7%	933,8	943,0	-1,0%
Lucro antes dos impostos	225,3	189,9	18,6%	743,9	579,0	28,5%	1.433,7	1.122,6	27,7%	2.171,0	1.975,3	9,9%
Impostos	70,4	63,3	11,2%	225,0	162,0	38,9%	491,2	370,8	32,5%	771,1	698,6	10,4%
Lucro Líquido recorrente	154,9	126,6	22,4%	518,9	417,0	24,4%	942,5	751,8	25,4%	1.399,8	1.276,7	9,6%
LPA recorrente	0,62	0,50	22,4%	2,07	1,66	24,4%	3,75	2,99	25,4%	5,57	5,08	9,6%
Crescimento de empréstimos a/a	58,7%	57,7%	1,07pp	129,4%	130,1%	-0,75pp	197,8%	200,2%	-2,43pp	265,0%	269,2%	-4,17pp
NIM (spread)	4,9%	5,3%	-0,45pp	4,6%	4,9%	-0,25pp	4,3%	4,3%	-0,02pp	3,9%	4,1%	-0,27pp
PDD/média de empréstimos	3,6%	4,3%	-0,69pp	3,6%	4,0%	-0,40pp	3,5%	3,6%	-0,10pp	3,2%	3,4%	-0,20pp
Índice de inadimplência	3,8%	5,7%	-1,81pp	4,0%	5,4%	-1,35pp	3,9%	4,8%	-0,88pp	3,8%	4,8%	-0,97pp
Índice de cobertura	83,1%	73,2%	9,86pp	93,1%	87,5%	5,56pp	107,5%	104,6%	2,93pp	118,9%	112,0%	6,94pp
ROE recorrente	4,6%	3,8%	0,77pp	14,4%	11,9%	2,52pp	23,3%	19,5%	3,85pp	30,0%	28,6%	1,38pp
Número de contas digitais ('000)	13.415	13.962	-3,9%	16.768	18.151	-7,6%	18.781	20.874	-10,0%	20.283	22.544	-10,0%
N° de cartões ('000)	6.707	6.562	2,2%	9.055	9.076	-0,2%	11.268	11.481	-1,8%	13.184	12.850	2,6%
N° de investidores ('000)	1.774	2.025	-12,4%	2.851	3.086	-7,6%	3.381	3.757	-10,0%	4.462	4.283	4,2%
N° de clientes de seguros ('000)	443	489	-9,4%	604	726	-16,9%	751	939	-20,0%	913	1.127	-19,0%
GMV Marketplace	3.521	3.309	6,4%	7.043	6.949	1,4%	10.564	11.813	-10,6%	14.262	17.720	-19,5%

BTGP vs. Consenso	2021E			2022E			2023E			2024E		
	BTGP	Consenso	%	BTGP	Consenso	%	BTGP	Consenso	%	BTGP	Consenso	%
Lucro Líquido recorrente	155	90	71,5%	519	394	31,8%	943	932	1,1%	1.400	1.890	-25,9%
ROE recorrente	4,6%	3,0%	1,57pp	14,4%	12,6%	1,81pp	23,3%	22,7%	0,61pp	30,0%	33,9%	-3,93pp

Fonte: Relatórios da empresa, BTG Pactual

Em resposta ao questionamento durante a teleconferência do 4T sobre a necessidade potencial do banco de continuar levantando capital para apoiar sua carteira de empréstimos, o CEO João Vitor Menin sinalizou a intenção do banco de aumentar os empréstimos por meio de securitização, com a distribuição fluindo através do braço de investimento do Inter. Se o banco for bem-sucedido, provavelmente veremos parte da NII (margem financeira) fluindo para a receita de serviços (fees) por meio de receitas de distribuição. Isso deve reduzir a carga no balanço patrimonial e solidificar o caminho do Inter para se transformar em uma plataforma de negócios. Pela primeira vez perante um grande público, João Vitor mencionou ainda que o banco está estudando a possibilidade de listagem da plataforma/holding nos EUA - ambas as medidas que pensamos conduzirão a uma redução do CoE (custo de capital).

