

Mosaico (MOSI3): Iniciando cobertura com uma Compra; Preço-alvo de R\$ 34

Compreendendo o funil do e-commerce; A Mosaico como provedora de tráfego

Iniciamos nossa cobertura na Mosaico, a maior plataforma de originação de vendas e conteúdo de e-commerce do Brasil, com uma classificação de Compra e preço-alvo de R\$ 34. Por anos, estudamos e-commerce e seus players listados no Brasil e no mundo. Nossa cobertura era inicialmente restrita a grandes plataformas como MGLU e B2W, mas em 2020 e início de 2021 tivemos diversos IPOs de players de e-commerce e prestadores de serviços de nicho, reforçando a tendência de crescimento secular do setor, beneficiando diferentes empresas de sua cadeia. Nosso otimismo na Mosaico reflete quatro pilares: (i) exposição ao crescimento secular do e-commerce do Brasil, fornecendo tráfego (ativo crucial no mundo de hoje) para os principais participantes do mercado; (ii) amplo sortimento de oferta (+32 milhões) e tráfego qualificado (23 milhões de contas de usuários), com produção de conteúdo independente e alto ROI para os clientes; (iii) modelo de negócios leve em ativos altamente lucrativos e geradores de caixa; e (iv) oportunidades valiosas a serem exploradas com lançamento da plataforma de cashback (que adiciona R\$ 6/ação, representando 17% do nosso preço-alvo), novas categorias a oferecer e mais conteúdo.

Aproveitando o tráfego e penetração maciça entre varejistas

Por meio de três marcas, Zoom, Buscapée e Bondfaro (a última do final da década de 1990), a Mosaico oferece aos consumidores uma ferramenta de assistência de compras que inclui conteúdo especializado e independente e uma funcionalidade de comparação de preços, enquanto oferece aos clientes (principais players do e-commerce brasileiro) tráfego para suas plataformas. As três marcas tiveram +78 milhões de visitas nos 9 meses de 2020 (30 milhões de visitantes únicos) e +32 milhões de ofertas, com acordos com +500 varejistas, por meio de um modelo baseado, principalmente, na geração de leads e remuneração baseada em pagamento por clique para a Mosaico (mais de R\$ 4 bilhões de GMV gerados para clientes em 2020). Enquanto isso, a Mosaico revelou recentemente planos para lançar uma plataforma de cashback no curto prazo, aproveitando seus acordos com varejistas e seu enorme tráfego e sistema de pagamentos.

Transição do mercado focado em cupons para uma estratégia de marketing mais sólida

O marketing de afiliados veio para ficar. Após florescer desde 2010, continua sendo uma das estratégias mais populares para impulsionar as vendas e gerar renda passiva. Mas há uma mudança do marketing de afiliados focado em cupons para um canal de marketing mais sério, mostrado pela maior % de comissões ganhas por profissionais de marketing de afiliados de conteúdo e provedores de cashback, agora usados por grandes anunciantes que buscam crescer mais rápido. Nos Estados Unidos, mais de 80% também dedicam +10%

BTG Pactual – Equity Research:

Luiz Guanais

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Gabriel Savi

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Victor Rogatis

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Mosaico SA (MOSI3)

Data	23/03/2021
Ticker	MOSI3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	34,0
Preço (R\$)	23,3
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

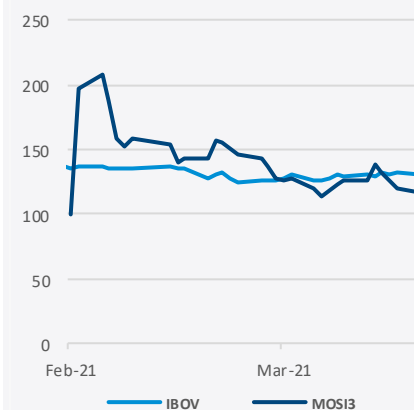
Market Cap. (R\$ mn)	2.949,68
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	52,97

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	40,2x	72,3x
EV/EBITDA	29,9x	95,4x

Stock Performance:

Março (%) -19,3%



dos orçamentos de marketing a programas de afiliados. Em 2020, a publicidade digital no Google, Facebook e Alibaba ultrapassou os gastos com mídia tradicional, uma mudança histórica de participação de mercado acelerada pela Covid. Após aumentos de capital bem-sucedidos desde 2019, os principais players de e-commerce do Brasil têm balanços mais sólidos para investir mais no crescimento do GMV, com foco em estratégias de aquisição de clientes (especialmente por meio de marketing digital) e favorecendo modelos de negócios como a Mosaico.

Valuation atraente para um provedor de tráfego + perspectiva otimista = Compra

Não podemos ignorar os riscos da maior parte do tráfego da Mosaico ainda dependendo de pesquisas pagas (~60%), potencial consolidação do e-commerce no Brasil (= maior participação de tráfego orgânico para grandes players) e o estágio inicial da plataforma de cashback, mas vemos a empresa bem posicionada para se beneficiar dos maiores investimentos dos players de e-commerce na aquisição de clientes, enquanto a oferta de cashback aumenta sua proposta de valor. Para melhor capturar o valor da Mosaico, usamos um modelo de valuation envolvendo uma abordagem DCF de três fases para seu negócio principal (propagandas de produtos, marketplace e exibição de anúncios) combinada com uma análise de múltiplos de saída de EV/Vendas para a operação de cashback. Nosso preço-alvo de R\$ 34 implica EV/Vendas 2021 de 11x. Assumindo um CAGR de vendas de 2020-25 de 51%, o valuation ainda oferece um bom potencial de valorização.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	63,2	101,8	56,9	56,0	12,9
EV/EBITDA	-	-	-	29,9	95,4
P/L	-	-	-	40,2	72,3
Dividend Yield %	-	-	-	0,6	0,3

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	80	114	230	347	540
EBITDA	6	57	67	79	25
Lucro Líquido	5	64	47	73	41
LPA (R\$)	0,04	0,50	0,37	0,58	0,32
DPA Líquido (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,14	0,08
Dívida Líquida/Caixa	6	-39	558	590	583

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 23,30, em 22 de Março de 2021.

Aprofundando na jornada do consumidor/player de e-commerce

Iniciamos a cobertura na Mosaico, a maior plataforma de originação de vendas e conteúdo de e-commerce do Brasil, com uma classificação de Compra e preço-alvo de R\$ 34.

Por anos, estudamos o e-commerce e seus players listados no Brasil e no mundo. A cobertura estava inicialmente restrita às maiores plataformas, como MGLU ou B2W, mas no ano passado (e início de 2021) assistimos a diversos IPOs de players de e-commerce e prestadores de serviços de nicho, reforçando a tendência de crescimento secular no setor, beneficiando diferentes empresas de sua rede.

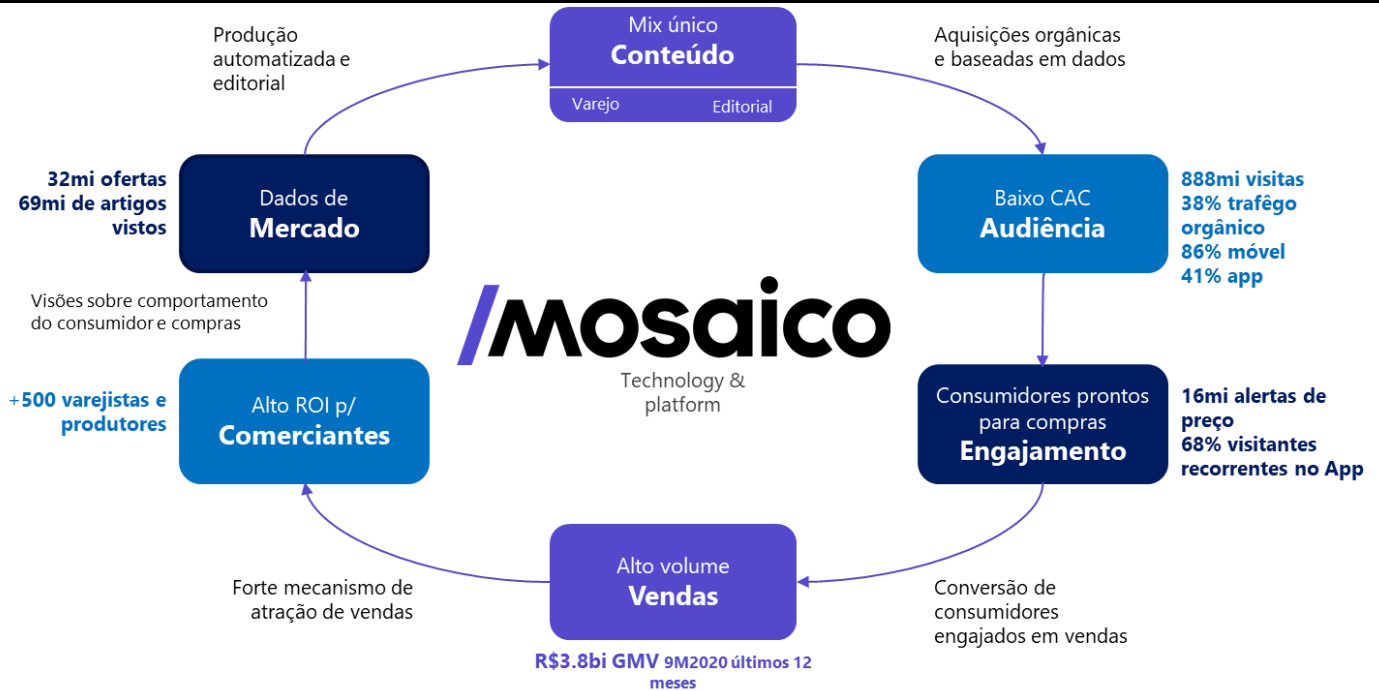
Tabela 1: Cadeia do E-commerce: Marketplaces horizontais e verticais e facilitadores do e-commerce



Fonte: BTG Pactual

Nosso otimismo na Mosaico reflete quatro pilares: (i) exposição ao crescimento secular do e-commerce do Brasil, fornecendo tráfego (ativo crucial no mundo de hoje) para os principais players do mercado; (ii) amplo sortimento de oferta (+32 milhões) e tráfego qualificado (23 milhões de contas de usuários), com produção de conteúdo independente e alto ROI para os clientes; (iii) modelo de negócios *asset-light* altamente lucrativo e gerador de caixa; e (iv) oportunidades valiosas a serem exploradas com o lançamento da plataforma cashback, novas categorias a oferecer e mais conteúdo.

Tabela 2: Círculo da Mosaico

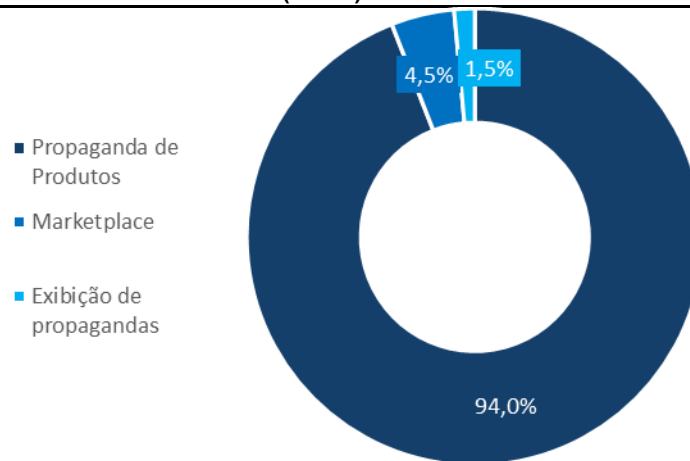


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Por meio de três marcas, Zoom, Buscapé e Bondfaro (a última datando do final da década de 1990), a Mosaico oferece aos consumidores uma ferramenta de assistência de compras que inclui conteúdo especializado e independente e uma funcionalidade de comparação de preços, enquanto oferece aos clientes (principais players do e-commerce brasileiro) tráfego para suas plataformas.

Possui três modelos de negócios: (i) anúncios de produtos (gerando leads para clientes e remunerados por pagamento por clique), (ii) marketplace: fornece plataforma para +500 vendedores e recebe take-rate (8%), e (iii) exposição de anúncios: as marcas podem colocar anúncios em sua plataforma.

