

MÉLIUZ

Prévia 1T23: Especuladores assombram as ações da Companhia

LatAm Tech

Principais Destaques Shopping Brasil:

(i) Estratégia de priorização de rentabilidade em detrimento de volume; (ii) GMV deve desacelerar (-13,1% a/a; -20,7% t/t Genial Est.); (iii) Leve desaceleração do *Net Take-Rate* sequencial (+0,5p.p. a/a; -0,1p.p. t/t Genial Est.); (iv) Receita líquida de Shopping Brasil deve contrair -22,2% a/a.

Principais Destaques Shopping Internacional:

(i) Operação de *Cashback* ganhando participação; (ii) Taxas agressivas para captação de clientes no segmento internacional; (iii) GMV beneficiado por baixo *take-rate*, mas ainda deve contrair a/a; (iv) Substituição da operação de descontos impacta receita (-6,5% a/a; -14,8% t/t Genial Est.).

Principais Destaques Serviços Financeiros:

(i) Receita do Bankly deve se manter estável; (ii) TPV *Co-branded* ainda em processo gradual de desaceleração (-7,6% t/t; -12,5% a/a Genial Est.); (iii) Parceria Comercial com BV em eminência; (iv) Operação do cartão próprio desacelerando; (v) Receita deve desacelerar levemente t/t (-1,1% t/t Genial Est.).

Principais Destaques Consolidado:

(i) Receita deve desacelerar sequencialmente (-5,3% t/t; +6,5% a/a); (ii) Despesas com *cashback* devem retrair a/a devido ao aumento de net take rate; (iii) Custos de rescisão devem impactar negativamente a folha de pagamentos; (iv) EBITDA vai ser bastante fraco, mas a situação não é tão ruim quanto parece; (v) Estimamos um prejuízo 2,3x maior a/a.

O Méliuz (CASH3) irá reportar os números do 1T23 no dia 09/05, após fechamento de mercado. Acreditamos que o resultado da Companhia deve ser negativo, com uma estrutura de custos ainda pesada, não compensada por crescimento do *top line*, com uma desaceleração da operação de crédito impedindo crescimento da vertical de serviços financeiros e uma vertical de shoppings retraindo a/a.

Ainda projetamos um resultado operacional pressionado, estimando um **EBITDA negativo, apresentando piora tanto t/t quanto a/a**. O prejuízo líquido será inevitável no 1T23, com mais um trimestre onde o **Breakeven operacional** passará longe do Méliuz.

Analistas

Igor Guedes

+55 (11) 3206-8286
igor.guedes@genial.com.br

Iago Souza

+55 (11) 3206-1455
iago.souza@genial.com.br

Antonio Cozman

+55 (11) 3206-1453
antonio.cozman@genial.com.br

Nina Mirazon

+55 (11) 3206-1457
nina.mirazon@genial.com.br

Felipe Mattar

+55 (11) 3206-1456
felipe.mattar@genial.com.br

Companhia

CASH3 BZ Equity

Neutro

Preço: R\$ 0,86 (08-May-2023)

Target Price 12M: R\$ 1,00

Prévia 1T23

Shopping Brasil

Estratégia de priorização de rentabilidade em detrimento de volume. Segundo conversas com o *management*, neste trimestre o Méliuz deve continuar adotando a mesma estratégia implementada desde o 3T22, priorizando o nível de comissionamento (Take-rate), em detrimento do crescimento de volume (GMV).

GMV deve desacelerar. Segundo dados do Neotrust, no 1T23 o GMV de e-commerce nacional apresentou uma retração de cerca de -6,5% em relação ao mesmo período no ano passado. Em nossa visão, o caso do Méliuz não deve ser diferente. Frente a um cenário desafiador para o consumo em geral e adotando uma estratégia de priorização de Take-rate em detrimento de volume, acreditamos que a Companhia irá reportar uma contração de -13,1% a/a do GMV. Estimamos um GMV Brasil de R\$1,2b Genial Est. (-13,1% a/a; -20,7% t/t).

Leve desaceleração do Net Take-Rate sequencial. No 4T22 o Méliuz chegou a reportar um Net Take-rate de 2,6%, o maior valor da história da Companhia desde o IPO. Para o 1T23, nossa expectativa é de uma leve redução nesse número. Estimamos um Net Take-rate de 2,5% Genial Est. (+0,5p.p. a/a; -0,1p.p. t/t).