Como um lembrete, junto com o follow-on do ano passado, o CEO anunciou que o grupo mudaria sua estrutura corporativa de um banco para uma holding. Atualmente, a empresa listada é o Banco Inter, que abrange todas as linhas de negócios. Mas isso não é eficiente quando se trata de suas operações não bancárias de rápido crescimento devido a: i) tributação mais alta para os bancos, ii) leis trabalhistas mais rígidas para os funcionários bancários, e iii) regulamentação mais rígida do Banco Central - um obstáculo à rapidez desenvolvimento de produtos não bancários.

Espera-se que a nova estrutura do Inter esteja pronta em meados de 2021, quando o banco se tornaria "apenas mais uma subsidiária", ao lado de seu marketplace (agora InterShop), do braço de investimentos etc. Após a conclusão do processo, a empresa listada seria o Inter Holding, com a expectativa de uma troca de ações de BID14/BID11 para a nova entidade.

Por fim, João Vitor também mencionou durante a conferência que a ideia agora é listar a nova holding, ou plataforma do Inter como ele a chamou, nos EUA. Com isso, e dado seu valor de mercado agora "considerável" de R\$ 35 bilhões (US\$ 6 bilhões), o Inter seria capaz de atrair uma base de investidores muito mais ampla. Também poderia converter ações Classe A em Classe B, dando aos acionistas controladores a capacidade de continuar investindo no negócio sem o risco de perder o controle.

Indicamos que o NuBank anunciou uma rodada da série G de US\$ 400 milhões, avaliando a empresa em US\$ 25 bilhões. Esperamos que o NuBank seja listado nos Estados Unidos no 2S21/início de 2022, o que deve dar um suporte decente às ações do Inter se o valuation for maior ou igual a US\$ 25 bilhões. Afirmamos, no entanto, que o Inter tem seguido uma

estratégia diferente do NuBank, posicionando-se como uma mistura de SuperApps ocidentais e orientais/chineses, com algumas semelhanças com Tinkoff (da Rússia) e Kaspi (do Cazaquistão).

Os empréstimos crescentes por meio de securitização, listagem nos EUA e uma migração mais rápida do que o inicialmente esperado para uma plataforma de negócios real devem contribuir para um custo de capital mais baixo para o Inter. Na verdade, estamos reduzindo o CoE (custo de capital) em mais 25 bps para justificar isso. A combinação de estimativas mais fortes para 2021-24 (também aumentamos nossas estimativas de médio/longo prazo) e um CoE mais baixo (11,75%) empurrou nosso preço-alvo de 2021 para R\$ 180.

Tabela 2: Resumo dos resultados do Inter (R\$ milhões)