Tabela 3: Quebra de receitas (2020E)



Fonte: Empresa e BTG Pactual

Argumentamos que o e-commerce no Brasil enfrenta uma tendência de crescimento secular. 2020 foi caótico e mergulhou consumidores e empresas na crise. Em 2021, vamos começar a ver os contornos das novas ordens econômicas, sociais e culturais forjadas no caminho da COVID-19. Mas hábitos antigos (ou novos) são difíceis de morrer. As empresas de e-commerce prosperaram em meio a COVID-19, à medida que mais pessoas migraram para as compras online para evitar idas às lojas.

Em nossas estimativas, após crescer 48% em 2020, assumimos que o comércio eletrônico brasileiro crescerá 8% em 2021, impulsionado, principalmente, pelos principais players que são mais de 2/3 do mercado e, em média, 23% ao ano até 2025, atingindo R\$ 429 bilhões.

Enquanto 2021 significa uma grande desaceleração em relação a 2020, o TAM (mercado endereçável total) em 2021 é 5% maior do que as estimativas pré-pandemia pois há um efeito de carregamento da mudança digital dos consumidores (e investimentos das empresas em experiência do usuário) que beneficia o crescimento do setor nos próximos anos.

Assumindo que o setor de varejo cresça, em média, a inflação + 1,5% nos próximos anos, isso implica que o e-commerce será responsável por 17,4% das vendas no varejo em 5 anos (vs. 8,1% esperado para 2020), ou 4,0% do PIB (vs. 1,6% atualmente).

Tabela 4: GMV do mercado brasileiro de e-commerce (R\$ bi) e % das vendas do varejo



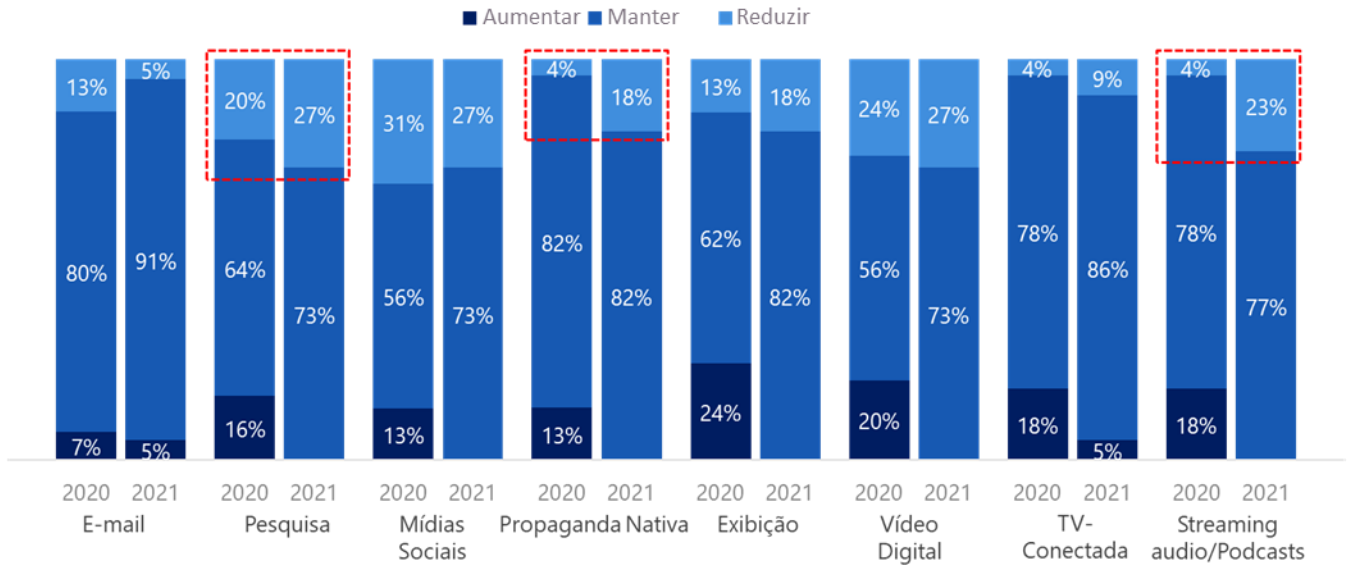
Fonte: Neotrust e BTG Pactual

Em 2020, a publicidade digital no Google, Facebook e Alibaba ultrapassou os gastos com mídia tradicional, uma mudança histórica de participação de mercado acelerada pelo coronavírus.

No Brasil, após a realização das aberturas/aumentos de capital bem-sucedidos desde 2019, os principais players do e-commerce têm balanços mais sólidos para investir mais no crescimento do GMV (especialmente por meio do marketing

digital) em meio à mudança digital dos consumidores, o que deve ampliar a lacuna para players menores e favorecer mais consolidação do mercado.

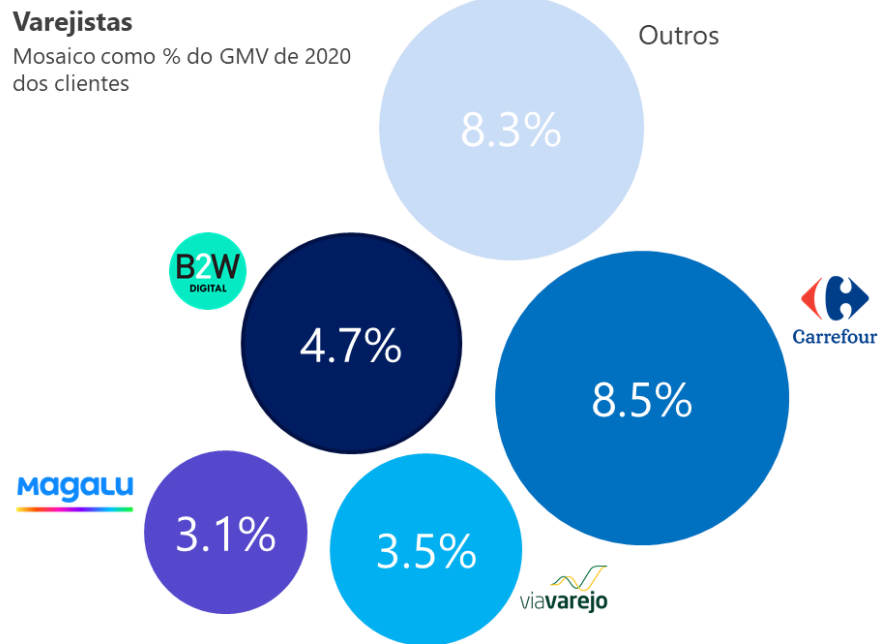
Tabela 5: Intenções de investimento em marketing – 2021 vs. 2020 (Brasil)



Fonte: Nielsen e BTG Pactual

Mas vai além disso. Magazine Luiza, B2W e MercadoLibre vão investir cada vez mais na aquisição de clientes, depois de um ano em que o CAC (custo de aquisição de clientes) caiu devido à mudança digital dos consumidores. Isso beneficiará a proposta de valor da Mosaico, com 73% de suas receitas provenientes dos principais players do mercado, mas ainda com penetração de apenas um dígito em cada um desses participantes.

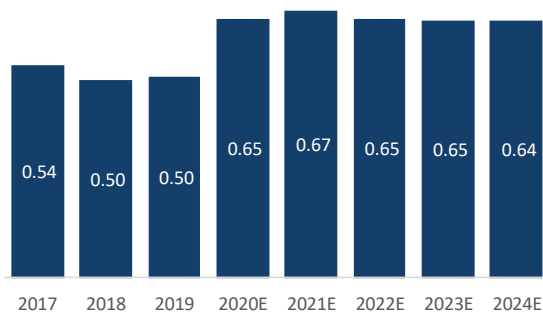
Tabela 6: % do GMV dos clientes (2020)



Fonte: Empresa e BTG Pactual

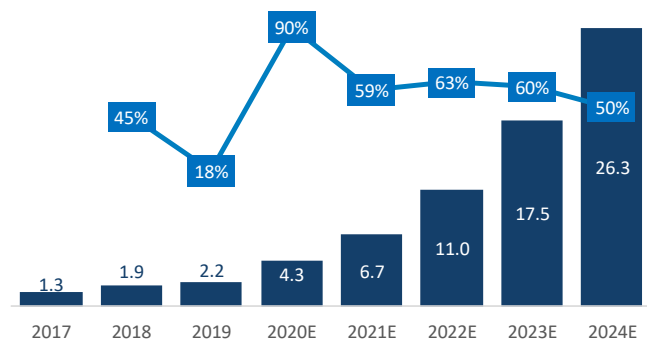
Essas três marcas tiveram +78 milhões de visitas nos 9 meses de 2020 (30 milhões de visitantes únicos), +32 milhões de ofertas, parcerias com +500 marcas e 23 milhões de contas de usuários, com um modelo baseado, principalmente, na geração de leads e remuneração por clique (resultando em mais de R\$ 4 bilhões de GMV gerados para seus clientes no ano passado). Essa escala é sua principal vantagem.

Tabela 1: Preço por clique (R\$/lead)



Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 2: GMV de anúncio de produtos (R\$ milhões e crescimento a/a)



Fonte: Empresa e BTG Pactual

A Mosaico revelou recentemente o lançamento de curto prazo de uma plataforma de cashback que aproveita seus acordos com varejistas, seu vasto tráfego e sistema de pagamento. Ela também se beneficia do e-commerce em expansão no Brasil, com os principais players buscando novas maneiras de monetizar sua base.

No modelo de cashback comum, os varejistas/parceiros pagam um take-rate (5-8%) à plataforma de cashback, que compartilha parte do take-rate com os clientes, devolvendo parte do dinheiro gasto na compra (50-70% de cashback do

take rate). Então, esse é um negócio de plataforma onde escala é tudo: quanto mais clientes (e frequência), mais fácil atrair parceiros e vice-versa.

Cashback como CAC: a estratégia de cashback da Mosaico será vinculada às ofertas dos varejistas em suas plataformas: a empresa ainda é remunerada por clique e oferece cashback aos usuários como um desconto para atrair mais tráfego e frequência de usuários e, assim, gerar mais GMV para os clientes. Assim, o lado positivo de seu modelo atual (que detalharemos nas próximas seções) está em: (i) aumentar a frequência média do cliente atual e (ii) atrair novos clientes para suas plataformas.

Para complementar sua plataforma de cashback e anúncios de produtos, firmou parceria exclusiva de 5 anos com o BTG que permite: (i) oferta de cashback da Mosaico aos usuários de suas plataformas e canais de distribuição via e-wallet e contas de pagamento operadas pelo BTG Pactual em uma base de co-branding; (ii) oferta de serviços financeiros, bancários e de seguros pelo BTG Pactual aos usuários das plataformas e canais de distribuição da Mosaico; e (iii) desenvolvimento da plataforma de e-commerce do BTG Pactual em seus canais eletrônicos (marketplace) para oferecer certos bens de consumo comercializados no ecossistema da Mosaico. A parceria fortalece o ecossistema da Mosaico e pode significar maior recorrência/envolvimento dos usuários em sua plataforma.

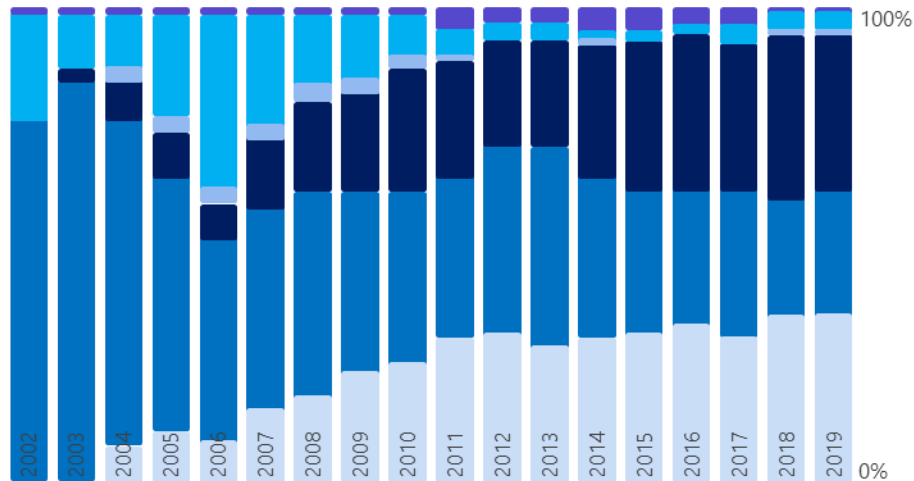
O mercado de afiliados está aqui para ficar. Desde o rápido crescimento desde 2010, esta continua sendo uma das estratégias mais populares para impulsionar as vendas e gerar renda passiva. A interrupção do ano passado renovou o interesse dos anunciantes nos setores mais amplos de publicidade digital e e-commerce, mas, especificamente, nos ROIs confiáveis que são a base do marketing de desempenho.