Acreditamos que o Méliuz deve continuar priorizando comissionamento, de modo que esperamos um aumento do Net Take-rate na comparação anual. Porém, sequencialmente essa dinâmica deve ter em uma intensidade menor, na tentativa de não prejudicar tanto o volume, frente um trimestre sazonalmente negativo para vendas. Quanto ao Take-rate, projetamos um valor de 6,6% Genial Est. (+0,4p.p. a/a; -0,3p.p. t/t).

Receita líquida de Shopping Brasil deve contrair -7,1% a/a. Em nossa visão, o leve aumento do nível de *take-rate* na comparação anual não será capaz de sustentar a forte contração do volume de vendas. Desse modo, estimamos uma receita líquida de Shopping Brasil recuando -22,2% a/a, chegando à cifra de R\$56,5m Genial Est. (-7,1% t/t).

Shopping Internacional

Operação de Cashback ganhando participação. Com a operação de *Cashback* em maturação em diversos países, além da entrada em novos países “teste”, nossa expectativa é que o GMV dessa operação continue a aumentar em relação aos níveis apresentados no 2T22 e 3T22. Em comparação como 4T22 esperamos uma retração sequencial de volume, frente a uma sazonalidade negativa comum dos 1Ts para vendas. Estimamos um GMV de *cashback* de R\$64,0m Genial Est. (-28,6% t/t).

Taxas agressivas para captação de clientes. Segundo conversas com o *management*, o crescimento da operação de *cashback* está mais acelerado do que o esperado. Em nossa visão, para atingir esses resultados, o Méliuz está adotando a mesma estratégia aplicada no Brasil em 2021, com um nível de Take-rate menor para atrair usuários – priorizando crescimento de GMV em detrimento de comissionamento.

GMV beneficiado por baixo Take-rate, mas ainda deve contrair a/a. Apesar de ainda esperarmos uma desaceleração a/a do GMV internacional, nossa expectativa é de uma contração menor este trimestre. Frente a estratégia de baixo comissionamento, aliado a implementação da operação de *cashback* em mais países e a gradual recuperação das atividades no leste europeu, esperamos ver uma desaceleração de -8,5% a/a Genial Est vs. -29% a/a 2T22 e -24% a/a 3T22.

Substituição da operação de descontos impacta receita. Por outro lado, a substituição da operação legada pela operação de *cashback* deve continuar prejudicando a receita da vertical. Apesar de as taxas de comissionamento de ambas serem iguais nesse momento, na operação de descontos a comissão é toda da Companhia, enquanto na operação de *cashback* esse comissionamento é dividido com o usuário final. Para atrair e reter usuários na nova operação, a Companhia cede uma maior parte desse comissionamento. A ideia é que com o tempo, a Companhia comece a gradualmente aumentar a margem da operação de *cashback* assim como está fazendo no Brasil.

Dessa forma, no curto prazo, a medida em que ocorre a substituição dos resultados da operação legada, devemos continuar observando uma pressão sobre a receita da vertical. Estimamos uma receita líquida de Shopping Internacional de R\$5,8m Genial Est. (-6,5% a/a; -14,8% t/t). Na visão sequencial, a desaceleração é explicada pela sazonalidade negativa de vendas, uma vez que no 4T22 a estratégia de menor comissionamento já era aplicada.

Tabela 1. Estimativas Operacionais Méliuz (1T23 Genial Est.)

[R\$ m]	1T23E	4T22A	% t/t	1T22A	% a/a
	Genial Est.	Consolidado		Consolidado	
GMV Brasil	1.167	1.472	-20,7%	1.343	-13,1%
Take Rate	6,61%	6,89%	-0,28p.p	6,26%	0,35p.p
Net Take Rate	2,50%	2,60%	-0,1p.p	2,04%	0,46p.p
GMV Internacional Total	181	254	-28,6%	198	-8,5%
GMV Operação Cashback	64,0	89,7	-28,6%	-	-
TPV Total	601,8	694,7	-13,4%	761,0	-20,9%
TPV Co-Branded	482,9	574,9	-16,0%	761,0	-36,5%
TPV Cartão Méliuz	118,8	119,8	-0,8%	-	-