Inter	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	18/17	19/18	20/19	21E/20E	22E/21E	23E/22E
Lucro Líquido	53,8	69,8	81,5	8,1	149,2	518,9	946,6	29,8%	16,8%	-90,0%	1732,2%	247,7%	82,4%
Lucro Líquido (pré-extraordinário)	53,8	74,2	58,0	34,9	149,2	518,9	946,6	37,9%	-21,9%	-39,8%	327,3%	247,7%	82,4%
LPA (pré-extraordinário)	0,38	0,42	0,38	0,03	0,59	2,07	3,77	11,4%	-9,1%	-92,2%	1904,9%	247,7%	82,4%
LPA (pré-extraordinário)	0,38	0,44	0,25	0,14	0,59	2,07	3,77	17,2%	-43,9%	-42,3%	316,0%	247,7%	82,4%
Resumo DRE:													
Margem Financeira Líquida (NII)	271,3	412,7	539,3	678,7	1.095,9	1.457,9	1.759,8	52,1%	30,7%	25,9%	61,5%	33,0%	20,7%
Receitas de Serviços	47,4	99,0	213,1	540,0	1.191,2	2.014,9	2.966,3	108,9%	115,2%	153,4%	120,6%	69,2%	47,2%
Outras Receitas	6,1	(2,8)	30,3	(14,3)	(8,0)	0,0	0,0						
Receita Total	324,8	508,9	782,7	1.204,4	2.279,1	3.472,8	4.726,0	56,7%	53,8%	53,9%	89,2%	52,4%	36,1%
Outras despesas administrativas	82,5	118,9	169,2	229,1	881,2	1.145,6	1.317,4	81,3%	94,3%	81,4%	51,4%	30,0%	15,0%
Outras receitas/despesas	91,1	165,1	320,7	581,9	344,3	429,0	511,0	102,4%	141,9%	138,3%	104,6%	24,6%	19,1%
VAT	16,2	26,3	39,7	69,4	130,1	198,3	269,8	62,5%	51,3%	74,7%	87,6%	52,4%	36,1%
Despesas administrativas totais	204,1	339,5	600,3	1.048,6	1.644,4	2.113,7	2.473,1	66,3%	76,8%	74,7%	56,8%	28,5%	17,0%
Lucro Operacional	120,7	169,5	182,3	155,8	634,7	1.359,1	2.253,0	40,5%	7,6%	-14,5%	307,3%	114,1%	65,8%
Provisão para Crédito de Liquidação Duvidosa	50,7	57,6	131,0	214,2	420,7	615,2	812,4	13,7%	127,3%	63,5%	96,5%	46,2%	32,1%
Resultados não-operacionais	(10,2)	(18,0)	31,8	11,8	0,0	0,0	0,0	303,2%	-93,4%	-3544,5%	-218,4%	247,8%	119,5%
Resultado antes da Tributação sobre o Lucro	59,8	93,9	83,1	(46,5)	213,9	744,0	1.440,6	57,1%	-11,4%	-156,0%	-559,9%	247,8%	93,6%
Impostos corporativos	6,0	24,0	1,6	(54,7)	64,7	225,1	494,0	303,2%	-93,4%	-3544,5%	-218,4%	247,8%	119,4%
Taxa de Imposto	10,0%	25,6%	1,9%	117,5%	30,2%	30,3%	34,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,3 bps	404 bps
Resumo Balanço Patrimonial:													
Total Ativos	3.578,2	5.641,3	10.019,6	19.988,2	30.643,5	42.579,9	53.349,9	57,7%	77,6%	99,5%	53,3%	39,0%	25,3%
Empréstimos Bruto	2.602,8	3.338,1	4.797,4	8.805,9	13.976,5	20.198,8	26.222,2	28,3%	43,7%	83,6%	58,7%	44,5%	29,8%
Empréstimos Líquido	2.518,1	3.250,8	4.654,5	8.602,6	13.520,4	19.435,1	25.110,3	29,1%	43,2%	84,8%	57,2%	43,7%	29,2%
Dépósitos	1.556,5	2.390,5	4.992,5	12.417,7	22.267,1	33.005,8	42.387,1	53,6%	108,8%	148,7%	79,3%	48,2%	28,4%
Patrimônio Líquido	383,1	948,8	2.200,0	3.350,5	3.440,0	3.751,4	4.319,3	147,7%	131,9%	52,3%	2,7%	9,1%	15,1%
Indicadores de Desempenho:													
NIM	8,5%	9,4%	7,2%	4,8%	4,9%	4,6%	4,3%	97	-221	-244	8	-22	-37
ROE		10,5%	5,2%	0,3%	4,4%	14,4%	23,5%	n.a.	-531	-489	410	1.004	903
NIM de crédito	18,0%	18,8%	15,8%	12,5%	13,2%	14,4%	14,5%	81	-298	-335	76	114	11
ROE (pré-extraordinário)	14,8%	10,5%	5,2%	0,3%	4,4%	14,4%	23,5%	-428	-531	-489	410	1.004	903
ROA (pré-extraordinário)	1,6%	1,5%	1,0%	0,1%	0,6%	1,4%	2,0%	-8	-47	-99	54	83	56
Índice de Eficiência	62,8%	66,7%	76,7%	87,1%	72,2%	60,9%	52,3%	385	1.000	1.036	-1.491	-1.129	-854
Indicadores de Qualidade da Carteira:													
NPL (> 90 dias)	5,4%	4,4%	4,4%	2,8%	3,8%	4,0%	3,9%	-104	-4	-151	100	17	-10
Índice de Cobertura (> 90 dias)	59,8%	59,5%	68,5%	81,1%	84,8%	94,2%	108,4%	-28	896	1.260	379	939	1.419
Provisões/Média de empréstimos	2,1%	1,9%	3,2%	3,1%	3,7%	3,6%	3,5%	-11	128	-7	54	-9	-10
Baixas/Média de empréstimos	3,2%	1,8%	1,9%	2,3%	1,5%	1,8%	2,0%	-145	7	41	-79	33	20
Endividamento:													
Índice de Capital	17,2%	29,9%	47,8%	31,8%	20,6%	15,7%	14,0%	1.270	1.795	-1.598	-1.119	-496	-163
Nível 1	17,2%	29,9%	47,8%	31,8%	20,6%	15,7%	14,0%	1.270	1.795	-1.598	-1.119	-496	-163
Outras Métricas													
Número de clientes ('000)	379	1.452	4.059	8.455	13.415	16.768	18.781	283,0%	179,5%	108,3%	58,7%	25,0%	12,0%