Mas há uma mudança do marketing de afiliados focado em cupons para um canal de marketing mais sério, mostrado pela maior % de comissões ganhas por profissionais de marketing de afiliados de conteúdo e provedores de cashback, agora usados por grandes anunciantes que buscam crescer mais rápido. Nos Estados Unidos, mais de 80% deles também dedicam mais de 10% de seus orçamentos de marketing a programas de afiliados.

Tabela 8: perfil do marketing afiliado no Reino Unido



Divisão de vendas do editor (Reino Unido)



Divisão de vendas do editor (Reino Unido x resto do mundo, 2019)



Fonte: Relatório anual Awin 2020 e BTG Pactual

Construindo a capa de uma plataforma de cashback não requer recursos tecnológicos complexos. Mas para garantir uma boa experiência do usuário e uma compreensão completa do comportamento da base de usuários, mantendo um baixo CAC (aproveitando o tráfego e a assertividade na oferta de cashback), é definitivamente necessário um vasto conhecimento do negócio e análise de dados, alinhado com sistemas complexos de back-office e rastreamento.

O cashback dá à Mosaico a oportunidade de aumentar a frequência em sua plataforma (~ 4x/ano vs. ~ 8x na plataforma Méliuz). Assim, fornecemos uma análise de sensibilidade do potencial do cashback no modelo da Mosaico, que incorporamos ao nosso preço-alvo.

No modelo, consideramos uma adesão de 10% ao cashback (sobre o GMV principal da Mosaico) no primeiro ano da operação e 30% em 5 anos, bem como um take-rate de 5% (com rebate de 50%). Também assumimos que a frequência de usuários da funcionalidade cashback cresce para 8x (vs. 4x atualmente).

Dados os primeiros dias da plataforma de cashback para a Mosaico, assumimos um múltiplo de saída EV/Vendas (em 2025) de 1,8x (em linha com o múltiplo EV/Vendas de 2025 da Mosaico), atingindo um valor patrimonial de R\$ 727 milhões (que representa 17 % do nosso preço-alvo).

Não podemos ignorar os riscos da maior parte do tráfego do Mosaico ainda depender de pesquisas pagas (~60%), potencial consolidação do e-commerce no Brasil (= maior participação de tráfego orgânico para grandes players) e o estágio inicial da plataforma de cashback, mas vemos a Mosaico bem posicionado para se beneficiar dos maiores investimentos dos players de e-commerce na aquisição de clientes, enquanto a oferta de cashback aumenta sua proposta de valor.

Nosso preço-alvo de R\$ 34 utiliza uma análise de DCF de três fases para o negócio principal da Mosaico, mais uma análise de múltiplo de saída para a plataforma de cashback e implica um EV/Vendas 2021 de 11x. Assumindo um CAGR de vendas de 51% para 2020-25, o valuation ainda oferece um bom potencial de valorização.

Tabela 9: Resumo financeiro – Mosaico

DRE (R\$mi)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Receita Líquida	67	80	114	230	347	540
CSV	(2)	(6)	(10)	(17)	(24)	(41)
Lucro Bruto	65	74	104	212	322	499
Despesas Gerais e Administrativas	(53)	(68)	(47)	(146)	(243)	(474)
D&A	(0)	(0)	(2)	(4)	(4)	(3)
EBIT	11	6	55	63	75	21
EBITDA	11	6	57	67	79	25
EBITDA Ajustado	14	9	31	73	79	25
Resultado financeiro	0	(0)	(1)	(3)	14	23
EBT	11	6	54	60	90	45
Impostos	(3)	(0)	10	(14)	(16)	(4)
Lucro Líquido	9	5	64	47	73	41
Lucro Líquido Ajustado	11	8	25	51	73	41

Crescimento (a/a)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Vendas Líquidas	20,3%	41,6%	101,7%	50,9%	55,8%	
EBITDA Ajustado	-36,9%	247,1%	138,2%	7,9%	-68,6%	
Lucro Líquido	40,5%	-1153,2%	27,1%	-57,6%	44,5%	
Lucro Líquido Ajustado	28,7%	-227,9%	-105,2%	-43,1%	44,5%	

Margens Operacionais	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Margem Bruta	96,6%	92,4%	91,0%	92,5%	93,0%	92,4%
Despesas Gerais e Administrativas / Receita Líquida	-79,8%	-84,9%	-41,0%	-63,4%	-70,2%	-87,8%
Margem EBIT	16,3%	7,0%	48,3%	27,5%	21,8%	4,0%
Margem EBITDA	16,8%	7,6%	49,9%	29,1%	22,8%	4,6%
Margem EBITDA ajustada	21,0%	11,0%	27,0%	31,8%	22,8%	4,6%
Margem Líquida	12,8%	6,3%	56,1%	20,3%	21,2%	7,5%
Margem Líquida ajustada	16,0%	9,5%	22,0%	22,3%	21,2%	7,5%

Balanco Patrimonial (R\$mi)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Ativos	31	34	148	714	803	890
Caixa + Aplicações de curto prazo	5	6	28	558	590	583
Recebíveis líquido	23	23	76	111	168	261
Estoque	1	1	0	1	1	2
Outros	3	5	43	44	44	44
Permanente + Ativos de longo prazo	1	1	45	42	39	36
Ativos totais	32	35	193	756	842	926
Passivos	18	21	134	75	106	159
Fornecedores	15	17	39	56	84	131
Impostos	1	1	4	6	8	15
Dívida de Curto Prazo + Longo Prazo	0	0	68	0	0	0
Outros	2	3	24	14	14	14
Interesse minoritário	0	0	0	0	0	0
Patrimônio Líquido	14	14	59	681	736	766
Passivo Total	32	35	193	756	842	926

Fluxo de caixa (R\$mi)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Fluxo de caixa das operações	2	5	29	15	27	(24)
(-) Capex	0	0	0	(0)	(0)	(0)
Fluxo de caixa livre para a firma (FCFF)	2	5	29	15	27	(24)
Fluxo de caixa de financiamento	0	(0)	(1)	(53)	14	23
Fluxo de caixa para os acionistas (FCFE)	2	5	28	(38)	41	(1)

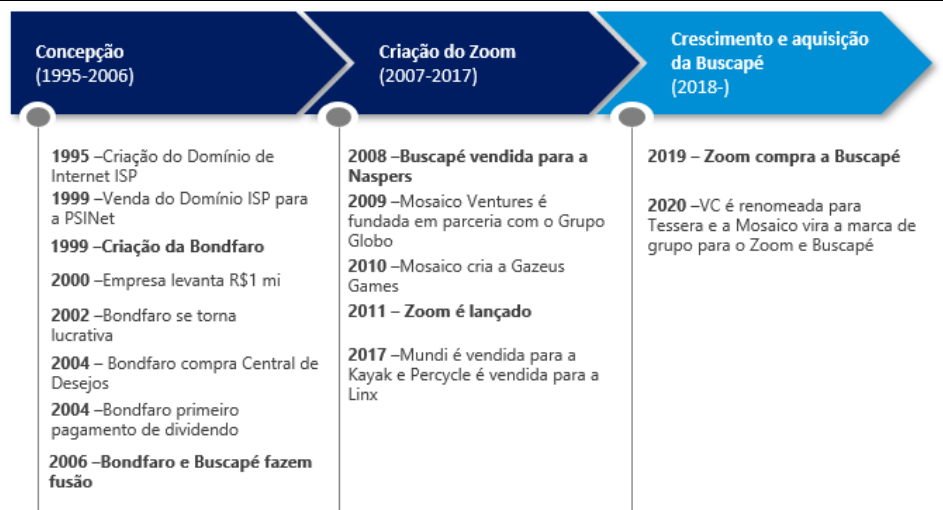
Fonte: BTG Pactual

Mais de 20 anos de empreendedorismo

Via Zoom, Buscapé e Bondfaro, a Mosaico oferece aos consumidores uma ferramenta de assistência de compras com conteúdo especializado e independente e uma funcionalidade de comparação de preços, enquanto seus clientes (os principais players de e-commerce do Brasil) obtêm tráfego para suas plataformas.

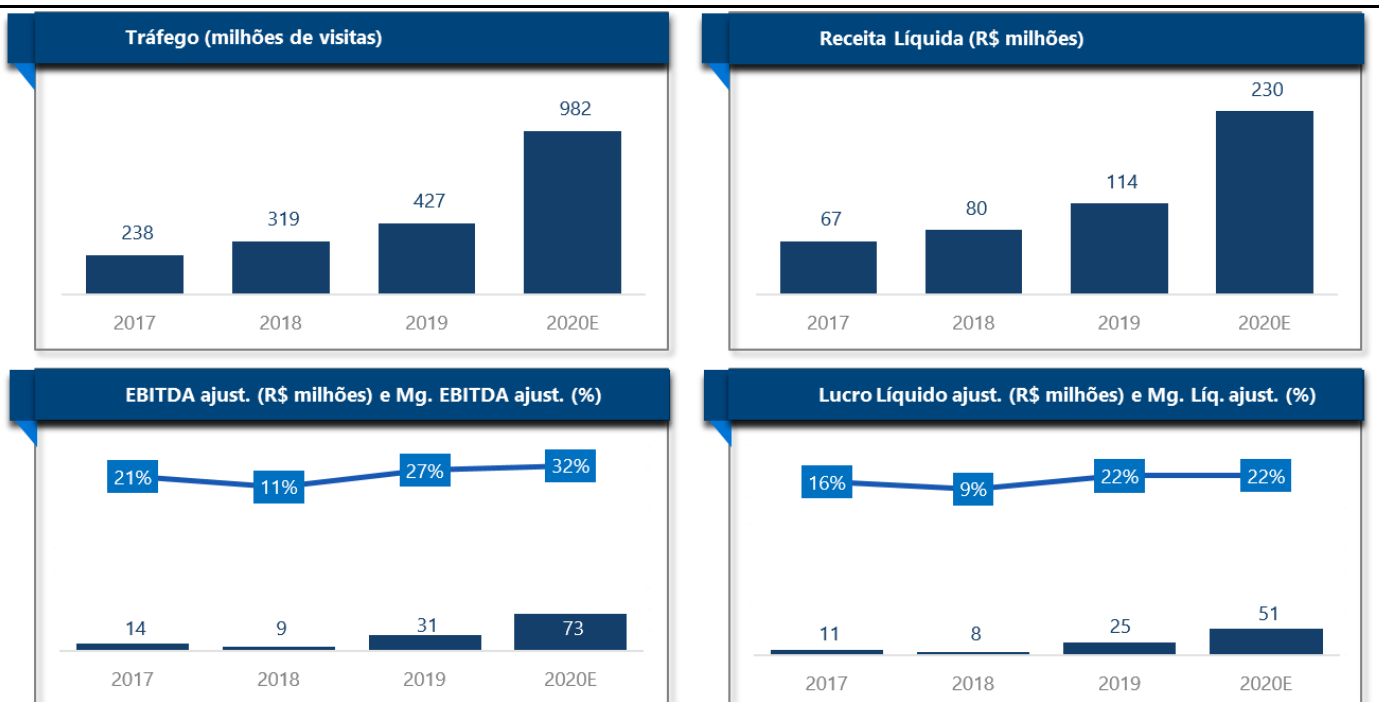
A empresa começou em 1999 com três empresários (José Pierotti, Guilherme Pacheco e Roberto Malta), que fundaram a Bondfaro, uma plataforma de comparação de preços para apoiar o crescimento do comércio eletrônico em seu ciclo inicial no Brasil. Em 2006, a Bondfaro fundiu-se com o líder de mercado Buscapé, que em 2000 foi vendido ao grupo sul-africano Naspers.