Source: Méliuz, Genial Investimentos

Serviços Financeiros

Receita do Bankly deve se manter estável. Acreditamos que a receita trazida pela empresa de BaaS se mantenha estável ao longo dos próximos trimestres. Com a oficialização da venda de 100% do capital do Bankly ao Banco Votorantim- BV (ainda sujeita à aprovação de órgãos regulatórios), acreditamos que os esforços em termos de crescimento devem ser freados, sem aumento significativo de clientes. Segundo o *management*, o Bankly deve permanecer consolidado até o final do ano, até que todas as aprovações sejam feitas.

Assim, projetamos uma receita líquida de R\$20,2m Genial Est. (+1,8% t/t) para o Bankly neste trimestre.

TPV Co-branded ainda em processo gradual de desaceleração. A nossa expectativa é que o volume transacionado pela operação de cartão *co-branded* continue num processo de desaceleração, a medida em que os cartões vão vencendo, sendo cancelados ou despriorizados, enquanto novos cartões não são mais emitidos. Estimamos um TPV de R\$483m Genial Est. (-16,0% t/t; -36,5% a/a). Em função da contração do volume transacionado, estimamos também uma redução da receita vinda dessa operação, chegando a R\$3,8m Genial Est. (-7,6% t/t; -12,5% a/a).

Parceria Comercial com BV em eminência. No final do ano passado, o Méliuz anunciou a proposta de um Acordo Comercial com o BV para oferta dos seus serviços financeiros. Por meio deste, a Companhia deixaria de arcar com diversos custos relacionados a operação do cartão próprio – inclusive o custo de *funding* –, transferindo-os para o BV. Com a aprovação da proposta, a parceria passou a valer apenas ao final do trimestre.

Desse modo, acreditamos que ao longo do 1T23, o Méliuz deve ter despriorizado a evolução da operação de crédito, entendendo que a aceleração dessa operação deveria acontecer em breve, nas mãos de um *player* mais experiente em crédito, sem pressionar adicionalmente a estrutura de custos da Companhia.

Operação do cartão próprio desacelerando. Considerando essa dinâmica, estimamos emissões de 4,4k cartões próprios no 1T23 vs. 20,5k no 4T22 vs. 19,8k no 3T22. Assim, nossos cálculos apontam para uma base total de cartões ativos em 48,4k Genial Est. Com uma desaceleração da emissão de cartões e um trimestre sazonalmente negativo para o consumo, esperamos uma leve contração sequencial do volume transacionado pelos cartões próprios.

Projetamos um TPV de R\$118,8m Genial Est. (-0,8% t/t). Em função da desaceleração do volume transacionado, devemos observar também uma queda sequencial da receita vinda da operação de cartão próprio, chegando a R\$2,7m Genial Est. (-11,5% t/t).

Receita deve desacelerar levemente t/t. Com uma receita de Bankly relativamente *flat*, aliada a receitas do cartão *co-branded* e do cartão próprio desacelerando, nossa expectativa é que o Méliuz reporte uma receita líquida de Serviços Financeiros (inc. Bankly) com uma leve desaceleração sequencial. Estimamos uma receita líquida de R\$26,6m Genial Est. (-1,1% t/t).

A aceleração na comparação anual é explicada pelo fato de que no 1T22, a receita do Bankly não estava consolidada no resultado da Companhia.

Consolidado

Tabela 2. Estimativas DRE Méliuz (1T23)

[R\$ m]	1T23E	4T22A	% t/t	1T22A	% a/a
	Genial Est.	Consolidado		Consolidado	
Receita Líquida Total	95,9	101,2	-5,3%	90,0	6,5%
Shopping Brasil	56,5	60,8	-7,1%	72,6	-22,2%
Shopping Internacional	5,8	6,8	-14,8%	6,2	-6,5%
Serviços Financeiros	6,4	7,1	-9,4%	4,3	49,6%
Bankly	20,2	19,8	1,8%	-	-
Outras	7,0	6,7	4,5%	6,9	1,4%
(-) Despesas Operacionais	(144)	(124)	16,3%	(109)	32,5%
EBITDA	(48)	(18)	-162,9%	(17)	-182,9%
% Margem EBITDA	-50,5%	-18,2%	-32,27p.p	-19,0%	-31,45p.p
Lucro líquido	(21,3)	(5,4)	-290,9%	(6,5)	-227,5%
% Margem líquida	-22,2%	-5,4%	-16,82p.p	-7,2%	-14,98p.p

Source: Méliuz, Genial Investimentos

Receita deve desacelerar sequencialmente. Consolidando as verticais da Companhia, vemos a receita líquida atingir R\$96m Genial Est. (-5,3% t/t; +6,5% a/a). Na visão sequencial, projetamos uma redução devido à forte contração na vertical de Shoppings, sem compensação pela vertical de Serviços Financeiros, dada a desaceleração das operações do cartão próprio e *co-branded*.

Na visão anual ainda vemos um aumento, uma vez que no 1T22 ainda não tínhamos o resultado do Bankly consolidado na receita.

Despesas com *cashback* devem retrair a/a devido ao aumento de net take rate. No começo do ano passado, o Méliuz optou por sacrificar Net Take-rate para ganhar volume de vendas. Este ano deveremos ver o contrário, fazendo com que os gastos com *cashback* fossem reduzidos. Na comparação trimestral, o volume de vendas, naturalmente maior no 4T, diminuiu, trazendo despesas para baixo como consequência. Estimamos as despesas com *cashback* em -R\$ 35,2m (-10,8% t/t; -34,2% a/a).

Custos de rescisão devem impactar negativamente a folha de pagamentos. Em janeiro, o Méliuz anunciou o desligamento de 6% da sua força de trabalho, na busca por uma maior eficiência operacional. Neste trimestre, devemos observar um relevante aumento de *payroll*, pelo efeito do pagamento dos custos de rescisão aos +50 funcionários desligados. Em termos de ganho de eficiência, o efeito positivo da redução do quadro de funcionários deverá começar a ser observado somente no 2T23. Estimamos um nível de despesas com pessoal de -R\$61,6m Genial Est. (+16,8% t/t; +200,6% a/a).

Projetamos mais um ganho de eficiência nas despesas com vendas e marketing. Estimamos ver uma redução de -283bps a/a Genial Est. na representatividade dessas despesas em relação a receita, a medida em que o Méliuz continua empregando esforços para aumentar a eficiência.

Na visão sequencial, esperamos ver uma queda de aproximadamente -376bps t/t Genial Est. na linha. Efeito sazonal do 4T exige maiores investimentos por parte de empresas ligadas ao setor de varejo, que dependem de eventos como natal e *Black Friday* para impulsionarem suas vendas no final do ano.

Custos com serviços de terceiros devem continuar elevados nesse 1T23. Com oficialização a venda do Bankly para o BV, possivelmente ainda veremos o Méliuz arcando com custos da transação. Acreditamos que, na comparação anual, a linha crescerá mais do que o dobro. Na comparação com o trimestre anterior, por outro lado, as despesas devem se manter relativamente *flat*.

Outras despesas devem cair t/t devido ao encolhimento das operações de crédito. Acreditamos que a redução na quantidade de cartões emitidos pelo Méliuz deve abaixar custos relacionados a emissão/produção dos cartões de crédito e, por consequência, diminuir as outras despesas. A venda do Bankly para o BV acarretará a transferência destes gastos com emissão de cartões, mas os efeitos positivos no ganho de eficiência nas linhas de despesas provavelmente só começarão a ser vistos no 2T23.

EBITDA vai ser bastante fraco, mas a situação não é tão ruim quanto parece. Com um aumento das despesas operacionais (16,3% t/t; 32,5% a/a), estamos esperando uma forte queda de EBITDA, de -165,4% t/t e -185,6% a/a, atingido um valor de R\$-48,8m.

O principal motivo da queda t/t, é consequência de um ajuste de R\$31,1m no 4T22, devido eventos não recorrentes e sem efeito caixa. Se expurgarmos o ajuste do EBITDA do 4T22, a nossa estimativa representaria um aumento de +1,3% t/t vs. 4T22. Além disso, também há o impacto negativo das rescisões e aumento de serviços de terceiros, que estão sofrendo por eventos extraordinários. Em todas as demais linhas de despesas, estamos esperando uma melhora de eficiência. Agora, pela ótica da análise a/a, o principal motivo para a queda esperada do EBITDA é o aumento de despesas de pessoal, devido ao aumento de *headcount* a/a e o impacto negativo das rescisões.

Efeitos ex-Bankly. Se desconsiderarmos o Bankly do resultado consolidado, segundo nossas estimativas, deveríamos ver uma redução de R\$31m Genial Est. (-21,4% vs. consolidado incl. Bankly) nas despesas operacionais, totalizando -R\$113m vs. -R\$144m.

Com uma receita de R\$20m, a retirada do Bankly do resultado consolidado contribuiria com apenas ~R\$11m de EBITDA, um ganho de +68bps de margem. Ainda assim, não seria suficiente para a postagem de um lucro operacional positivo. Acreditamos que o ganho de eficiência almejado deve vir do efeito cumulativo entre a retirada do Bankly do resultado e da transferência de custos ao BV, o que devem levar o *breakeven* operacional a ocorrer em 2024.

Por enquanto, estimamos que o Bankly só sairá do consolidado a partir do 1T24, após as aprovações de órgãos reguladores, da qual estimamos que devem ser autorizadas mais para o final deste ano. Porém, quanto a parceria com o BV, iniciada nas semanas finais do 1T23, poderemos começar a observar os efeitos, ainda que incipientes, no 2T23.

Estimamos um prejuízo 2,3x maior a/a. Apesar do resultado operacional extremamente pressionado, o resultado financeiro deve novamente reduzir o prejuízo, devido à ausência de endividamento que pese para a Companhia, tendo então a receita financeira da aplicação do caixa como um bom atenuante. Ainda assim, esperamos uma piora considerável da última linha na base comparativa anual. Na comparação sequencial, vale ressaltar que o resultado do 4T22 foi beneficiado por itens não recorrentes que reduziram o prejuízo do trimestre, portanto não consideramos a comparação t/t justa operacionalmente. Estimamos um prejuízo líquido de -R\$21,3m Genial Est. (-290,9% t/t; -227,5% a/a).

Nossa visão para Méliuz

Olhando para a dinâmica que esperamos para o 1T23, acreditamos que a reação dos investidores continuará sendo negativa. Vemos ainda muitas posições *short* sendo executadas, com o Méliuz (CASH3-B3) sendo um nome constante na lista das 10 ações mais alugadas para essa finalidade desde o início do ano, através da nossa corretora. Vale mencionar que também figuram nessa lista nomes como Magazine Luiza (MGLU3- B3), o que nos leva a deduzir que investidores estão procurando montar posições vendidas em ativos que são expostos ao varejo, o que acaba incluindo o Méliuz por tabela.

Ao conversarmos com alguns investidores institucionais, vemos que alguns já saíram do papel ou apostam na queda, com poucos ainda se mantendo como verdadeiros *Long holders*. Esses por sua vez, possuem hoje uma posição minoritária do seu portfólio na Companhia, entretanto, ainda acreditam que a saída do Bankly e a parceria comercial com o BV destravarão valor de longo prazo.

Especuladores assombram as ações da Companhia. Nossa visão é de que já se passaram muitos resultados negativos de curto prazo, e mesmo diante de notícias que mostravam avanços (a passos vagarosos, mas reais), o papel demonstrava sinais de alta, porém a apreciação das ações não se mantinha ao longo do tempo, de forma que a valorização não forma um comportamento resiliente. Acreditamos que a explicação para isso é que mediante a uma alta, como ocorreu após o resultado do trimestre passado, quando a Companhia divulgou que o recurso originado venda do Bankly iria ser destinado a pagamento de proventos para os acionistas, muitos investidores aproveitaram a rápida valorização de ~15% para descartarem suas posições no papel a um preço maior, o que eventualmente fez com que a ação invertesse a tendência de alta, e voltasse a negociar ao patamar anterior, hoje abaixo de R\$1,00.

Observamos um cenário extremamente desafiador para o varejo, conforme comentamos sobre o fluxo dos investidores ao apostarem nas quedas, motivados por dados como da consultoria Neotrust, do qual destacou que o GMV de e-commerce nacional segue em 2023 com queda acima de *mid-single digit* a/a, tendo a base de 2022 já mais fraca que 2021. Ou seja, do lado da Vertical de Shopping o cenário está bastante apertado para o Méliuz, mesmo que com uma política de priorizar Net Take-rate, não acreditamos que a priorização vai compensar um GMV que cada vez mais perde força (não por ingerência da Companhia, mas sim por condicionantes de mercado).

Tendo em vista que alocamos a Companhia dentro do setor de Tecnologia, e estamos gradualmente olhando para mais teses desse setor nesse momento, começamos então a ser mais seletivos com as nossas recomendações. Apesar de que o *stock inplit* e posterior *split* devem colocar a ação de volta acima de R\$1,00 (deixando de figurar como “*penny stock*”), o resultado só será válido a partir de 1 de junho, de forma que será alguns dias após a divulgação do resultado do 1T23, do qual esperamos que venha com prejuízo líquido 2,3x maior a/a, e ações devem amargar mais perdas.

Considerando que desde que assumimos a cobertura do Méliuz, no início de agosto de 2022, o nosso voto de confiança na Companhia para uma melhor performance focada em longo prazo, vem deixando a desejar, não necessariamente pela capacidade da Companhia, que aos trancos e barrancos, tenta diversificar negócios e procura ser ativa para melhorar a assertividade de suas linhas de negócios, acreditamos que o timing para entrada no mercado de crédito não jogou a favor do Méliuz, bem como vemos o varejo e-commerce bastante fraco em termos de recuperar crescimento pós pandemia, com um 2023 que, ao que tudo indica, será tão ruim ou pior ainda que 2022.

Apesar de que ressaltamos a nossa opinião com relação a parceria do BV destravar valor, através de uma estrutura mais *asset light* e com mais eficácia na concessão de crédito, vindo a consolidar a partir do 2T23 em diante um modelo mais robusto, com um parceiro de elevada expertise, vemos a saída com Bankly de dentro da estrutura do Méliuz como essencial também para ocasionar o *breakeven* em 2024. Inicialmente, nossa primeira impressão era de que o Bankly iria deixar de ser controlado pelo Méliuz e essa saída iria ser mais rápida, com o nosso modelo considerando que essa modificação no P&L sendo efetiva junto com o início da parceria, no 3T23. Porém, nossas conversas mais recentes com o *management* nos deixaram desanimados com essa notícia, ao passo que mesmo tendo sido aprovado a venda do Bankly em conselho, a passagem por órgãos reguladores e burocracias adicionais devem jogar a separação para final do 4T23, o que posterga mais uma vez nossa projeção de *breakeven*.

Dessa forma, **(i)** sem sinalizações positivas para o trimestre, **(ii)** varejo fraco, que segue sem recuperação para a vertical de Shoppings e **(iii)** Bankly dentro da estrutura consolidada por mais tempo do que esperávamos, vemos pouco espaço para a apreciação das ações. **Resolvemos rebaixar** tanto o **rating** da nossa recomendação de Comprar **para MANTER**, como também o **Target Price 12M** de **R\$1,00** vs. R\$1,50 em nossa recomendação anterior, dando ao papel um **upside** de **+16,28%**. Estamos aguardando melhores indicadores da parceira com BV para vermos uma possibilidade mais clara sobre para onde vai a direção dos papeis, com um volume menor de **eventos especulativos**, que assombram as ações do Méliuz.

Apêndice: Méliuz

Figura1. Méliuz – DRE em R\$ Milhões (Genial Est. 2023-2028)

Resumo DRE	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Receita Líquida Total	442	579	680	738	824	934
(-) COGS	(423)	(404)	(420)	(423)	(452)	(517)
(-) SG&A	(155)	(91)	(98)	(103)	(109)	(122)
EBITDA	(136)	85	163	211	263	295
(-) D&A	(14)	(14)	(13)	10	(14)	(11)
EBIT	(149)	71	151	221	249	285
(+/-) Resultado Financeiro	105	61	74	90	140	190
EBT	(44)	132	224	311	389	475
(-) IR	13	(31)	(65)	(106)	(178)	(220)
Lucro/ Prejuízo do período	(31)	101	159	205	211	255
Rentabilidade						
Margem Líquida (%)	-6,91%	17,38%	23,40%	27,83%	25,65%	27,28%

Figure 2. Méliuz – Fluxo de Caixa em R\$ Milhões (Genial Est. 2023-2028)

Fluxo de Caixa (FCFF)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Receita Líquida Total	442	579	680	738	824	934
(-) Custos da Operação	(578)	(494)	(517)	(526)	(561)	(639)
EBITDA	(136)	85	163	211	263	295
(+) Provisão para perdas esperadas	-	-	-	-	-	-
(-) Taxas	(1)	(31)	(65)	(106)	(178)	(220)
(+/-) Taxa deferida	15	40	33	-	-	-
(+/-) Δ WK	21	(44)	()	0	(4)	(18)
(-) Capex	(3)	(7)	(5)	(8)	(7)	(4)
FCFF	(104)	42	125	98	75	53

Disclaimer

A Genial pode fazer negócios com empresas que constam nos seus relatórios de pesquisa. Como resultado, os investidores devem estar cientes de que a empresa pode ter um conflito de interesses que poderia afetar a objetividade deste relatório. Os investidores devem considerar este relatório como apenas um dos fatores na tomada de sua decisão de investimento. Para as declarações do analista e outros disclaimers importantes, consulte a Seção de Disclaimers, localizada no final deste relatório.

Genial Rating

	Definição	Cobertura
Comprar	Retorno esperado acima de +10% em relação ao média do setor da Companhia	53%
Manter	Retorno esperado entre +10% e -10% em relação ao média do setor da Companhia	33%
Vender	Retorno esperado abaixo de -10% em relação ao média do setor da Companhia	3%
Em revisão	Rating está em revisão	11%

DISCLAIMER GERAL

Este relatório foi produzido pelo departamento de Research da Genial. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Genial. A Genial não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.

Este relatório de Research destina-se à distribuição somente em circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório de Research não leva em consideração os objetivos específicos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de qualquer indivíduo em especial, mesmo quando enviado a um único destinatário. Este relatório de Research não se propõe a ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos aqui referidos. Nem a Genial nem qualquer um de seus conselheiros, diretores, funcionários ou representantes terá qualquer responsabilidade decorrente de qualquer erro, imprecisão ou imperfeição de fato ou opinião contida neste relatório, ou será responsabilizado por quaisquer perdas ou danos que possam surgir a partir da utilização deste relatório de Research.

A Genial poderá contar com barreiras de informação, tais como "chinese walls", para controlar o fluxo de informações dentro de suas áreas, unidades, divisões, grupos ou afiliadas.

O desempenho passado não é necessariamente um indicador de resultados futuros e nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é feita pela Genial em relação ao desempenho futuro. Rendimentos de aplicações podem variar. O preço ou valor dos investimentos aos quais este relatório de Research se refere, direta ou indiretamente, podem cair ou subir contra o interesse dos investidores. Qualquer recomendação ou opinião contida neste relatório de pesquisa pode se tornar desatualizada em consequência de alterações no ambiente em que o emitente dos valores mobiliários sob análise atua, além de alterações nas estimativas e previsões, premissas e metodologia de avaliação aqui utilizadas.

DECLARAÇÕES DO ANALISTA

O analista de investimento declara que as opiniões contidas nesse relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e autônoma, inclusive em relação a GENIAL.

A remuneração dos analistas está, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela GENIAL. Além disso, o analista certifica que nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será direta ou indiretamente relacionada com as recomendações ou opiniões específicas expressas neste relatório de Research.

O analista declara que é responsável pelo conteúdo deste relatório e atende às exigências da Resolução CVM nº 20/2021.

O analista declara que pode ser diretamente, em nome próprio, titular de valores mobiliários objeto do presente relatório. Salvo disposição em contrário, os indivíduos listados na capa deste relatório são analistas devidamente credenciados.

A Genial, suas afiliadas, coligadas, controladoras e/ou subsidiárias têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação aos emissores ou aos valores mobiliários objetos da análise.

DISCLOSURES ADICIONAIS

(i) Este documento foi preparado pelo Research da Genial e é publicado com o único propósito de fornecer informações sobre as empresas e seus valores mobiliários.

(ii) As informações contidas neste documento são fornecidas apenas para fins informativos e não constituem uma oferta para comprar ou vender, e não devem ser interpretadas como uma solicitação para adquirir quaisquer valores mobiliários em qualquer jurisdição. As opiniões aqui expressas, no que diz respeito à compra, venda ou detenção de valores mobiliários, ou com relação à ponderação de tais valores mobiliários numa carteira real ou hipotética, são baseadas em uma análise cuidadosa feita pelos analistas que elaboraram este relatório e não devem ser interpretadas por investidores como recomendações para qualquer decisão de investimento. A decisão final do investidor deve ser tomada levando em consideração todos os riscos e as taxas envolvidas. Este relatório é baseado em informações obtidas de fontes públicas primárias ou secundárias, ou diretamente das empresas, e é combinado com estimativas e cálculos elaborados pela GENIAL. Este relatório não pretende ser uma declaração completa de todos os fatos relevantes relacionados a qualquer estratégia da empresa, indústria, segurança ou mercado mencionados. As informações foram obtidas de fontes consideradas confiáveis; a GENIAL não faz nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, quanto à integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento são baseadas em dados atuais e estão sujeitas a alterações. Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. A GENIAL não está obrigada a atualizar ou revisar este documento, ou a avisar sobre quaisquer alterações em tais dados.

(iii) Os valores mobiliários discutidos neste relatório, bem como as opiniões e recomendações contidas neste documento, podem não ser apropriados para todo tipo de investidor. Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de um determinado investidor. Os investidores que desejam comprar, vender ou investir em títulos que são abrangidos por este relatório devem procurar aconselhamento financeiro independente que leve as características individuais e necessidades em consideração, antes de tomar qualquer decisão de investimento em relação aos valores mobiliários em questão. Cada investidor deve tomar decisões de investimento independentes depois de analisar cuidadosamente os riscos, taxas e comissões envolvidas. Se um instrumento financeiro for denominado numa moeda diferente da moeda do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar adversamente o preço ou valor, ou da renda derivada do instrumento financeiro e o leitor deste relatório assume todos os riscos cambiais. Resultados com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente. As informações, opiniões e recomendações contidas neste relatório não constituem e não devem ser interpretadas como uma promessa ou garantia de um retorno especial em qualquer investimento. O desempenho passado não necessariamente indica resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, é aqui feita sobre o desempenho futuro. Portanto, a GENIAL, suas empresas afiliadas, e os analistas envolvidos neste relatório não assumem qualquer responsabilidade por qualquer perda direta, indireta ou decorrente do uso das informações contidas no presente, e qualquer pessoa que use este relatório se compromete a indenizar irrevogavelmente a GENIAL e suas afiliadas por quaisquer reclamações e demandas.

(iv) Os preços neste relatório são considerados confiáveis a partir da data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes: (i) fontes expressamente especificadas junto aos dados relevantes; (ii) preço cotado no principal mercado regulamentado para o ativo em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; ou

(iv) dados de propriedade da GENIAL ou disponíveis para a GENIAL.

(v) Nenhuma garantia expressa ou implícita é fornecida em relação à exatidão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas à GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas. Em todos os casos, os investidores deverão realizar sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação a títulos ou mercados que são analisados neste relatório.

(vii) Uma vez que as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, a GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas podem ter publicado ou podem vir a publicar outros relatórios que não apresentem uniformidade e/ou cheguem a conclusões diferentes daquelas aqui contidas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma garantia de que os assuntos nelas referidas de fato ocorrerá. O preço e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. Resultado com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente. 01 de fevereiro de 2023.2.

(viii) Este documento não pode ser: (a) fotocopiado ou duplicado de qualquer forma, no todo ou em parte, e/ou (b) distribuído sem o prévio consentimento por escrito da GENIAL. A GENIAL não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.

(ix) Nem a GENIAL nem quaisquer de suas afiliadas ou seus respectivos diretores, funcionários ou agentes, aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano resultante do uso de toda ou qualquer parte deste relatório.

(x) Genial Investimentos é a plataforma de negociações da Genial Investimentos Corretora de Valores Mobiliários, uma empresa do Grupo Genial.