Fonte: Relatórios da empresa, BTG Pactual

Méliuz

Embora ainda precise reportar seus resultados completos do 4T20 em 31 de março, sinalizamos que a Méliuz já pré-reportou alguns KPIs importantes relacionados ao último trimestre em 7 de janeiro. O GMV do Marketplace totalizou R\$ 950 milhões no 4T, um aumento de 49% t/t e 56% a/a, e 16% acima do que tínhamos em nosso modelo (anterior). Como resultado, o GMV ficou em R\$ 2,5 bilhões em 2020, um aumento de 51% a/a (ainda impactado pelo segmento de turismo, que representa mais de 10% do GMV total). Atualizamos nosso modelo para incluir o GMV do 4T, o que nos levou a aumentar nossas estimativas de GMV para 2021-24 em 16%, 20%, 24% e 28%, respectivamente.

Os clientes ativos nos últimos 12 meses correntes atingiram 5,3 milhões, um aumento de 50% t/t e 152% a/a, impulsionado, principalmente, pelos cartões de crédito de 1,4 milhões e 2,8 milhões (co-branded com Banco Pan) solicitados no 4T e em 2020, respectivamente. Na verdade, acreditamos que a combinação de pedidos de cartão de crédito muito mais fortes do que o inicialmente esperado e novas parcerias para “vender” crédito/seguro na plataforma deve melhorar os resultados

dos serviços financeiros no futuro. Estimamos que as receitas de serviços financeiros atinjam 26% das receitas totais em 2024 (vs. 8% anteriormente e ~9% em 2020).

E mais recentemente, a Méliuz anunciou a aquisição de 51% da Picodi por R\$ 120 milhões (3% de seu valor de mercado), uma plataforma de descontos e cupons que opera em 44 países. O negócio abriu uma nova via de crescimento para a Méliuz, que tem planos de expansão internacional para seu modelo de cashback.

Em nosso modelo, estamos considerando que a Picodi será consolidada a partir do 1T21. Estamos incluindo a receita anual da Picodi de R\$ 31 milhões em uma base pro-rata e presumindo que a operação produza um pequeno lucro. Também aumentamos o Capex do 1T21 em R\$ 120 milhões para contabilizar a aquisição. Apesar da baixa visibilidade sobre a aquisição/resultados da Picodi, acreditamos que criará mais valor para a Méliuz do que o saldo de caixa que tínhamos em nosso modelo.