Em 2010, em parceria com o Grupo Globo, os fundadores da Bondfaro lançaram o Zoom.com.br com uma proposta de valor com ferramenta de comparação de preços e conteúdo independente (especialistas respondem às dúvidas do consumidor), com o objetivo de fazer parte da jornada de compra do consumidor do setor online. Em maio de 2019, compraram o Buscapé e a Bondfaro da Naspers.

Tabela 10: Linha do tempo


Fonte: Empresa e BTG Pactual

As três marcas tiveram +78 milhões de visitas nos 9 meses de 2020 (30 milhões de visitantes únicos), + 32 milhões de ofertas e acordos com +500 varejistas, com um modelo baseado, principalmente, na geração de leads e remuneração por clique, que resultou em mais de R\$ 4 bilhões de GMV para seus clientes.

Tabela 11: Mosaico em resumo


Fonte: Empresa e BTG Pactual. *2019 considera os números de 2 meses do Buscapé

A plataforma da Mosaico pode ser acessada por meio de desktops, mas os celulares são sua principal fonte de tráfego, representando 86% do total de visitas (41% por meio de seus próprios aplicativos).

A empresa possui três modelos de negócios:

- Anúncios de produtos: um modelo em que a Mosaico gera leads exibindo ofertas de produtos dos varejistas (com informações sobre preço, prazo de entrega e descontos) aos consumidores. A empresa é remunerada por clique, quer o cliente conclua a aquisição do produto no site/aplicativo do varejista ou não.
- Marketplace: A Mosaico fornece uma plataforma para mais de 500 vendedores e obtém um take rate de 8% sobre as vendas totais. Nesse modelo, os consumidores podem concluir a compra (incluindo o processamento do pagamento) dentro da plataforma da Mosaico.
- Exibição de Anúncios: as marcas colocam anúncios em sua plataforma e a Mosaico é remunerada pelo número de visitas que gera.

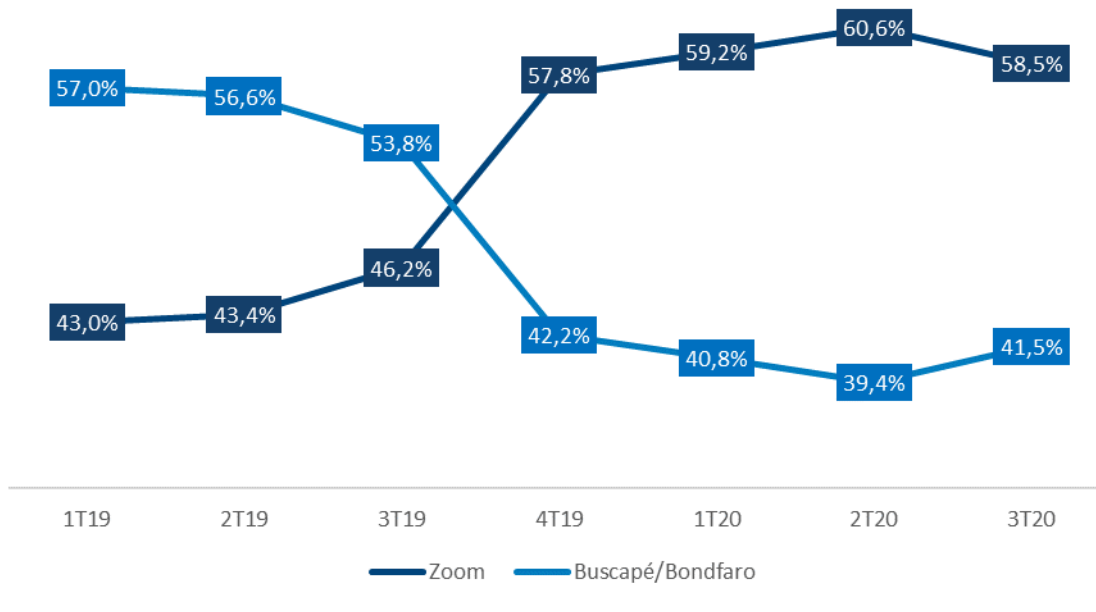
Tabela 12: Plataforma agnóstica para consumidores e players do e-commerce – Proposição de valor da Mosaico



Fonte: Empresa e BTG Pactual

A empresa opera por meio de três sites: Zoom, Bondfaro e Buscapé. Este último, que representa cerca de 40% das receitas, foi adquirido em 2019 e integrado antes da Black Friday de 2019. Desde então, a empresa adicionou mais conteúdo à plataforma e aumentou a participação do tráfego orgânico.

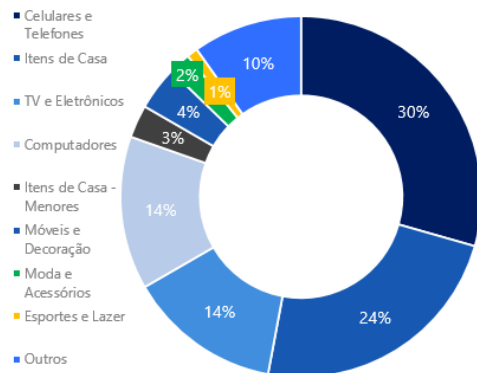
Tabela 13: Mix de receita por marca (% do total) - Mosaico



Fonte: Empresa e BTG Pactual

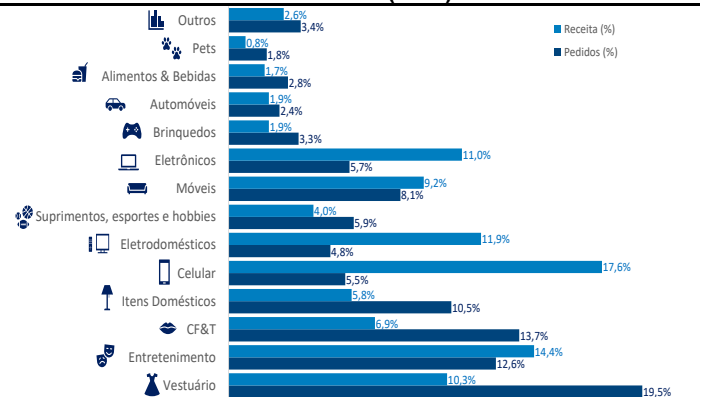
Como uma das pioneiras no setor online no Brasil, a plataforma da Mosaico ganhou relevância como uma ferramenta de comparação de preços de eletrônicos. Em resposta à já elevada participação do e-commerce nas vendas de eletrônicos e ao crescimento de novas categorias online, a empresa expandiu seu mix para incluir itens como artigos esportivos, vestuário e móveis.

Tabela 14: Mix de receita - Mosaico



Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 3: Mix do E-commerce no Brasil (2020)



Fonte: Neotrust e BTG Pactual

Time executivo e base acionária

Os três fundadores da Bondfaro (José Pierotti, Guilherme Pacheco e Roberto Malta) ainda são os acionistas controladores, com 41% de participação. O Conselho de Administração conta com os fundadores e dois membros independentes: David dos Santos Peixoto, da Arco Educação, e Laura Tourinho Jaguaribe, da Península.

Tabela 16: Time executivo e Diretoria

Time Executivo	Anos na Mosaico	Experiência prévia	Diretores
Guilherme Pacheco Co-Fundador	20	BONDfARQ, buscape, mundi, GAZEUS, CSU	Guilherme Pacheco Co-Fundador
José Pierotti Co-Fundador	20	BONDfARQ, buscape, mundi, GAZEUS	José Pierotti Co-Fundador
Roberto Malta Co-Fundador	20	BONDfARQ, buscape, mundi, GAZEUS	Roberto Malta Co-Fundador
Thiago Flores CEO	10	BONDfARQ, buscape, mundi, MAGALU, shoptime	Laura Jaguaribe Peninsula
Tiago Duarte CFO	8	verto, oi	David Peixoto Arco Platform
Rita Cunha Diretor de crescimento	7	BONDfARQ, buscape, mundi, passeidireto	Dennis Herszkowicz Observer – CEO da Totvs
Carlos Oliveira CTO	2	E2W, Integra, gip, dica	

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 17: Estrutura acionária

José Pierotti	Guilherme Pacheco	Roberto Malta	Thiago Flores	Tiago Duarte	Miguel Rezende	Rita Cunha	Dennis Herszkowicz	Free float
15.8%	12.4%	12.4%	2.5%	1.6%	1.4%	0.3%	0.2%	53.4%

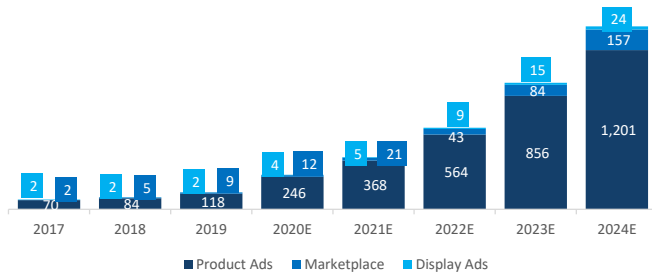
↓

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Com mais de 20 anos de empreendedorismo no e-commerce brasileiro, a Mosaico abriu seu caminho como um provedor de tráfego alternativo para os maiores players do setor, aproveitando a tendência de crescimento secular do canal online.

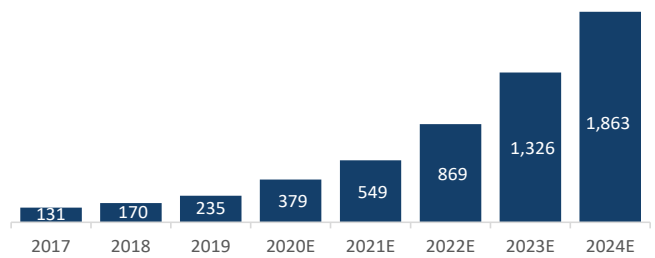
Mosaico em resumo

Tabela 18: Composição da receita bruta por canal



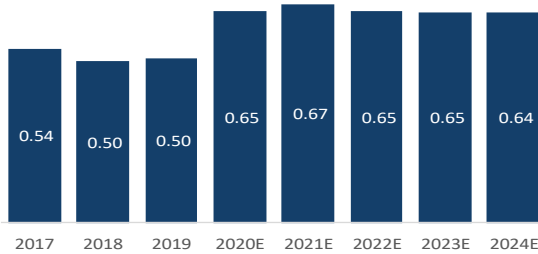
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 19: Número de leads (modelo de anúncios de produto - milhões)



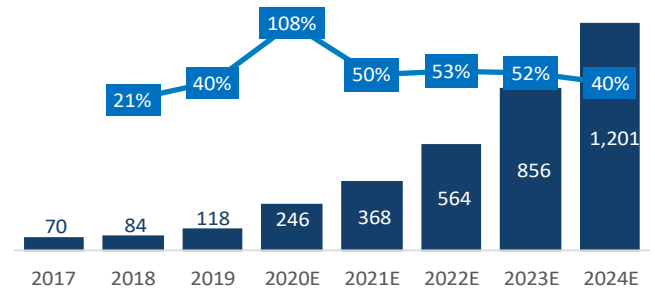
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 20: Preço por clique (R\$/lead e crescimento a/a) - anúncios de produtos



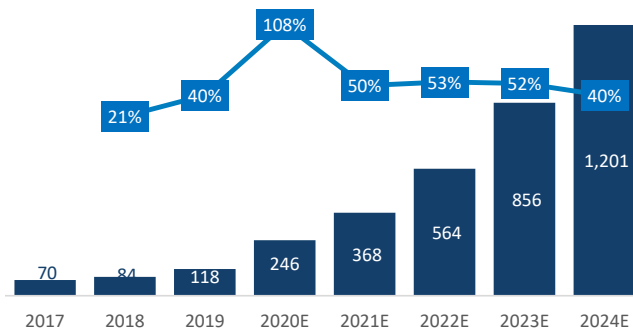
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 21: GMV - anúncios de produtos (R\$ bi e crescimento a/a)



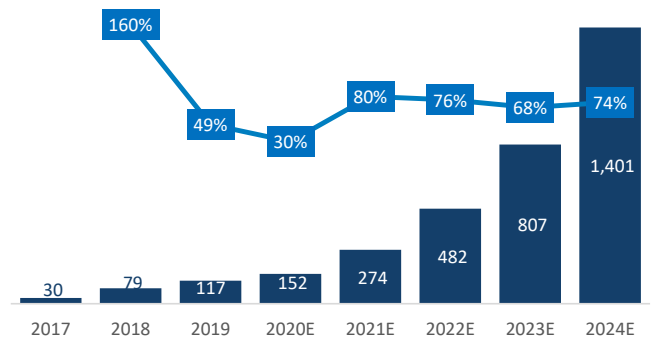
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 22: Receita bruta - anúncios de produto (R\$ milhões e crescimento a/a)

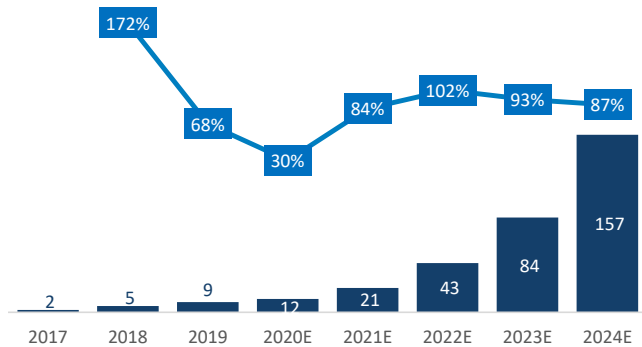


Fonte: Empresa e BTG Pactual

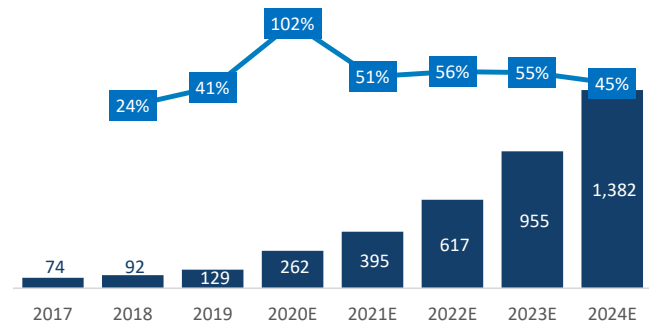
Tabela 23: GMV - marketplace (R\$ milhões e crescimento a/a)



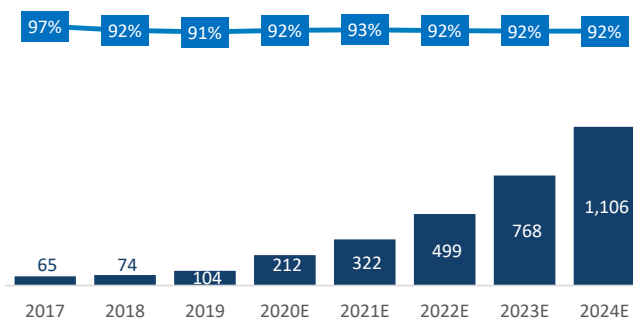
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 24: Receita bruta - marketplace (R\$ milhões e crescimento a/a)


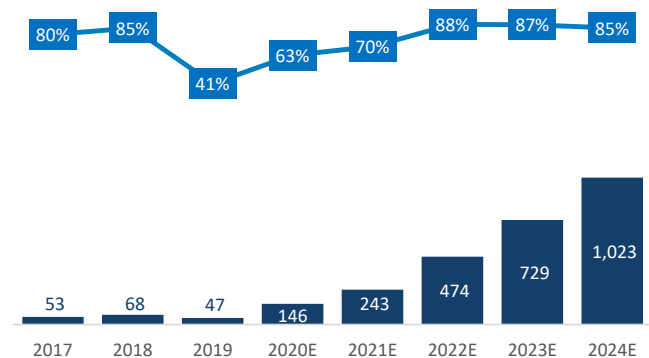
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 25: Receita bruta consolidada (R\$ milhões e crescimento a/a)


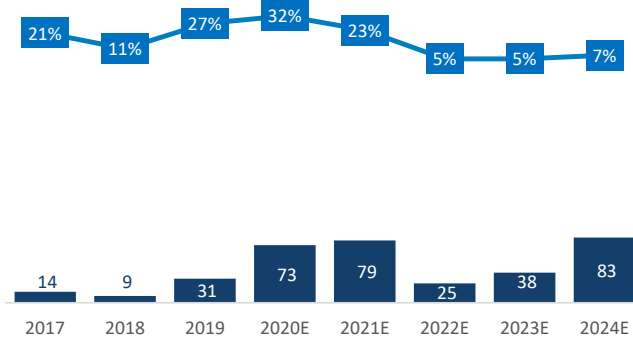
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 26: Lucro bruto e margem bruta


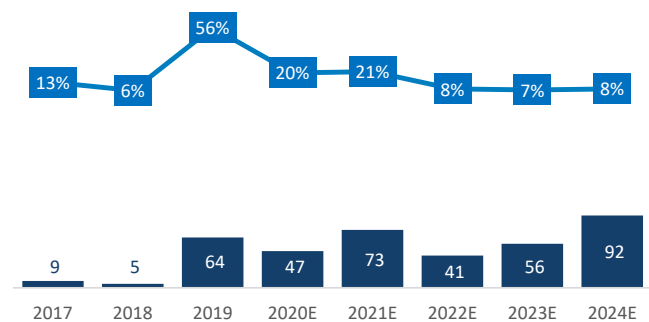
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 27: Desp. De Vendas, Gerais & Adm. (como % da receita líquida)


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 28: EBITDA Ajustado (R\$ milhões) e Margem EBITDA Ajustado (%)


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 29: Lucro líquido (R\$ milhões) e margem líquida (%)


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Geração de tráfego: as oportunidades de crescimento

Com mais de 20 anos no e-commerce brasileiro, a Mosaico abriu seu caminho como uma alternativa ao Google e ao Facebook como provedor de tráfego para os maiores players do setor.

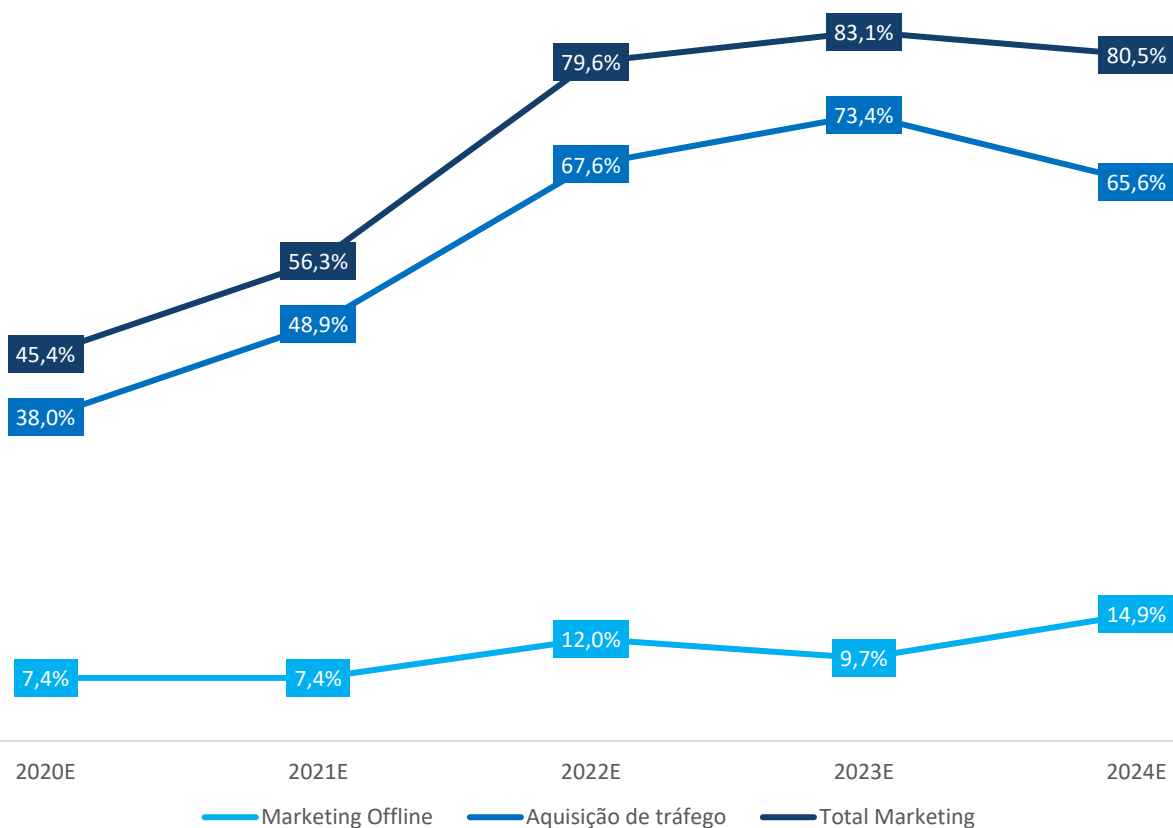
Com seu IPO, vemos a empresa bem posicionada para melhor capturar as oportunidades de crescimento no e-commerce brasileiro, à medida que seus clientes (players do e-commerce) aumentam os investimentos na aquisição de clientes e seus usuários se tornam mais digitais.

Três temas principais surgem no debate sobre o potencial do caso de investimento: (i) mais investimentos na aquisição de clientes, (ii) investimentos em conteúdo e para crescer categorias com penetração ainda baixa, e (iii) a oportunidade de cashback.

Tema 1: Uma empresa mais capitalizada para investir na aquisição de clientes

Apesar do crescimento recente, a Mosaico ainda depende de investimentos na aquisição de clientes (60% do tráfego pago), principalmente pelo Google. Com o IPO e um balanço mais forte, ela comprará tráfego em uma escala muito maior para aumentar a capacidade de geração de leads para os clientes.

Tabela 30: Investimentos em marketing como % da receita líquida



Fonte: Empresa e BTG Pactual

A Mosaico tem um ROI atraente de 3x (2020E), considerando CAC (custo de aquisição de clientes) médio de R\$ 0,09/visita (e assumindo 60% do tráfego pago), enquanto a receita por visita foi de R\$ 0,27 no mesmo período.

No curto prazo, o CAC provavelmente aumentará devido a maiores investimentos em marketing, o que, por sua vez, aumenta o tráfego total. Portanto, mais marketing (principalmente marketing de performance) e mais tráfego (pago e não pago) devem sustentar o crescimento, mas com ROI menor.

Tabela 31 : Detalhamento da lucratividade

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nº de visitas									
Pagos	131.254.982	190.927.065	253.574.529	583.677.429	806.765.774	1.688.067.775	2.739.468.518	3.419.737.505	3.909.763.590
Não Pago	106.250.924	128.204.896	173.559.349	398.309.226	559.662.381	897.275.936	1.445.169.639	2.129.117.140	2.911.069.858
Total	237.505.906	319.131.961	427.133.878	981.986.655	1.366.428.154	2.585.343.711	4.184.638.157	5.548.854.646	6.820.833.449
Coeficiente de migração (pago/não pago)		11%	18%	39%	20%	20%	20%	20%	20%
<i>Participação do tráfego não pago</i>	<i>45%</i>	<i>40%</i>	<i>41%</i>	<i>41%</i>	<i>41%</i>	<i>35%</i>	<i>35%</i>	<i>38%</i>	<i>43%</i>
<i>Participação do tráfego pago</i>	<i>55%</i>	<i>60%</i>	<i>59%</i>	<i>59%</i>	<i>59%</i>	<i>65%</i>	<i>65%</i>	<i>62%</i>	<i>57%</i>
Investimento na aquisição de tráfego (R\$ milhões)	34,0	41,0	45,0	87,3	169,4	365,1	613,3	790,5	933,1
CAC (tráfego pago) - R\$/visita	0,26	0,21	0,18	0,15	0,21	0,22	0,22	0,23	0,24
CAC (tráfego total) - R\$/visita	0,14	0,13	0,11	0,09	0,12	0,14	0,15	0,14	0,14
Receitas por visita	0,31	0,29	0,30	0,27	0,29	0,24	0,23	0,25	0,29
Receita bruta (R\$ milhões)	74,0	91,0	130,0	261,5	395,2	616,8	955,3	1.381,9	1.956,2
ROI (Mosaico)	2,18	2,22	2,89	3,00	2,33	1,69	1,56	1,75	2,10

Fonte: Empresa e BTG Pactual

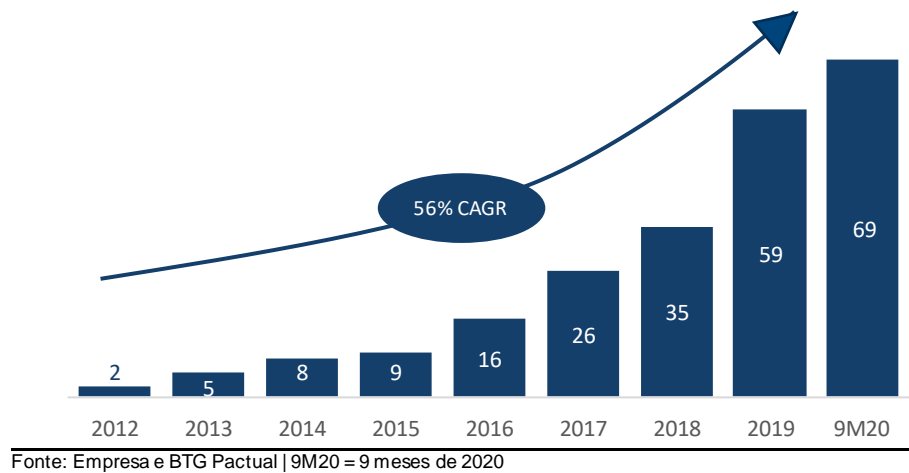
Com o projeto de cashback, assumimos que os investimentos em marketing como uma % das receitas não serão alterados. O modelo de cashback pressupõe um desconto para clientes que convertem as compras, o que também é uma forma eficaz de aquisição de clientes e de aumento da frequência do usuário.

Tema 2: Investir em conteúdo e crescer em categorias com penetração ainda baixa

Os pilares da Zoom desde a sua criação em 2011 eram fornecer mais do que uma ferramenta de comparação de preços, combinando conteúdo (produzido de forma independente) como forma de atrair mais usuários e, assim, tráfego mais qualificado para os clientes da Mosaico, proporcionando um maior ROI.

A Mosaico tem artigos, vídeos e reviews produzidos semanalmente em sua plataforma e redes sociais relacionados às mais de 32 milhões de ofertas disponíveis no site e 1,4 mil categorias.

Tabela 32: Nº de visualizações - produção de conteúdo

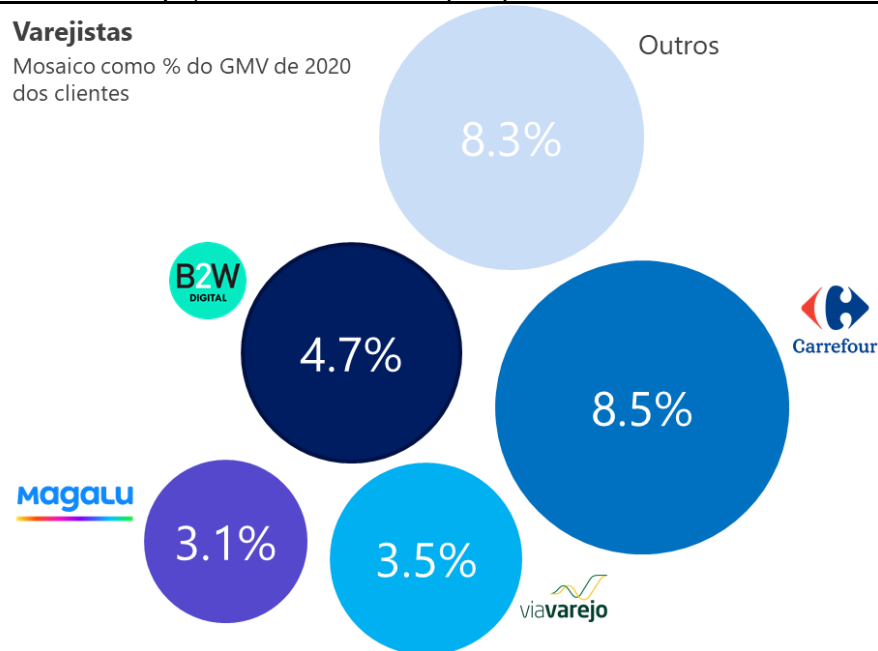


A expansão do portfólio é um dos principais motores de crescimento e envolve dois pilares: (i) crescimento nas mesmas categorias essenciais da empresa (a maior parte de sua receita vem das categorias relacionadas a eletrônicos e celulares, que responderam por 84% da receita nos 9 meses de 2020) e nos clientes existentes. Olhando especificamente para a penetração da Mosaico nos principais marketplaces (que respondem por 73% do seu faturamento), a empresa ainda representava menos de 10% do GMV gerado por cada um deles.

Tabela 33: Participação no GMV dos clientes (2020)

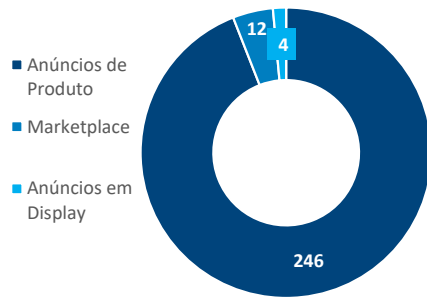
Varejistas

Mosaico como % do GMV de 2020 dos clientes

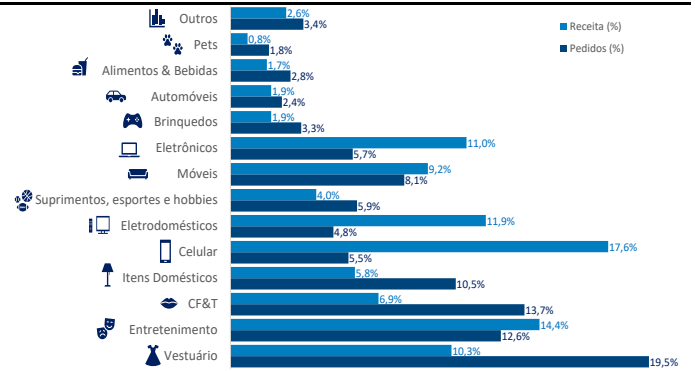


Fonte: Empresa e BTG Pactual

O segundo pilar é expandir sua oferta para categorias ainda pouco penetradas pela Mosaico, como moda, móveis e HPC (perfumaria, higiene pessoal e cosméticos). Embora a ferramenta de comparação de preços possa ser menos eficaz nessas novas categorias (de forma individual) para atrair novos usuários para a plataforma, a combinação de conteúdo e (agora) cashback cria um aspecto mais positivo.

Tabela 34: Composição da receita (R\$ milhões) por categoria de e-commerce (2020E)


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 35: Composição da receita por categoria – e-commerce brasileiro


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tema 3: A oportunidade do cashback

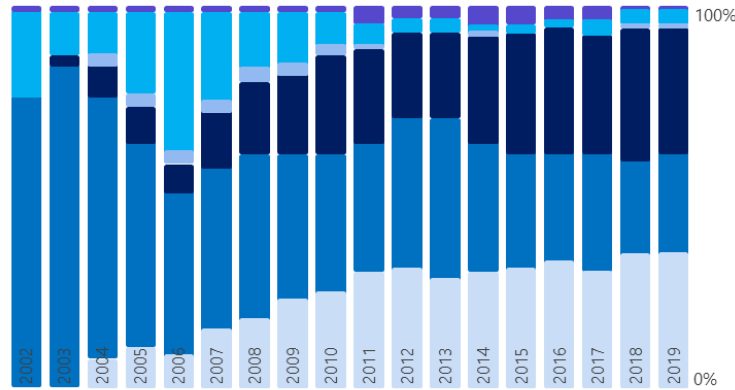
A Mosaico revelou recentemente o lançamento de curto prazo de uma plataforma de cashback que aproveita seus acordos com os varejistas, seu vasto tráfego e sistema de pagamento. Ela também se beneficia do e-commerce brasileiro em expansão, com os principais players buscando novas maneiras de monetizar sua base.

Os comerciantes afiliados estão aqui para ficar. Desde o rápido crescimento na década de 2010, esta continua sendo uma das estratégias mais populares para impulsionar as vendas e gerar renda passiva. A disrupção do ano passado renovou o interesse dos anunciantes nos setores mais amplos de publicidade digital e e-commerce, mas, especificamente, nos ROIs confiáveis que são a base do marketing de desempenho.

Tabela 36: Marketing de afiliados no Reino Unido



Divisão de vendas do editor (Reino Unido)



Divisão de vendas do editor (Reino Unido x resto do mundo, 2019)



Fonte: Empresa e BTG Pactual

O principal ponto de venda do Cashback é a sua simplicidade para os consumidores. Quando eles compram algo, eles obtêm uma % da transação adicionada ao saldo do cashback. Para muitos usuários de cashback, a intenção de compra já está lá e eles querem aquele pequeno incentivo extra. Esses usuários escolherão comprar com uma marca onde possam obter o maior valor.

No modelo de cashback comum, os varejistas/parceiros pagam um take-rate (5-8%) à plataforma de cashback, que compartilha parte do take-rate com os clientes, devolvendo parte do dinheiro gasto na compra (50-70% de reembolso do take-rate). Então, esse é um negócio de plataforma onde escala é tudo: quanto mais clientes, mais fácil atrair parceiros e vice-versa.

Tabela 37: Principais benefícios para marcas ao fazer parceria com sites de cashback

KPI	Benefício
Aumento do valor médio do pedido (AOV)	<p>Muitos membros do site de cashback gastarão mais para ganhar mais reembolso, levando a um aumento nos pedidos de vários produtos e maior AOV para os anunciantes</p> <p>Os membros usam o cashback por um motivo geral - reembolso. Eles garantirão o recebimento desse cashback convertendo, em vez de ponderar sobre sua decisão de compra.</p>
Aumento da taxa de conversão (CR%)	<p>Para muitos usuários de cashback, a intenção de compra já está lá e eles estão procurando aquele pequeno incentivo extra. Esses usuários escolherão comprar com uma marca onde possam obter o maior valor.</p> <p>Alguns sites de cashback têm bases de membros de milhares ou até milhões de usuários e continuam a aumentar suas bases de usuários ao longo do tempo.</p>
Alcançando novos públicos	<p>Os sites de cashback têm os dados e a capacidade de executar campanhas segmentadas que ajudam a direcionar novos dados demográficos dos consumidores.</p> <p>Eles entendem o comportamento de compra de seus membros e podem ter como alvo os membros que nunca compraram uma marca antes - uma grande incentivo para a aquisição de novos clientes.</p> <p>Os sites de cashback funcionam em um modelo de CPA, portanto, só receberão comissão quando forem convertidos para uma marca com sucesso, o que os torna muito econômicos.</p> <p>Muitas vezes, as marcas podem reservar uma exposição adicional aumentando apenas a taxa de comissão, permitindo que aumentem o volume, mantendo um ROAS positivo.</p>
Metas de retorno do investimento em publicidade (ROAS)	<p>O aumento da comissão equivale a mais cashback para os membros. Aumentar o CPA torna a marca mais atraente e atraente para os membros, aumentando a probabilidade de conversão.</p> <p>Em alguns casos, um CPA aumentado pode cobrir o custo fixo padrão da exposição. Nesse cenário, a comissão extra não é totalmente repassada ao usuário; no entanto, um ROAS positivo ainda pode ser alcançado, pois a marca ainda está trabalhando no modelo de CPA de baixo custo.</p>

Fonte: BTG Pactual, Commission Factory - Parte da Awin

O cashback da Mosaico será conectado às ofertas dos varejistas em suas plataformas: a empresa continua a ser remunerada por clique e oferece cashback como um desconto ao usuário para atrair mais tráfego e, por sua vez, gerar mais GMV para seus clientes.

O cashback dá à Mosaico a oportunidade de aumentar a frequência em sua plataforma (~ 4x/ano vs. ~8x na plataforma da Méliuz). Abaixo, fornecemos uma análise de sensibilidade do potencial de cashback dentro do modelo da Mosaico (que incluímos em nosso preço-alvo).

No modelo, consideramos uma adesão de 10% ao cashback (sobre o principal GMV da Mosaico) no primeiro ano da operação e 30% em 5 anos, bem como um take rate de 5% (com rebate de 50%). Também assumimos que a frequência de usuários da funcionalidade cashback cresça para 8x (vs. 4x atualmente).

Considerando os primeiros dias da plataforma de cashback para a Mosaico, presumimos um múltiplo de saída EV/Vendas (em 2025) de 1,8x (em linha com o múltiplo EV/Vendas de 2025 da Mosaico), atingindo um valor patrimonial de R\$ 727 milhões (o que representa 17% do nosso preço-alvo). Vale ressaltar que o modelo é altamente sensível ao nível de adesão e frequência dos usuários.

Tabela 38: Modelo de Cashback

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
GMV	6.739	10.951	17.521	26.282	39.422
Visitas (milhões)	1.366	2.585	4.185	5.549	6.821
GMV/visita	4,9	4,2	4,2	4,7	5,8
Análise de Sensibilidade					
Aderência cashback	10,0%	15,0%	20,0%	25,0%	30%
Frequência - modelo cashback	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Valor Adicional					
GMV (R\$ milhões)	674	1.643	3.504	6.570	11.827
Take Rate	5%	5%	5%	5%	5%
Receita cashback	34	82	175	329	591
Antes - DRE					
Receita Líquida	347	540	835	1.206	1.704
EBITDA	79	25	38	83	351
DRE - pós cashback					
Receita Líquida	380	622	1.011	1.534	2.295
% cashback - rebate	50%	50%	50%	50%	50%
Rebate - cashback	17	41	88	164	296
Opex	268	515	797	1.123	1.352
EBITDA pós-Cashback	96	66	126	247	647
Margem EBITDA	25,2%	10,6%	12,5%	16,1%	28,2%
Receita Adicional					
	9,7%	15,2%	21,0%	27,2%	34,7%
Valuation					
Receita Adicional - cashback					591
EV/Vendas 2025 - Múltiplo de saída					1,8
EV (R\$ milhões) - @ 1.8x EV/Vendas					1.064
EV (R\$ milhões) - valor presente					727
R\$/ação					5,74

		R\$/ação - projeto cashback				
		Aderência cashback				
		10%	15%	20%	25%	30%
Frequência	5,0	0,48	0,72	0,96	1,20	1,44
	6,0	0,96	1,44	1,91	2,39	2,87
	7,0	1,44	2,15	2,87	3,59	4,31
	8,0	1,91	2,87	3,83	4,79	5,74
	9,0	2,39	3,59	4,79	5,98	7,18
	10,0	2,87	4,31	5,74	7,18	8,61

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Para complementar sua plataforma de cashback e anúncios de produtos, a Mosaico assinou uma parceria exclusiva de 5 anos com o BTG que permite: (i) oferecer benefícios de cashback pela Mosaico aos usuários de suas plataformas e canais de distribuição via e-wallet e contas de pagamento operadas pelo BTG Pactual em uma base de co-branding; (ii) oferta de serviços financeiros, bancários e de seguros, pelo BTG Pactual, aos usuários das plataformas e canais de distribuição da Mosaico; e (iii) desenvolvimento de uma plataforma de e-commerce do BTG Pactual em seus canais eletrônicos (marketplace) para oferecer certos bens de consumo atualmente comercializados no ecossistema da Mosaico. A parceria fortalece o ecossistema da Mosaico e pode significar maior recorrência/envolvimento dos usuários em sua plataforma.

Um (não tão) novo e admirável mundo - compreendendo os riscos

Apesar de ser um facilitador (provedor de tráfego) no comércio eletrônico brasileiro por +20 anos, vemos três riscos principais para a Mosaico: (i) a maior parte do tráfego ainda depende de pesquisas pagas (60%); (ii) consolidação potencial de e-commerce local (= maior participação de tráfego orgânico para esses players) e (iii) estágios iniciais da plataforma de cashback (também espaço de uma competição maior).

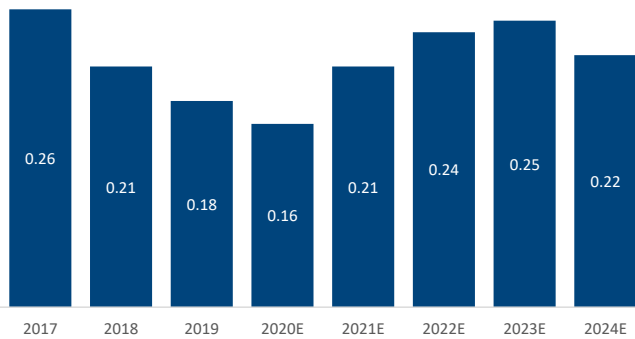
O dilema do e-commerce - tráfego orgânico

O Custo de Aquisição do Cliente (CAC) é uma parte crucial do cálculo do valor da vida útil de uma empresa, pois é pago antecipadamente. O conceito de Lifetime value (LTV – valor do ciclo de vida do cliente) está relacionado ao CAC, já que o investimento de hoje visa manter o cliente por um longo período.

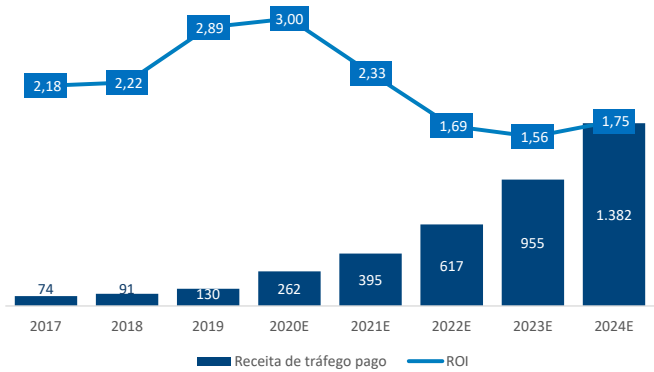
A maioria das empresas busca alavancagem em sua estratégia de entrada no mercado (*go-to-market*), que geralmente envolve despejar dinheiro em esforços de marketing ou vendas. O atendimento ao cliente, o sucesso do cliente e o suporte

ao cliente são tradicionalmente vistos como um centro de custo, não um centro de lucro. No entanto, quando uma empresa perde um cliente, provavelmente não o recuperará - reter clientes e aumentá-los é muito mais barato do que os adquirir.

Embora tenha, nos últimos anos, reduzido o CAC e aumentado o ROI (que será impulsionado pelos recursos do IPO, com a Mosaico comprando tráfego em uma escala muito maior), ainda depende de investimentos na aquisição de clientes (60% do tráfego pago), principalmente pelo Google, tendência que acreditamos que deve persistir nos próximos anos.

Tabela 39: Custo do tráfego pago por visita


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 40: Receita de tráfego pago e ROI


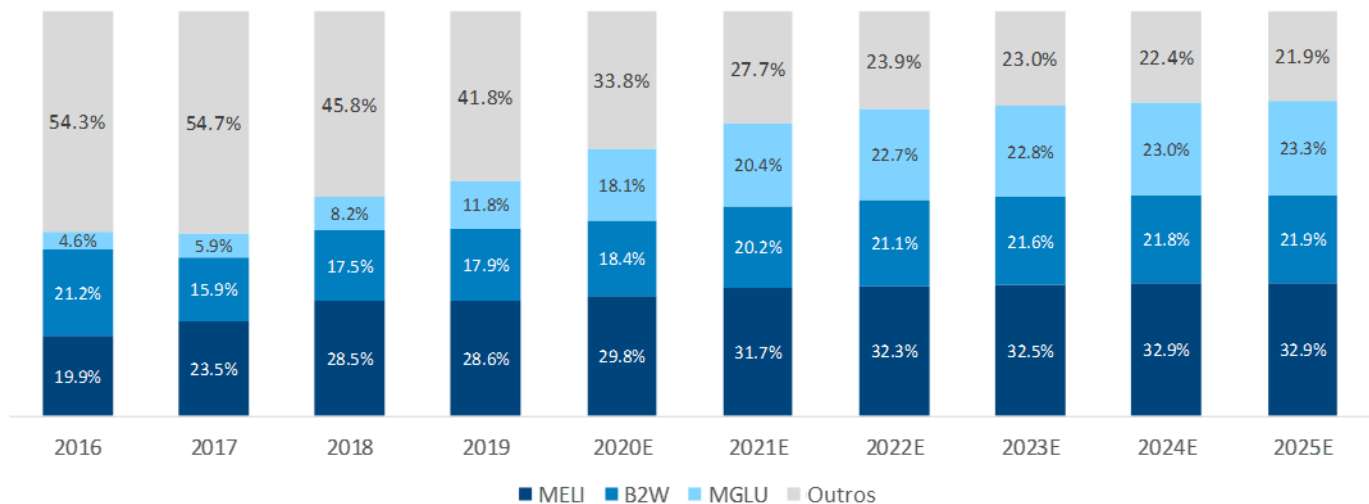
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Consolidação do e-commerce brasileiro

Em 2020, alteramos nossas estimativas de TAM (mercado total endereçável) para refletir os números muito melhores dos principais players (especialmente MGLU, MELI e VVAR), mas também um legado que deve persistir por muito tempo após o fim da pandemia (com mais vendedores, tráfego, variedade e frequência).

Em nossas estimativas, após crescer 48% em 2020, assumimos que o e-commerce brasileiro crescerá 8% em 2021 (impulsionado pelos principais players, que respondem por mais de 2/3 do mercado) e, em média, 23% ao ano até 2025, atingindo R\$ 429 bilhões.

Além de mais do que dobrar o GMV online total nos próximos cinco anos, há uma tendência clara de consolidação entre alguns vencedores em potencial. Em 2016, os três maiores players de e-commerce respondiam por 46% do mercado online total. Em 2019, esse nível já chegava a 58% e disparou em 2020 para 66%.

Tabela 41: Participação no mercado brasileiro de e-commerce - a consolidação se acelerou desde a pandemia


Fonte: Empresas, Neotrust, BTG Pactual

Todos os players listados sofrerão uma desaceleração em 2021, mas esperamos que a consolidação continue, com p layers 1P menores não necessariamente perdendo vendas, mas, em vez disso, se conectando a plataformas de marketplace líderes devido ao CAC mais alto e logística mais barata usando plataformas 3P. Os investimentos em níveis de serviço nos últimos anos (estrutura logística superior e desenvolvimento de plataformas de pagamento, reforçada durante a pandemia) mais o maior tráfego e variedade de players líderes devem ser uma vantagem competitiva chave (e impulsor para o desempenho superior do GMV). Mas este não é um jogo de “o vencedor leva tudo”.

A consolidação do mercado tende a reduzir o tráfego pago, o que pode ser negativo para a Mosaico. Mas, mesmo com uma parcela menor de tráfego pago, o excelente crescimento do setor de e-commerce é uma oportunidade valiosa para provedores de tráfego como a Mosaico, principalmente no curto prazo, à medida que os players de e-commerce (incluindo líderes de mercado) aceleram os investimentos na aquisição de clientes.

Estágios iniciais da plataforma de cashback

Embora vejamos um potencial significativo para a Mosaico alavancar seu tráfego e acordos com os principais varejistas do Brasil para desenvolver a plataforma de cashback (fortalecida pela parceria exclusiva com o BTG), o projeto ainda está em seus primeiros dias.

Construir a primeira página de uma plataforma de cashback não requer habilidades tecnológicas complexas. Mas para garantir uma boa experiência do usuário e uma compreensão completa do comportamento da base de usuários, mantendo baixo CAC (aproveitando o tráfego e a assertividade na oferta de cashback), é necessário um vasto conhecimento do negócio e análise de dados, alinhado com sistemas complexos de back-office e rastreamento. Como afirmado acima, a vantagem do cashback para a Mosaico será tão grande quanto a capacidade da empresa de aumentar a frequência em sua plataforma entre os usuários atuais e atrair mais clientes.

Mais recentemente, grandes players digitais se interessaram por esse mercado, o que pode significar mais competição para a Mosaico. Além do Méliuz, um case de sucesso do setor, em 2019 o Inter lançou sua plataforma de marketplace e, nos últimos meses, o C6 Bank e o PagSeguro também lançaram suas plataformas.

Valuation: Soma das partes do negócio principal e modelo de cashback

Para melhor capturar o valor da Mosaico, usamos um modelo de valuation envolvendo uma abordagem DCF de três fases para seu negócio principal (anúncios de produto, marketplace e exposição de anúncios) combinada com uma análise de múltiplo de saída de EV/vendas para a operação de cashback.

Na análise de DCF, assumimos que, de 2025 (nosso último ano de projeção) até 2030, a Mosaico aumentará seu FCF em 15%, enquanto de 2031 a 2035 crescerá 7% (em USD e acima do mercado de e-commerce, em linha com a nossa tese de consolidação). Na perpetuidade, assumimos um crescimento de 3% (em USD).

No modelo de cashback, consideramos uma adesão de 10% ao cashback (sobre o GMV principal da Mosaico) no primeiro ano da operação e 30% em 5 anos, bem como um take rate de 5% (com desconto de 50%). Também assumimos que a frequência de usuários da funcionalidade cashback cresce para 8x (vs. 4x atualmente).

Considerando os primeiros dias da plataforma de cashback da Mosaico, assumimos um múltiplo de saída EV/Vendas (em 2025) de 1,8x (em linha com o múltiplo EV/Vendas de 2025 da Mosaico), atingindo um valor patrimonial de R\$ 727 milhões (que representa R\$ 6 do nosso preço-alvo).

Como resultado, atingimos o preço-alvo de R\$ 34/ação (vs. R\$ 19,8/ação no IPO) e iniciamos a cobertura com um rating de Compra.

Tabela 42: Modelo DCF de três fases

Fluxos de caixa (modelagem até 2025E)					
	Ano	Ano	Ano	Ano	Ano
	0	1	2	3	4
Valor futuro da firma FCF	8	(0)	(2)	1	35
Valor Presente FCF	8	0	-2	0	24

Crescimento do primeiro estágio (anos 5 a 10):						
	Ano	Ano	Ano	Ano	Ano	Cresc.
	5	6	7	8	9	Médio
Valor futuro da firma FCF	41	47	54	62	71	15,0%
Valor Presente FCF	25	26	28	29	30	

Crescimento do segundo estágio (anos 10 a 15):						
	Ano	Ano	Ano	Ano	Ano	Cresc.
	10	11	12	13	14	Médio
Valor futuro da firma FCF	76	81	87	93	100	7,0%
Valor Presente FCF	29	29	28	27	26	

Terceiro estágio (crescimento perpétuo)	
Valor da Firma FCF ano 20	103
Valor presente da perpetuidade	387

Fonte: BTG Pactual

Tabela 43: Modelo de Cashback

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
GMV	6.739	10.951	17.521	26.282	39.422
Visitas (milhões)	1.366	2.585	4.185	5.549	6.821
GMV/visita	4,9	4,2	4,2	4,7	5,8
Análise de Sensibilidade					
Aderência cashback	10,0%	15,0%	20,0%	25,0%	30%
Frequência - modelo cashback	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Valor Adicional					
GMV (R\$ milhões)	674	1.643	3.504	6.570	11.827
Take Rate	5%	5%	5%	5%	5%
Receita cashback	34	82	175	329	591
Antes - DRE					
Receita Líquida	347	540	835	1.206	1.704
EBITDA	79	25	38	83	351
DRE - pós cashback					
Receita Líquida	380	622	1.011	1.534	2.295
% cashback - rebate	50%	50%	50%	50%	50%
Rebate - cashback	17	41	88	164	296
Opex	268	515	797	1.123	1.352
EBITDA pós-Cashback	96	66	126	247	647
Margem EBITDA	25,2%	10,6%	12,5%	16,1%	28,2%
Receita Adicional					
	9,7%	15,2%	21,0%	27,2%	34,7%
Valuation					
Receita Adicional - cashback					591
EV/Vendas 2025 - Múltiplo de saída					1,8
EV (R\$ milhões) - @ 1.8x EV/Vendas					1.064
EV (R\$ milhões) - valor presente					727
R\$/ação					5,74

		R\$/ação - projeto cashback				
		Aderência cashback				
		10%	15%	20%	25%	30%
Frequência	5,0	0,48	0,72	0,96	1,20	1,44
	6,0	0,96	1,44	1,91	2,39	2,87
	7,0	1,44	2,15	2,87	3,59	4,31
	8,0	1,91	2,87	3,83	4,79	5,74
	9,0	2,39	3,59	4,79	5,98	7,18
	10,0	2,87	4,31	5,74	7,18	8,61

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Aqui está o raciocínio por trás de nossas estimativas para a Mosaico (ex - cashback):

- CAGR da receita bruta no segmento de anúncios de produto (94% da receita) de 46%, impulsionado por um aumento no número de leads na mesma magnitude. Não esperamos que o preço por clique mude muito nos próximos anos;
- O CAGR de receita bruta de 2020-25 no marketplace e em exposição de anúncios deve ser de 86% e 55%, respectivamente. CAGR da Receita bruta total de 50%;
- ROI implícito do modelo de anúncios de produto (para clientes da Mosaico) de 25x em 2025 (vs. 18x atualmente), enquanto o take rate implícito da Mosaico deve cair de 5,8% em 2020 para 4,2% em 2025;
- Aceleração dos investimentos em marketing (incluindo aquisição de tráfego e marketing offline), respondendo por 49% da receita bruta em 2021, 70% em 2022 e 73% em 2023. O CAC deve crescer de R\$ 0,09/visita em 2020 para R\$ 0,14/visita em 2025;
- EBITDA ajustado sob pressão no curto prazo (passando de 32% em 2020 para 23% em 2021, 5% em 2022 e 2023), com margem EBITDA de longo prazo de 21%;

Tabela 44: Resumo financeiro – Mosaico

DRE (R\$m)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Receita Líquida	67	80	114	230	347	540
CSV	(2)	(6)	(10)	(17)	(24)	(41)
Lucro Bruto	65	74	104	212	322	499
Despesas Gerais e Administrativas	(53)	(68)	(47)	(146)	(243)	(474)
D&A	(0)	(0)	(2)	(4)	(4)	(3)
EBIT	11	6	55	63	75	21
EBITDA	11	6	57	67	79	25
EBITDA Ajustado	14	9	31	73	79	25
Resultado financeiro	0	(0)	(1)	(3)	14	23
EBT	11	6	54	60	90	45
Impostos	(3)	(0)	10	(14)	(16)	(4)
Lucro Líquido	9	5	64	47	73	41
Lucro Líquido Ajustado	11	8	25	51	73	41

Crescimento (a/a)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Vendas Líquidas	20,3%	41,6%	101,7%	50,9%	55,8%	
EBITDA Ajustado	-36,9%	247,1%	138,2%	7,9%	-68,6%	
Lucro Líquido	40,5%	-1153,2%	27,1%	-57,6%	44,5%	
Lucro Líquido Ajustado	28,7%	-227,9%	-105,2%	-43,1%	44,5%	

Margens Operacionais						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Margem Bruta	96,6%	92,4%	91,0%	92,5%	93,0%	92,4%
Despesas Gerais e Administrativas / Receita Líquida	-79,8%	-84,9%	-41,0%	-63,4%	-70,2%	-87,8%
Margem EBIT	16,3%	7,0%	48,3%	27,5%	21,8%	4,0%
Margem EBITDA	16,8%	7,6%	49,9%	29,1%	22,8%	4,6%
Margem EBITDA ajustada	21,0%	11,0%	27,0%	31,8%	22,8%	4,6%
Margem Líquida	12,8%	6,3%	56,1%	20,3%	21,2%	7,5%
Margem Líquida ajustada	16,0%	9,5%	22,0%	22,3%	21,2%	7,5%

Balanco Patrimonial (R\$m)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Ativos	31	34	148	714	803	890
Caixa + Aplicações de curto prazo	5	6	28	558	590	583
Recebíveis líquido	23	23	76	111	168	261
Estoque	1	1	0	1	1	2
Outros	3	5	43	44	44	44
Permanente + Ativos de longo prazo	1	1	45	42	39	36
Ativos totais	32	35	193	756	842	926
Passivos	18	21	134	75	106	159
Fornecedores	15	17	39	56	84	131
Impostos	1	1	4	6	8	15
Dívida de Curto Prazo + Longo Prazo	0	0	68	0	0	0
Outros	2	3	24	14	14	14
Interesse minoritário	0	0	0	0	0	0
Patrimônio Líquido	14	14	59	681	736	766
Passivo Total	32	35	193	756	842	926

Fluxo de caixa (R\$m)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Fluxo de caixa das operações	2	5	29	15	27	(24)
(-) Capex	0	0	0	(0)	(0)	(0)
Fluxo de caixa livre para a firma (FCFF)	2	5	29	15	27	(24)
Fluxo de caixa de financiamento	0	(0)	(1)	(53)	14	23
Fluxo de caixa para os acionistas (FCFE)	2	5	28	(38)	41	(1)

Fonte: BTG Pactual

Nosso preço alvo de R\$ 34 implica um EV/Vendas 2021 de 11x. Assumindo o CAGR de vendas 2020-25 de 51%, o valuation ainda oferece um bom upside (46% vs. preço atual e 72% vs. preço IPO).

Tabela 45: Tabela comparável - Players e facilitadores de e-commerce

	Empresa	País	Market cap (Local FX - mi)	EV/GMV			EV/Vendas		
				2021	2022	2023	2021	2022	2023
Marketplaces brasileiros	Mosaico	Brasil	3.178	0,4x	0,2x	0,1x	7,5x	4,8x	3,1x
	Magazine Luiza	Brasil	154.154	3,0x	2,3x	1,9x	3,8x	3,2x	2,8x
	Mercado Libre	Argentina	78.713	2,7x	2,1x	1,7x	17,8x	14,0x	11,2x
	B2W	Brasil	36.850	0,9x	0,7x	0,5x	2,0x	1,7x	1,6x
	Via Varejo	Brasil	1.917	0,6x	0,5x	0,4x	0,6x	0,6x	0,5x
	Enjoei	Brasil	2.248	2,0x	1,1x	0,7x	11,6x	6,4x	3,6x
	Meliuz	Brasil	3.144	0,8x	0,5x	0,4x	12,9x	8,2x	5,7x
	Mediana			1,4x	0,9x	0,6x	7,7x	4,8x	3,2x
Players globais	Snapchat	EUA	94.933	n.m.	n.m.	n.m.	24,7x	17,0x	11,9x
	Google	EUA	1.379.152	n.m.	n.m.	n.m.	6,8x	5,8x	5,0x
	Facebook	EUA	776.574	n.m.	n.m.	n.m.	6,7x	5,6x	4,8x
	The Trade Desk	EUA	35.594	n.m.	n.m.	n.m.	31,3x	24,0x	18,1x
	Pinterest	EUA	45.127	n.m.	n.m.	n.m.	17,3x	12,7x	9,6x
	Yelp Inc	EUA	3.273	n.m.	n.m.	n.m.	2,9x	2,5x	2,4x
	Alibaba	EUA	616.996	n.m.	n.m.	n.m.	5,1x	3,9x	3,3x
	Baidu	EUA	88.697	n.m.	n.m.	n.m.	4,0x	3,5x	3,1x
	Kakaku	Japão	668.691	n.m.	n.m.	n.m.	12,5x	10,7x	9,3x
	360 Security Technology	China	100.535	n.m.	n.m.	n.m.	6,3x	5,4x	n.m.
Mediana			n.m.	n.m.	n.m.	6,8x	5,7x	5,0x	

Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual S.A. (excluindo os diretores do 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual 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 BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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