Por enquanto, ajustamos a Picodi com uma mecânica de modelagem muito simples, presumindo que ele contribuirá para os lucros a partir do 1T21 e estimamos que representará cerca de 13% das receitas totais em 2022.

Em resumo, estamos aumentando nossas estimativas de receita líquida para 2021 e 2022 em 41% e 63%, respectivamente. Ainda vemos o lucro líquido/margem sendo pressionado em 2021 devido à aceleração do quadro de funcionários, mais cashback e maiores investimentos. Dito isso, acreditamos que a margem líquida poderá voltar aos níveis de 2019 em 2023 (a menos que aproveite outras oportunidades para acelerar os investimentos e o crescimento).

Tabela 3: Méliuz - Estimativas novas vs. antigas

	2020E			2021E			2022E			2023E			2024E		
	Novo	Antigo	%	Novo	Antigo	%	Novo	Antigo	%	Novo	Antigo	%	Novo	Antigo	%
Marketplace	120	114	5,5%	195	170	14,7%	282	235	19,6%	379	307	23,6%	498	389	28,1%
Serviços Financeiros	12	9	23,5%	40	22	82,6%	90	26	242,7%	152	31	396,3%	213	35	511,2%
Picodi	0	0	n.a.	36	0	n.a.	54	0	n.a.	78	0	n.a.	102	0	n.a.
Receita Líquida	118	111	6,4%	244	173	41,3%	384	236	62,8%	549	304	80,6%	732	381	91,9%
Desp. Vendas, Gerias & Adm.	(99)	(96)	3,3%	(236)	(188)	25,2%	(323)	(230)	40,6%	(408)	(270)	51,0%	(508)	(304)	67,1%
EBITDA	19	15	26,2%	8	-16	-151,4%	60	6	948,0%	141	34	318,3%	224	77	189,8%
Margem EBITDA	16,0%	13,4%	2,5pp	3,3%	-9,1%	12,4pp	15,7%	2,4%	13,3pp	25,7%	11,1%	14,6pp	30,6%	20,3%	10,3pp
Depreciação & Amortização	(2)	(2)	4,2%	(10)	(2)	377,5%	(12)	(2)	557,8%	(13)	(2)	596,6%	(12)	(2)	618,0%
Lucro líquido	12	10	26,1%	3	-4	-182,0%	43	16	163,8%	101	40	152,7%	157	74	113,1%
Margem Líquida	10,2%	8,6%	1,6pp	1,2%	-2,1%	3,3pp	11,0%	6,8%	4,2pp	18,5%	13,2%	5,3pp	21,5%	19,4%	2,1pp
LPA	0,14	0,09	62,0%	0,02	-0,03	-182,0%	0,33	0,12	164%	0,78	0,31	153%	1,21	0,57	113%
N° total de clientes	14.000	11.199	25,0%	19.600	13.439	45,8%	23.128	15.858	45,8%	26.597	18.237	45,8%	29.789	20.426	45,8%
N° de clientes ativos	5.300	2.740	93,4%	7.950	3.288	141,8%	9.699	3.880	149,9%	11.445	4.579	149,9%	13.162	5.266	149,9%
GMV (R\$bn)	2.519	2.389	5,5%	4.142	3.575	15,9%	5.904	4.935	19,6%	7.888	6.384	23,6%	10.203	7.963	28,1%
Marketplace Take Rate (%)	4,78%	4,78%	0 bps	4,70%	4,75%	-5 bps	4,77%	4,77%	0 bps	4,81%	4,81%	0 bps	4,88%	4,88%	0 bps
TPV (R\$bn)	645	606	6,5%	2.765	2.251	22,8%	6.956	4.051	71,7%	12.664	5.712	121,7%	19.369	7.219	168,3%
Take Rate de Serviços Financeiros (%)	1,82%	1,56%	25 bps	1,46%	0,98%	48 bps	1,30%	0,65%	65 bps	1,20%	0,54%	66 bps	1,10%	0,48%	62 bps

	2020E			2021E			2022E			2023E			2024E		
	BTGP	Consens.	%	BTGP	Consens.	%	BTGP	Consens.	%	BTGP	Consens.	%	BTGP	Consens.	%
Lucro Líquido	12	11	8,7%	3	3	10,5%	42	24	79,4%	101	54	88,3%	157	n.a.	n.a.

Fonte: Relatórios da empresa, BTG Pactual

O uso mais rápido do que o esperado do capital levantado no IPO e a entrega melhor do que o esperado do marketplace e dos negócios de serviços financeiros, nos deixam confortáveis em reduzir nossa premissa de CoE (custo de capital) em 25 bps. A combinação de estimativas mais fortes e CoE mais baixo elevou nosso preço-alvo de 2021 para R\$ 35, justificando nossa classificação de Compra.

A Méliuz tem uma equipe muito forte e uma cultura poderosa, apoiada em uma tecnologia sólida, que acreditamos deve permitir sua expansão sem sacrificar a qualidade do produto/serviço. Embora ainda pensemos que pode ser um alvo de

fusões e aquisições para empresas como o NuBank, seus movimentos recentes nos mostraram que ainda tem muito espaço para crescer por conta própria.

Tabela 2: Resumo dos resultados da Méliuz (R\$ milhões)

DRE (R\$mi)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	18/17	19/18	20E/19	21E/20E	22E/21E	23E/22E	24E/23E
Receita Bruta	29	49	90	132	271	426	610	813	71%	84%	45%	106%	57%	43%	33%
Marketplace	29	49	89	120	195	282	379	498	71%	80%	35%	61%	45%	35%	31%
Serviços Financeiros	0	0	1	12	40	90	152	213	n.a	n.a	685%	244%	124%	68%	40%
Picodi	0	0	0	0	36	54	78	102	n.a	n.a	n.a	n.a	50%	45%	30%
Deduções	(3)	(5)	(9)	(13)	(27)	(43)	(61)	(81)	68%	88%	48%	104%	57%	43%	33%
% Deduções	0	0	0	0	0	0	0	0	-2%	3%	2%	-1%	0%	0%	0%
Receita Líquida	26	45	82	118	244	384	549	732	72%	83%	45%	106%	57%	43%	33%
Despesas com cashback	(18)	(22)	(40)	(59)	(163)	(234)	(317)	(415)	28%	77%	49%	175%	44%	35%	31%
Desp. Vendas e Marketing	(3)	(5)	(2)	(7)	(24)	(25)	(27)	(28)	91%	-55%	198%	227%	5%	5%	5%
Despesas com pessoal	(17)	(14)	(18)	(18)	(40)	(52)	(51)	(49)	-14%	26%	1%	116%	32%	-2%	-3%
Despesas administrativas	(5)	(8)	(9)	(10)	(15)	(17)	(19)	(22)	47%	23%	11%	42%	13%	13%	14%
Outras Despesas	(0)	(2)	(1)	4	5	5	6	6	379%	-29%	-433%	15%	3%	3%	3%
Desp. não recorrentes	0	0	0	(6)	0	0	0	0	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Desp. Vendas, Gerais & Adm.	(43)	(52)	(71)	(99)	(236)	(323)	(408)	(508)	22%	37%	40%	137%	37%	26%	24%
EBITDA	(17)	(7)	11	19	8	60	141	224	-57%	-247%	78%	-57%	648%	133%	59%
Magrem EBITDA	-64%	-16%	13%	16%	3%	16%	26%	31%	48,1pp	29,2pp	3,0pp	-12,6pp	12,4pp	9,9pp	5,0pp
Depreciação & Amortização	(0)	(1)	(2)	(2)	(10)	(13)	(13)	(12)	23%	294%	-7%	428%	37%	-4%	-3%
Resultados Financeiros	1	0	(0)	0	4	9	15	19	-76%	-246%	-146%	2859%	126%	65%	27%
Resultado antes dos impostos	(16)	(8)	8	17	2	56	143	231	-54%	-211%	106%	-86%	2216%	154%	61%
Impostos	0	0	7	(5)	2	(12)	(36)	(64)	n.a	n.a	-175%	-133%	-808%	209%	77%
% Taxa efetiva de imposto	0%	0%	-81%	30%	-68%	21%	25%	28%	0,0pp	-80,9pp	110,4pp	-97,9pp	89,2pp	4,5pp	2,5pp
Lucro Líquido	(16)	(8)	15	12	3	42	101	157	-54%	-300%	-20%	-76%	1346%	140%	55%
% Margem Líquida	-62,8%	-16,9%	18,4%	10,2%	1,2%	11,0%	18,5%	21,5%	45,9pp	35,3pp	-8,2pp	-9,0pp	9,8pp	7,4pp	3,0pp
Principais métricas do negócio:	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	18/17	19/18	20E/19	21E/20E	22E/21E	23E/22E	24E/23E
ROE	-106%	-65%	98%	6%	1%	10%	21%	28%	41,2pp	162,5pp	-92,1pp	-5,0pp	9,3pp	11,3pp	6,2pp
ROA	-69%	-34%	51%	5%	1%	9%	19%	24%	35,4pp	85,0pp	-46,0pp	-4,5pp	8,2pp	9,8pp	5,1pp
GMV/TPV	737	1.059	1.806	3.165	6.907	12.860	20.552	29.573	44%	71%	75%	118%	86%	60%	44%
Marketplace	737	1.059	1.677	2.519	4.142	5.904	7.888	10.203	44%	58%	50%	64%	43%	34%	29%
Serviços Financeiros	0	0	129	645	2.765	6.956	12.664	19.369	n.a	n.a	401%	328%	152%	82%	53%
Take rate Marketplace	3,9%	4,7%	5,3%	4,8%	4,7%	4,8%	4,8%	4,9%	0,8pp	0,7pp	-0,5pp	-0,1pp	0,1pp	0,0pp	0,1pp
Take rate Serviços Financeiros	0,0%	0,0%	1,2%	1,8%	1,5%	1,3%	1,2%	1,1%	0,0pp	1,2pp	0,7pp	-0,4pp	-0,2pp	-0,1pp	-0,1pp
Marketshare GMV+TPV	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,4%	0,7%	1,0%	1,3%	0,0pp	0,0pp	0,1pp	0,2pp	0,3pp	0,3pp	0,3pp
Market share Marketplace	1,1%	1,2%	1,7%	2,0%	4,1%	6,0%	7,6%	8,7%	0,2pp	0,5pp	0,3pp	2,1pp	1,9pp	1,6pp	1,0pp
Market share Serviços Financeiros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,3%	0,4%	0,6%	0,0pp	0,0pp	0,0pp	0,1pp	0,1pp	0,2pp	0,2pp
Cashback sobre o GMV Total	2,4%	2,1%	2,2%	1,9%	2,4%	1,8%	1,5%	1,4%	-0,3pp	0,1pp	-0,3pp	0,5pp	-0,5pp	-0,3pp	-0,1pp
Cashback sobre a Receita Bruta	61,1%	45,6%	43,9%	44,8%	60,0%	55,0%	52,0%	51,0%	-15,5pp	-1,7pp	0,9pp	15,2pp	-5,0pp	-3,0pp	-1,0pp
Despesas de pessoal sobre Receita Bruta	57,6%	29,0%	20,0%	13,9%	14,6%	12,2%	8,4%	6,1%	-28,6pp	-9,0pp	-6,1pp	0,7pp	-2,4pp	-3,9pp	-2,3pp
Quadro de Funcionários	143	138	140	140	197	226	260	263	-3%	1%	0%	41%	15%	15%	1%

Fonte: Relatórios da empresa, BTG Pactual | TPV = volume total de pagamentos

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo o banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx