Méliuz

BTG Pactual Equity Research
Setor Financeiro

26 de junho 2025

Reinício de cobertura

Retomando a cobertura de Méliuz em resposta à sua nova estratégia com Bitcoin

Como muitas small caps no Brasil — especialmente entre as empresas que abriram capital em 2020–21 —, as ações da Méliuz foram amplamente esquecidas à medida que o cenário macroeconômico se deteriorava, os juros subiam e as perspectivas fiscais do país pioravam. Nesse contexto, o fundador e presidente do conselho, Israel Salmen, decidiu seguir os passos da empresa norte-americana MicroStrategy (agora rebatizada como Strategy): acumular o máximo possível de Bitcoin e emitir instrumentos financeiros para adquirir mais, com um custo de capital mais baixo. Tendo nos afastado da tese, nossa reação inicial ao anúncio foi de surpresa e ceticismo. No entanto, com a ação subindo 114% desde a divulgação da estratégia, ficou claro que estávamos deixando algo passar. Essa mudança estratégica tem se mostrado, até agora, uma forma bem-sucedida da Méliuz reinventar sua tese de investimento. Com este relatório, retomamos a cobertura da Méliuz, agora posicionada como uma "Bitcoin Treasury Company" (Empresa de Tesouraria de Bitcoin).

"Bitcoin Treasury Companies" vendem volatilidade e diferentes tipos de exposição ao ativo

Diferentemente das empresas tradicionais, as companhias de tesouraria em Bitcoin geram valor não a partir de suas operações principais, mas por meio do aumento da quantidade de Bitcoins por ação (BTC/ação), via emissão de instrumentos financeiros — como ações, dívidas conversíveis, ações preferenciais e bônus de subscrição. A elevada volatilidade dessas ações permite que elas emitam instrumentos atrelados a opções em termos vantajosos.

Valuation	2022	2023	2024	2025E	2026E
RoIC (EBIT) %	-65,2	-54,8	-15,6	32,0	32,8
EV/EBITDA	4,4	-1,1	-1,8	8,1	7,6
P/L	-1,7	-28,5	-30,0	14,2	14,1
Dividend Yield %	0,0	0,0	179,6	1,8	3,5
Resumo Financeiro (R$ milhões)	**2022**	**2023**	**2024**	**2025E**	**2026E**
Receita	368	342	365	401	428
EBITDA	-128	-77	-14	64	68
Lucro Líquido	-57	-24	-8	43	43
LPA (R$)	-0,70	-0,30	-0,10	0,50	0,50
DPA líquido (R$)	0,00	0,00	5,00	0,10	0,20
(Dívida Líquida)/Caixa	657	603	214	85	94

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no últimos preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R$ 6,97 em 24 de junho de 2025.

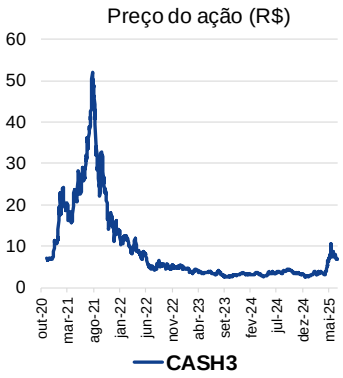
Rating

COMPRA

Sumário	
Ticker	CASH3
Preço Alvo (R$)	10,0
Preço (R$)	7,0
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R$ mn)	785,38
Vol. Méd. 12M (R$ mn)	72,64
Atualização Preço-alvo	24/06/2025

Valuation:	2025E	2026E
P/L	14,2x	14,1x
P/VPA	-	2,0x

Performance:	
Junho (%)	-13,1%
LTM (%)	98,9%



Analistas

Eduardo Rosman
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Thiago Paura
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Ricardo Buchpiguel
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Bruno Henriques
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

A Strategy, por exemplo, emite frequentemente dívidas conversíveis com juros próximos a zero e preços de exercício elevados. Como alguns investidores buscam exposição ao Bitcoin com limites de risco, estão dispostos a comprar essas dívidas— mesmo que isso implique em renunciar a parte da valorização. No fim, essas empresas listadas utilizam sua presença no mercado de capitais para oferecer exposição estruturada ao Bitcoin (com diferentes perfis de risco), capturando valor a cada nova emissão.

Desempenho impressionante das ações da Strategy e de seus pares

A Strategy foi pioneira nesse modelo em 2020, inspirando mais de 70 "réplicas" ao redor do mundo — e agora a Méliuz busca ser a versão brasileira. Nos últimos cinco anos, as ações da Strategy valorizaram 26x (vs. +15x para o Bitcoin), enquanto a MetaPlanet (Japão) e a BlockChain Group (França), que adotaram o modelo de tesouraria em Bitcoin no início de 2024, viram suas ações subirem 120x e 50x, respectivamente, desde janeiro de 2024 (vs. +2,4x para o Bitcoin).

As companhias mais recentes que adotaram essa estratégia — quando bem-sucedidas — costumam alcançar yields de BTC mais elevados (crescimento da razão BTC/ação), já que cada emissão adiciona mais ao total de Bitcoins em carteira do que no caso da Strategy. Por exemplo, a Strategy apresentou um yield mensal de 3,2% em BTC no 1S25, enquanto a MetaPlanet alcançou 44%. Assim, mesmo que a MetaPlanet negocie a um valor de mercado mais alto em relação ao valor patrimonial de Bitcoin (mNAV de 5,6x vs. 1,9x), ela levaria menos tempo para retornar a 1x mNAV nesse ritmo (13 meses vs. 61).

Mas como a Méliuz vai gerar um yield de BTC?

Atualmente, a Méliuz não possui uma estrutura offshore para emitir dívidas conversíveis, embora esteja trabalhando na criação de uma. Como resultado, sua primeira emissão combinou um follow-on com a emissão de cinco séries de warrants (bônus de subscrição) (cada série incluindo entre 0,33 e 0,35 warrants por ação). Mesmo sem a opção de captar dívida a juros extremamente baixos para comprar Bitcoin — evitando assim diluição —, a empresa ainda consegue levantar capital com ágio sobre o mNAV, principalmente devido a: (i) valor dos warrants concedidos aos investidores que participaram da oferta; e (ii) expectativa do mercado de que continuará emitindo com ágio sobre o mNAV. Uma forma de interpretar esse ágio no follow-on da Méliuz é entendê-lo como o preço pago para obter exposição a opções com determinado nível de volatilidade implícita. Quanto maior o ágio sobre o mNAV, maior deverá ser a volatilidade esperada — de forma que, sob o modelo de Black-Scholes, o valor justo das opções seja suficiente para remunerar os acionistas.

Avaliamos o negócio de cashback em R$400 milhões (~6x EV/EBITDA)

Com o valor de mercado da Méliuz próximo a R$800 milhões, o negócio de cashback ainda tem impacto significativo no valor justo por ação da companhia nesta fase inicial de sua nova estratégia com Bitcoin. No entanto, à medida que a empresa realizar novas emissões, a divisão de cashback será diluída e menos relevante para o preço da ação. Por ora, focamos nossa análise no mNAV ajustado (valor de mercado

menos o valor do negócio legado e a posição líquida de caixa, dividido pela quantidade de Bitcoin em carteira). Em nossas estimativas, nos impressionou a velocidade com que a empresa retomou o controle de suas operações — interrompendo o consumo de caixa, alcançando EBITDA positivo no 3T23 e retornando à geração de fluxo de caixa positivo (excluindo yield de caixa) nos últimos trimestres. Por isso, estamos dando o benefício da dúvida ao negócio de cashback após essa melhora recente, e o valorizamos em ~6x EV/EBITDA projetado para o final de 2025, resultando em um valuation de aproximadamente R$400 milhões (R$3,50/ação).

Como estimar o ganho anual de BTC da Méliuz?

A criação de valor para as empresas de tesouraria em Bitcoin vem da emissão de instrumentos financeiros que aumentam a quantidade de BTC por ação. Para estimar o preço-alvo da Méliuz ao final de 2025, é preciso considerar o capital que a empresa deverá levantar nos próximos anos, além de assumir uma trajetória de preço para o Bitcoin no período. Assumimos que a Méliuz continuará levantando capital com a mesma estrutura utilizada na oferta inicial: uma combinação de ações e bônus de subscrição, com o ágio sobre o mNAV da emissão ligado à volatilidade implícita. Por exemplo, para 2026, projetamos uma captação de aproximadamente R$250 milhões a um mNAV pós-oferta de 1,4x. Com base na estrutura anterior, isso exigiria uma volatilidade implícita de pelo menos 79% para justificar esse múltiplo. Projetamos emissões semelhantes de ~R$250 milhões por ano até 2030, totalizando cerca de R$1,3 bilhão — embora com múltiplos mNAV decrescentes (e, consequentemente, volatilidade implícita também menor). Como analistas do setor financeiro, reconhecemos que não temos nenhuma habilidade especial para prever o preço do Bitcoin no próximo ano — muito menos nos próximos cinco. Para embasar nossas premissas, utilizamos a curva de futuros de Bitcoin disponível até 2026 e aplicamos uma taxa de crescimento anual de 10% a partir daí.

Novo preço-alvo de R$10, derivado de R$1,3 bilhão em captações ao longo de cinco anos

Com essas premissas, projetamos o BTC por ação até 2030. Multiplicando esse valor pelo preço do Bitcoin, obtemos o "ganho do BTC em R$" para cada ano — essencialmente o valor por ação gerado tanto pela acumulação de BTC quanto pela valorização do ativo. Por outro lado, essas captações diluem o valuation de R$400 milhões que atribuímos ao negócio de cashback (~6x EV/EBITDA 25E) e sua posição líquida de caixa (~R$50 milhões). Combinando o ganho em R$ do BTC com a diluição do valuation do negócio de cashback por ação, chegamos ao "ganho do BTC ajustado em R$" — um valor análogo ao LPA nesse contexto. Estimamos esse ganho em R$0,64/ação em 2026 e uma média de R$0,85 de 2027 a 2030. Por fim, somando "ganho do BTC ajustado em R$" ao valor justo estimado por ação ao final de 2025 de R$7,30 (a 1x mNAV ajustado) e descontando o ganho a um custo de capital próprio de 17,5%, chegamos a um preço-alvo de R$10 ao final de 2025 (potencial de valorização de 43%), o que implica um múltiplo mNAV ajustado de 1,7x.

Tese de investimento se apoia em quatro pilares — com destaque para o desempenho do BTC

A tese de investimento da Méliuz se baseia essencialmente em quatro pilares: (i) o valuation do seu negócio legado de cashback; (ii) a alta volatilidade das ações; (iii) a capacidade da empresa de emitir dívida ou instrumentos híbridos atrelados ao Bitcoin (como dívidas conversíveis ou ações preferenciais); e (iv) principalmente, o desempenho do próprio Bitcoin. Em nossas estimativas atuais, estamos considerando os pilares (i), (ii) e (iv). No entanto, a tese pode não performar caso qualquer um desses pilares se enfraqueça sem ser compensado nos demais. Por exemplo, se o negócio legado não tiver valor e a empresa não conseguir emitir instrumentos vinculados ao Bitcoin, a volatilidade das ações teria que ser extremamente alta e/ou o preço do BTC precisaria performar excepcionalmente bem para compensar. Esses instrumentos de dívida ou híbridos não apenas permitem que empresas de tesouraria em BTC (como a Strategy) gerem yield em BTC mesmo com mNAV em 1x, como também oferecem exposição alavancada ao preço do ativo. Por outro lado, a Méliuz não corre o risco de ser forçada a vender suas posições em Bitcoin a preços baixos — ou mesmo de entrar em falência — caso o preço do ativo colapse, um problema enfrentado pela Strategy em 2022 e resolvido por meio de uma emissão de ações.

Negociando próxima de 1x mNAV ajustado, assimetria é favorável; recomendação de COMPRA

Como mencionamos, a continuidade da valorização do Bitcoin pode ser o pilar mais importante — não apenas porque impulsiona diretamente os ganhos do BTC em R$ ao longo do tempo, mas também porque um ambiente de alta do Bitcoin tende a reforçar os demais pilares: aumenta a volatilidade das ações, reduz os múltiplos mNAV (e, consequentemente, a volatilidade implícita nas emissões), e eleva o interesse dos investidores por instrumentos vinculados ao ativo. Assim, se o BTC tiver um desempenho fraco nos próximos anos, o investidor estará exposto não somente a um ativo em depreciação, mas a companhia pode ainda não conseguir realizar novas emissões — o que significa que o investidor teria pago um prêmio sobre o mNAV sem capturar os benefícios do yield em BTC. Dito isso, acreditamos que o Bitcoin está se consolidando como um ativo "mainstream" (convencional), o que deve sustentar um desempenho robusto nos próximos anos. Embora se trate de uma tese complexa e seja difícil ter convicção elevada, o histórico positivo de estratégias similares ao redor do mundo e o fato de a Méliuz estar negociando próxima de 1x mNAV ajustado (com potencial relevante de valorização caso a estratégia seja bem-sucedida) nos levam a crer que o novo direcionamento da companhia merece o benefício da dúvida. Por isso, retomamos a cobertura com recomendação de COMPRA.

De plataforma de cashback a "Bitcoin Treasury Company"

A Méliuz abriu capital em novembro de 2020, quando ainda atuava majoritariamente como uma plataforma de cashback, com o objetivo de impulsionar as vendas dos parceiros de e-commerce ao mesmo tempo em que aumentava o cross-sell de produtos financeiros (próprios ou de terceiros) junto aos seus clientes.

Acompanhamos a ação em seus momentos de valorização, quando a empresa era negociada a múltiplos de lucro extremamente elevados,

refletindo a expectativa de acesso a um mercado endereçável maior com a entrada no segmento de carteiras digitais. Também acompanhamos a fase de baixa do ciclo, quando as discussões giravam em torno da capacidade do negócio de cashback voltar a gerar caixa e se a posição elevada de caixa da Méliuz em relação ao seu valor de mercado poderia viabilizar yields extraordinários em dividendos (o que se concretizou em duas reduções de capital que totalizaram quase R$450 milhões, ou um yield de ~70%).

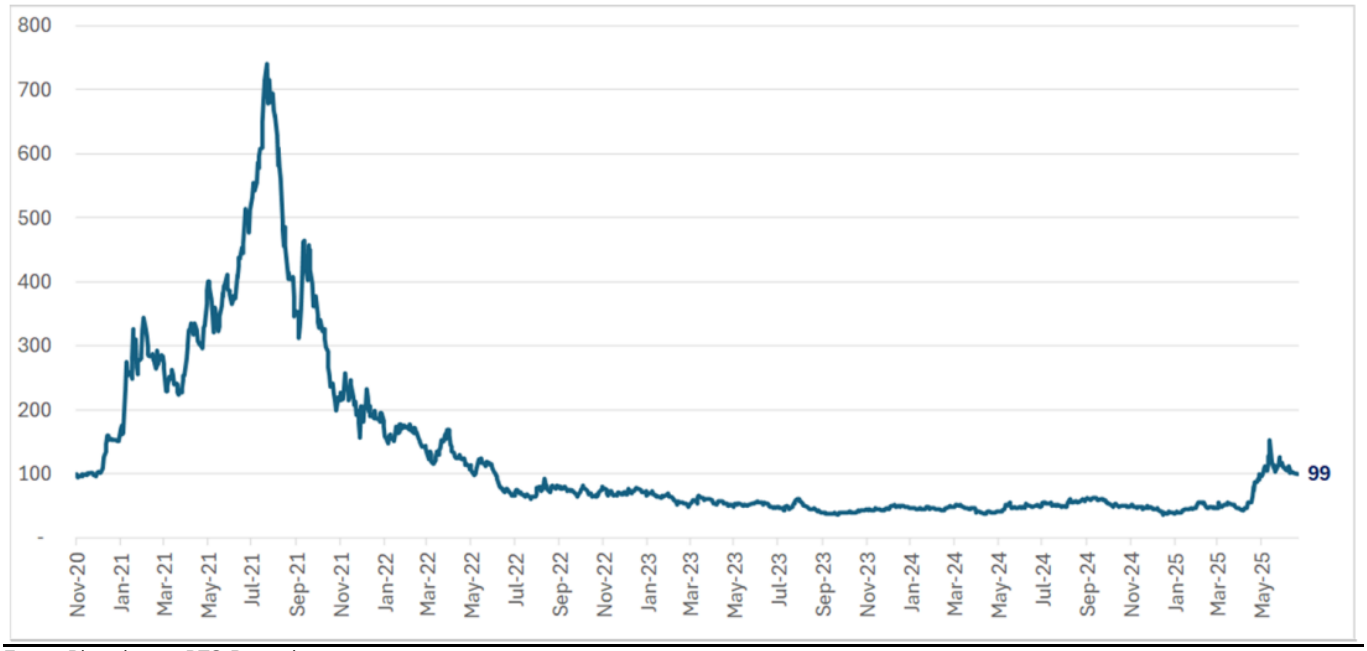
Com o agravamento do cenário macroeconômico no final do ano passado, as ações de small caps ficaram esquecidas e a possibilidade de ganhos com dividendos extraordinários foi deixada de lado. O interesse dos investidores na ação despencou, e nos afastamos da tese da Méliuz.

Nesse contexto, o presidente do conselho e fundador, Israel Salmen — um "verdadeiro entusiasta do Bitcoin" inspirado pela trajetória de valorização da MicroStrategy (hoje rebatizada como Strategy) — decidiu ingressar no universo das "Bitcoin Treasury Company". A Strategy, originalmente uma empresa de software, também era considerada uma ação esquecida por volta de 2020, quando seu fundador, Michael Saylor, passou a acumular o máximo possível de Bitcoin — primeiro alocando grande parte do caixa da companhia no ativo e, depois, emitindo instrumentos financeiros para adquirir ainda mais, com um custo de capital reduzido.

Assim, em maio deste ano, Israel conseguiu convencer o Conselho de Administração e os acionistas a aprovar a mudança estratégica rumo ao Bitcoin.

Como analistas do setor financeiro que nunca havíamos estudado com profundidade a tese do Bitcoin — muito menos um modelo de negócios baseado na acumulação de BTC —, nossa reação inicial ao anúncio foi de "surpresa e ceticismo". Ficamos ainda mais surpresos com a reação do mercado aos comunicados de abril e às aprovações estratégicas em maio, com as ações acumulando uma impressionante alta de ~150% no ano — sinal claro de que estávamos deixando algo importante passar e de que essa mudança estratégica de fato reinventou a tese de investimento da Méliuz.

Gráfico 1: Performance das ações da Méliuz (100 = IPO da CASH3 em Nov'20)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Após esse movimento e a oferta subsequente concluída há poucas semanas, o interesse dos investidores pela ação aumentou significativamente, o que nos motivou a nos aprofundar nesse modelo de negócios.

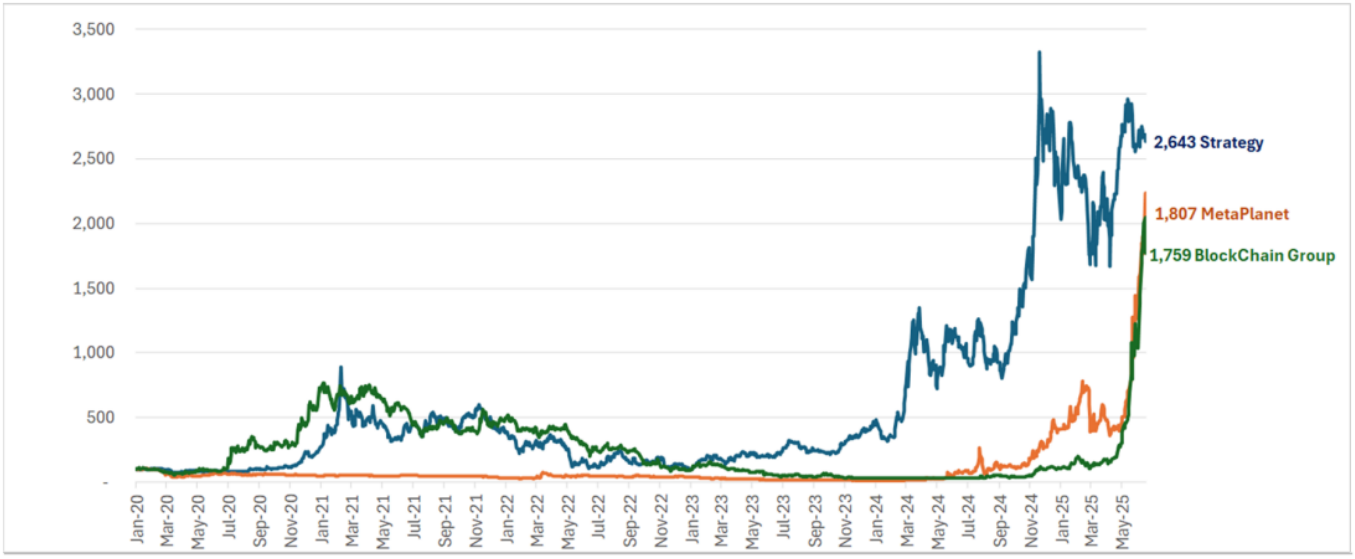
Conhecendo as "Bitcoin Treasury Companies"

Como analistas do setor financeiro, estamos constantemente expostos a diversos modelos de negócios — desde bancos tradicionais com foco em crédito até bolsas, seguradoras, plataformas de investimentos e empresas de cashback — e sempre é interessante observar como as companhias utilizam soluções financeiras para gerar valor ao acionista.

No entanto, as empresas de tesouraria em Bitcoin talvez representem o modelo de negócios mais "fora da caixa" que já cobrimos. Trata-se de um modelo ainda recente em escala global, que gera valor por meio de mecanismos financeiros não convencionais: acumular Bitcoin e aumentar a quantidade de BTC por ação (BTC/ação) por meio da emissão de instrumentos financeiros.

A Strategy não é a única empresa de tesouraria em Bitcoin, nem a Méliuz foi a primeira a "copiar" seu modelo. Já existem cerca de 70 "réplicas da Strategy" no mundo tentando, recentemente, replicar essa tese, e muitas delas já conseguiram negociar a um valor de mercado superior ao valor de seus ativos em BTC.

Gráfico 2: Performance das ações de "Bitcoin Treasury Companies" (100 = Jan'20)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

O chamado "prêmio Saylor" — em referência ao pioneiro do modelo de tesouraria em Bitcoin — representa o prêmio que o mercado atribui às posições em BTC dessas empresas. Atualmente, a Strategy negocia com um mNAV (valor de mercado sobre o valor patrimonial de Bitcoin) de quase 1,9x (ou seja, um prêmio Saylor de 90%).

Diversos fatores explicam esse prêmio, incluindo:

(i) Vantagens regulatórias (muitos fundos não podem investir diretamente em BTC ou em ETFs de BTC);
(ii) Baixa disponibilidade de financiamento com margem para comprar Bitcoin;
(iii) Entre os entusiastas do Bitcoin, a crença de que empresas que acumulam mais BTC terão vantagem em um sistema financeiro futuro mais conectado à moeda digital.

No entanto, o principal fator por trás desse prêmio é a capacidade dessas empresas de emitir instrumentos financeiros (ações, bônus de subscrição, ações preferenciais, dívida conversível etc.) de forma a aumentar o BTC/ação ao longo do tempo. Em vez de simplesmente comprar BTC ou um ETF de BTC e depender apenas da valorização do ativo, os investidores podem terminar com mais de 1 BTC/ação ao investirem nessas companhias.

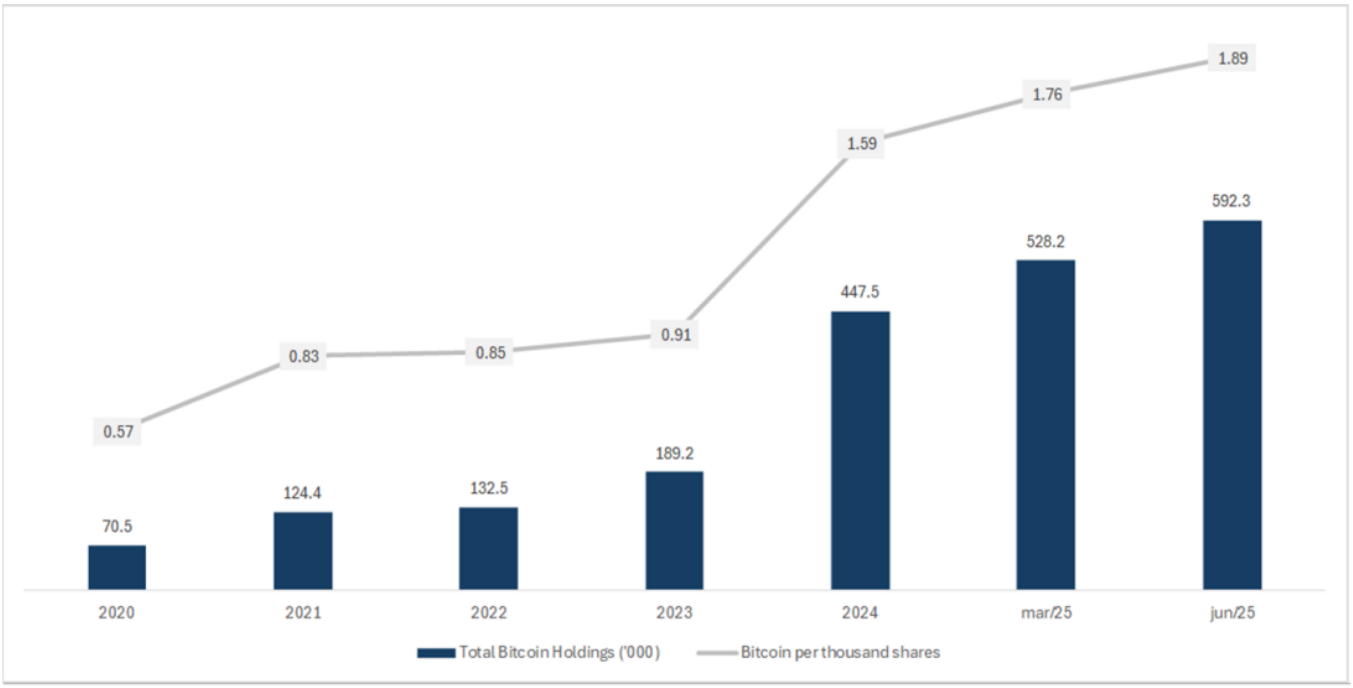
Mas não existe "almoço grátis". Para obter esse ganho em BTC/ação, o investidor precisa pagar o "prêmio Saylor" e correr o risco de que emissões futuras não compensem o custo inicial.

Devido à alta volatilidade do Bitcoin, à especulação de mercado e às tentativas de arbitragem entre os instrumentos emitidos e os preços das ações, os papéis dessas empresas apresentam alta volatilidade — especialmente nos primeiros anos. Porém, ao contrário do que sugere a teoria clássica de finanças, essa volatilidade é benéfica para essas companhias — ela atua como o principal catalisador que lhes permite emitir instrumentos a um custo de capital mais baixo.

O principal instrumento de captação da Strategy são as dívidas conversíveis (convertible bonds). Dada a alta volatilidade da empresa e sua forte colateralização em BTC (ou seja, uma alta razão entre NAV em BTC e dívidas), essas dívidas podem ser emitidas com juros muito baixos — muitas vezes próximos de zero. Assim, se a dívida conversível permanece fora do dinheiro, a Strategy efetivamente capta recursos a um custo de dívida extremamente baixo. E, se a dívida entra no dinheiro, isso também aumenta o BTC/ação, desde que os preços de exercício estejam acima de 1x P/NAV (embora, dependendo dos juros e do múltiplo, em alguns casos possa até ser mais vantajoso que a dívida continue fora do dinheiro).

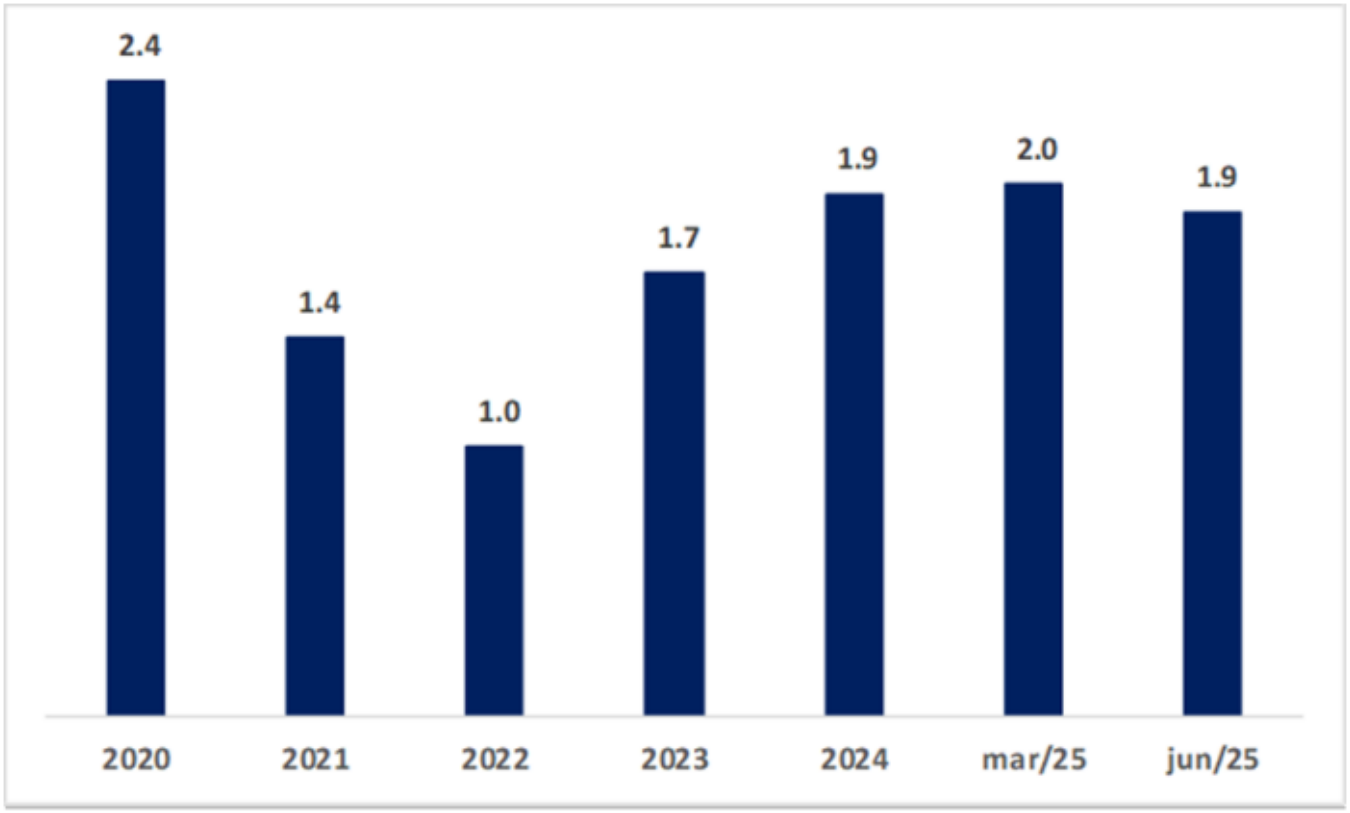
Como a maioria das dívidas conversíveis acabou entrando no dinheiro devido ao forte desempenho da ação, o principal instrumento de funding utilizado pela Strategy desde o início de sua estratégia em Bitcoin tem sido o equity — com um total de US$25,9 bilhões emitidos em ações, frente a US$12 bilhões em dívida ou instrumentos híbridos. Ao longo do tempo, a Strategy também desenvolveu outros tipos de instrumentos financeiros vinculados ao Bitcoin, como ações preferenciais conversíveis, que funcionam como dívida perpétua pagando dividendos aos detentores. Com todas essas emissões, a Strategy conseguiu acumular mais de 2,5% da oferta global de Bitcoin e, como as emissões ocorreram com ágio sobre o mNAV, o número de BTC por ação aumentou em 3,3x no período.

Gráfico 3: BTC por ação da Strategy



Fonte: Companhia e BTG Pactual

Gráfico 4: Evolução do mNAV da Strategy



Fonte: Companhia e BTG Pactual

Há grupos de investidores que buscam exposição ao Bitcoin com certos limitadores de risco — ou seja, não se sentem confortáveis com o risco de perda total caso o ativo despenque, mas ainda desejam capturar parte do upside caso o Bitcoin continue superando os ativos tradicionais. Esses investidores podem optar por comprar dívida conversível ou outros instrumentos híbridos. Em troca do acesso a esses produtos estruturados, estão dispostos a pagar um "prêmio" — aceitando juros mais baixos no carrego e preços de exercício mais altos (ou seja, não capturam todo o potencial de valorização caso o Bitcoin suba).

Há também investidores interessados diretamente na ação, que a empresa pode emitir por meio de follow-ons ou programas de emissão contínua (ATMs). Esses investidores estão, essencialmente, buscando comprar um veículo alavancado em Bitcoin e/ou acreditam no modelo de negócios baseado na emissão contínua de dívida a juros baixos e equity com ágio sobre o mNAV.

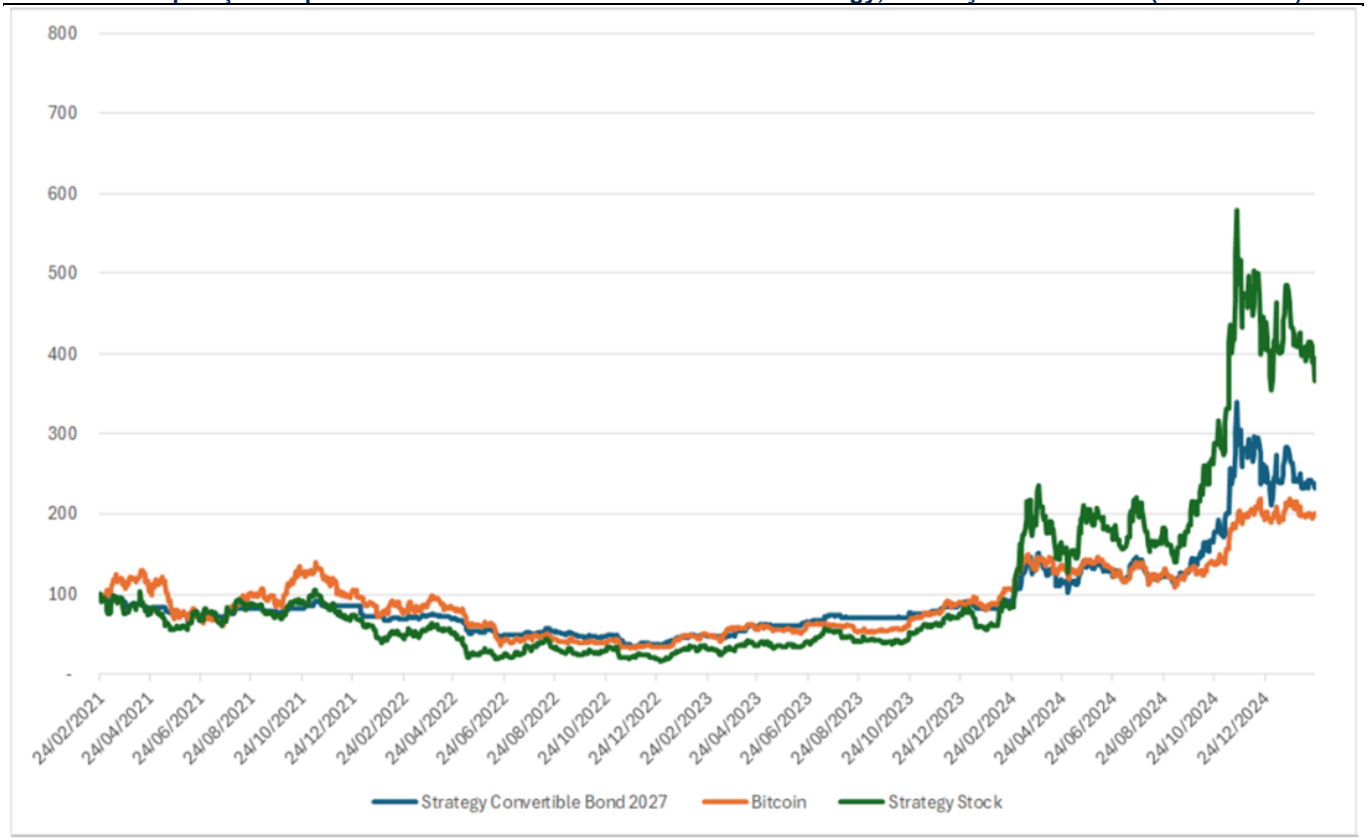
Em essência, o motivo pelo qual empresas de tesouraria em Bitcoin conseguem gerar valor por meio da emissão de instrumentos financeiros é que esses instrumentos são, de fato, o "produto" que estão oferecendo. Com o Bitcoin ainda operando à margem do sistema financeiro tradicional, essas companhias listadas estão utilizando seu status no mercado para criar uma gama mais ampla de produtos financeiros atrelados ao Bitcoin — ao mesmo tempo em que capturam, naturalmente, parte do valor criado em cada emissão.

Abaixo, apresentamos uma comparação de performance indexada base 100 entre a ação da Strategy, sua dívida conversível com vencimento em 2027 (convertida em fevereiro deste ano) e o próprio Bitcoin.

Ao analisar o gráfico 5, o primeiro ponto a se notar é que todos esses ativos apresentam correlação muito elevada, evidenciando a forte dependência do desempenho do Bitcoin para a valorização dos instrumentos emitidos por empresas de tesouraria em BTC. Outro ponto importante é que, quando o Bitcoin tem bom desempenho, os ganhos das dívidas conversíveis tendem a ser ainda maiores — por estarem mais próximas do exercício — e os ganhos das ações da Strategy são ainda mais expressivos.

- Entre fevereiro de 2021 e fevereiro de 2025:
  - O Bitcoin dobrou de valor (2x),
  - A dívida conversível da Strategy valorizou 2,3x,
  - A ação da Strategy disparou 3,7x.

Gráfico 5: Comparação da performance entre a dívida conversível da Strategy, suas ações e o Bitcoin (100 = Fev'21)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Agora, vamos realizar a mesma análise, mas focando em um período em que o Bitcoin teve desempenho negativo (gráfico 6).

De fevereiro de 2021 a fevereiro de 2022:

- O Bitcoin caiu 23%,
- A dívida conversível caiu 32%,
- A ação recuou 51%.

Gráfico 6: Comparação da performance de um ano entre a dívida conversível da Strategy, suas ações e o Bitcoin (100 = Fev'21)

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Como medir a criação de valor em "Bitcoin Treasury Companies"?

Ao analisar empresas de tesouraria em Bitcoin mais maduras — aquelas cujos negócios legados já se tornaram irrelevantes em relação ao seu valor de mercado —, preferimos focar em alguns indicadores-chave para compará-las ao mNAV. À medida que o impacto da diluição do negócio legado desaparece, o que realmente importa na tese de investimento é a evolução do Bitcoin por ação ao longo do tempo, comumente chamada de BTC Yield.

Enquanto a Strategy reportou um BTC Yield mensal de 3,2% no 1S25, sua concorrente japonesa MetaPlanet apresentou um ritmo bem mais elevado, de 44%. Vale destacar que as réplicas mais recentes da Strategy, quando bem-sucedidas, tendem a apresentar BTC Yields mais altos, já que cada nova emissão representa um acréscimo proporcionalmente maior às suas posições totais em Bitcoin do que no caso da Strategy.

Quando uma empresa já detém cerca de 3% da oferta global de Bitcoin, torna-se cada vez mais difícil aumentar suas posições de forma significativa por meio de novas emissões — exigindo captações de capital cada vez maiores para manter o mesmo ritmo. Além disso, à medida que uma empresa de tesouraria em BTC amadurece, sua volatilidade tende a cair, o que reduz o valor da "matéria-prima" necessária para captar capital barato por meio de bônus de subscrição e dívidas conversíveis.

Ao multiplicar o BTC Yield pelo BTC por ação, obtemos uma estimativa do "lucro" mensal implícito da empresa proveniente das emissões financeiras (ou Ganho do BTC em US$). No entanto, diferentemente de uma companhia tradicional, esses lucros naturalmente tendem a diminuir ao longo do tempo.

Um indicador que relaciona o mNAV ao BTC Yield — análogo ao índice PEG para empresas de tesouraria em BTC — é o "months to cover" (mNAV / BTC Yield mensal), que indica simplesmente quantos meses seriam necessários para o mNAV retornar a 1x, dado o ritmo atual de BTC Yield.

Na tabela abaixo, apresentamos esse conjunto de indicadores para uma série de empresas de tesouraria em Bitcoin. No caso da Méliuz, calculamos o BTC Yield gerado após a oferta subsequente realizada em junho, excluindo o negócio legado de cashback da análise.

Tabela 1: Múltiplos das "Bitcoin Treasury Companies"

	Market cap	Posição em Bitcoin	Posição em Caixa	P/NAV (mNAV)	BTC Yield 1S25 (por mês)	Months to cover	Ganho BTC Anualizado (US$ milhões)	P/L Implícito
Méliuz	**143**	**63**	**10**	2,1x	35,0%	6,0	265	0,5
Micro Strategy	105.408	58.614	(8.224)	1,9x	3,2%	60,6	22.497	4,7
MetaPlanet	6.350	1.180	(293)	5,6x	44%	12,8	6.230	1,0
BlockChain Group	775	183	(3,2)	4,3x	205%	2,1	4.507	0,2
Global Peers Average	37.511	19.992	(2.840)	3,9x	84,2%	25,2	11.078	2,0

Fonte: BTG Pactual e Companhias

Como a estratégia da Méliuz se encaixa nesse contexto?

No caso da Méliuz, a empresa ainda não possui uma estrutura offshore para emitir dívidas conversíveis (embora esteja trabalhando na criação de uma). Como resultado, sua primeira emissão combinou um follow-on com a emissão de cinco séries de warrants (bônus de subscrição) (cada série incluindo entre ~0,33 e 0,35 warrants por ação).

Mesmo sem contar, por ora, com a possibilidade de captar dívida a taxas de juros baixas para comprar Bitcoin — evitando, assim, diluição —, a empresa ainda consegue levantar capital com ágio sobre o mNAV por meio de:

(i) o valor dos warrants concedidos aos investidores que participaram da oferta;
(ii) a expectativa do mercado de que a empresa continuará emitindo ações com ágio sobre o mNAV;
(iii) e a crença de que, no longo prazo, as companhias com as maiores reservas de Bitcoin ganharão poder de mercado em um sistema financeiro cada vez mais vinculado à moeda digital.

Portanto, mesmo para o investidor que não acredita nos argumentos (ii) ou (iii), uma forma de interpretar o ágio sobre o mNAV na oferta de ações da Méliuz é vê-lo como o preço pago para obter exposição a opções com certo nível de volatilidade implícita. Quanto maior o ágio sobre o mNAV, maior deve ser a volatilidade esperada — de forma que, sob o modelo de Black-Scholes, o valor justo das opções seja suficiente para remunerar os acionistas.

Na prática, o "prêmio Saylor" embutido na nova emissão de ações da Méliuz pode ser entendido como o preço das opções que estão sendo concedidas. E, desde que a diluição ocorra com mNAV superior a 1x, a conversão das opções será geradora de valor para os acionistas.

Dito isso, embora o modelo de Black-Scholes forneça uma estrutura de precificação baseada em volatilidade para praticamente qualquer ativo, caso os investidores percam a confiança na capacidade da empresa de captar novos recursos e gerar BTC Yield — seja via equity, dívida conversível ou outros instrumentos —, a probabilidade de exercício do warrant tende, na prática, a zero.

A Méliuz, com valor de mercado ligeiramente inferior a R$800 milhões, ainda tem parcela significativa de seu valor de mercado do negócio de cashback, dependendo de quanto valor se atribui a ele. Nos primeiros anos dessa nova estratégia de Bitcoin, o valuation da unidade de cashback continua a ter impacto relevante no valor justo por ação da Méliuz.

Ao calcular o mNAV, nosso objetivo é isolar o múltiplo aplicado às posições em Bitcoin da empresa. Para isso, subtraímos tanto a posição líquida de caixa quanto o valor estimado do negócio de cashback do valor de mercado (mNAV ajustado). À medida que a Méliuz realiza mais emissões, a unidade de cashback será cada vez mais diluída e menos relevante para o preço da ação.

Antes do IPO, a empresa buscava equilibrar crescimento e rentabilidade, financiando o crescimento futuro com geração de caixa própria — sem centenas de milhões de reais em caixa, era preciso administrar cuidadosamente o consumo de recursos. Após a abertura de capital, a Méliuz intensificou os investimentos em marketing pago e cashback, triplicou sua equipe e acelerou o crescimento — mas também aumentou drasticamente o consumo de caixa.

Com a piora do mercado e a alta dos juros, o apetite dos investidores por histórias de crescimento com baixa rentabilidade caiu rapidamente (assim como as ações da CASH3), forçando a empresa a mudar de volta o seu modelo de negócios para geração de lucros. Ficamos impressionados com a velocidade com que a companhia conseguiu retomar o controle das operações, interromper a queima de caixa, registrar EBITDA positivo no 3T23 e voltar a gerar fluxo de caixa livre positivo (excluindo o yield da posição de caixa) nos últimos trimestres — impulsionada pelo crescimento do GMV, mesmo com controle de custos.

Em nossas projeções, estamos dando o benefício da dúvida ao negócio de cashback após essa melhora recente, e o avaliamos a aproximadamente 6x EV/EBITDA projetado para o final de 2025, o que

resulta em um valuation de cerca de R$400 milhões. Com base nisso e em um preço do Bitcoin de US$105,9, estimamos um valor justo por ação de R$7,10 a 1x P/NAV ajustado.

Como mostrado nas tabelas abaixo, o prêmio e a volatilidade implícita das cinco séries de warrants variam conforme o valuation atribuído ao negócio de cashback. Mas assumindo um valuation de R$400 milhões, o prêmio embutido nessa primeira emissão foi próximo de zero. Ainda assim, desde que os warrants sejam exercidos com ágio sobre o mNAV, a empresa aumentará seu valor justo por ação.

Na última oferta subsequente, a Méliuz captou R$180 milhões a um preço de R$7,06 por ação e já adquiriu quase R$160 milhões em Bitcoin. Supondo que o negócio de cashback esteja avaliado a 6x EV/EBITDA, isso implica um múltiplo mNAV ajustado de 1x — ou seja, após a oferta, o mNAV ajustado permanece inalterado em 1x.

Tabela 2: O follow-on da Méliuz é a sua primeira emissão como uma "Bitcoin Treasury Company"

Méliuz (R$ milhões)	Pre-deal	Post-deal	Post-deal + All Warrants
Aumento de Capital - Valor		180	566
Aumento de Capital - Preço por ação		7,1	8,2
Ações emitidas (# milhões)		26	69
Total de ações (# milhões)	87	113	156
Diluição		*23%*	*44%*
Valor do Cashback Business (6x EV/EBITDA)	*400*	*400*	*400*
Caixa	*60*	*83*	*83*
"Obrigações"	*(29)*	*(29)*	*(29)*
Posição em Bitcoin (1x P/NAV)	*190*	*348*	*756*
Valor justo a 1x P/NAV	621	802	1.210
Valor justo por ação a 1x P/NAV	**7,1**	**7,1**	**7,8**
Valor do Cashback Business (6x EV/EBITDA)	4,6	3,5	2,6
Caixa	0,7	0,7	0,5
"Obrigações"	(0,3)	(0,3)	(0,2)
Posição Bitcoin (1x P/NAV)	2,2	3,1	4,8
Variação		***-0,2%***	***8,7%***
Adj mNAV	1,0x	1,0x	1,4x
mNAV	3,1x	2,1x	2,0x

Fonte: BTG Pactual

Se a empresa levantou capital a 1x mNAV, o prêmio pago pelas warrants foi, na prática, nulo. A volatilidade histórica de 90 dias da Méliuz ultrapassou 110%, mas mesmo assumindo que esse nível caia para 90% — ligeiramente abaixo da volatilidade da Strategy —, o valor recebido pelas warrants (ajustado pelas respectivas quantidades), com base em um cálculo de Black-Scholes, representaria aproximadamente 20% do preço de emissão por ação. Para mais detalhes, consulte os cálculos abaixo.

Tabela 3: Potencial de valorização com warrants, assumindo Cashback Bussiness avaliado em R$ 400 milhões (6x EV/EBITDA) e 90% de volatilidade

Emissão Base	Preço (R$)	Quantidade	Valor (R$)	% investimento
Preço da Oferta	-7,1	1	-7,1	-100%
Preço da Ação (Post-Money mNAV a 1x)	7,1	1	7,1	101%
Total (ex-Warrants)			**0,1**	**1%**
Warrants			**1,4**	**20%**
Warrant (1° tranche)	0,50	0,35	0,2	2%
Warrant (2° tranche)	0,73	0,35	0,3	4%
Warrant (3° tranche)	0,85	0,34	0,3	4%
Warrant (4° tranche)	1,00	0,33	0,3	5%
Warrant (5° tranche)	1,08	0,33	0,4	5%
Total			**1,5**	**20,6%**

Fonte: BTG Pactual e Companhia

Tabela 4: Precificação dos Warrants

1° tranche	Valor	Descrição
Strike (K)	8,24	Preço de exercício
Vencimento	1-Aug-25	Data de Vencimento
Tempo (T, in yrs)	0,13	Tempo até o vencimento
Volatilidade (σ)	90,0%	Volatilidade Anual
Taxa (r)	14,0%	Taxa livre de risco
Preço Spot (S)	6,97	Preço do ativo subjacente
Preço Warrant	**0,50**	

2° tranche	Valor	Descrição
Strike (K)	8,55	Preço de exercício
Vencimento	5-Sep-25	Data de Vencimento
Tempo (T, in yrs)	0,22	Tempo até o vencimento
Volatilidade (σ)	90,0%	Volatilidade Anual
Taxa (r)	14,0%	Taxa livre de risco
Preço Spot (S)	6,97	Preço do ativo subjacente
Preço Warrant	**0,73**	

3° tranche	Valor	Descrição
Strike (K)	8,88	Preço de exercício
Expiração	3-Oct-25	Data de Vencimento
Tempo (T, in yrs)	0,30	Tempo até o vencimento
Volatilidade (σ)	90,0%	Volatilidade Anual
Taxa (r)	14,0%	Taxa livre de risco
Preço Spot (S)	6,97	Preço do ativo subjacente
Preço Warrant	**0,85**	

4° tranche	Valor	Descrição
Strike (K)	9,24	Preço de exercício
Expiração	7-Nov-25	Data de Vencimento
Tempo (T, in yrs)	0,39	Tempo até o vencimento
Volatilidade (σ)	90,0%	Volatilidade Anual
Taxa (r)	14,0%	Taxa livre de risco
Preço Spot (S)	6,97	Preço do ativo subjacente
Preço Warrant	**1,00**	

5° tranche	Valor	Descrição
Strike (K)	9,61	Preço de exercício
Vencimento	5-Dec-25	Data de Vencimento
Tempo (T, in yrs)	0,47	Tempo até o vencimento
Volatilidade (σ)	90,0%	Volatilidade Anual
Taxa (r)	14,0%	Taxa livre de risco
Preço Spot (S)	6,97	Preço do ativo subjacente
Preço Warrant	**1,08**	

Fonte: BTG Pactual e Companhia

Abaixo, apresentamos uma simulação do mNAV ajustado da Méliuz e da volatilidade implícita dos bônus de subscrição, assumindo diferentes cenários de valuation para o negócio de cashback.

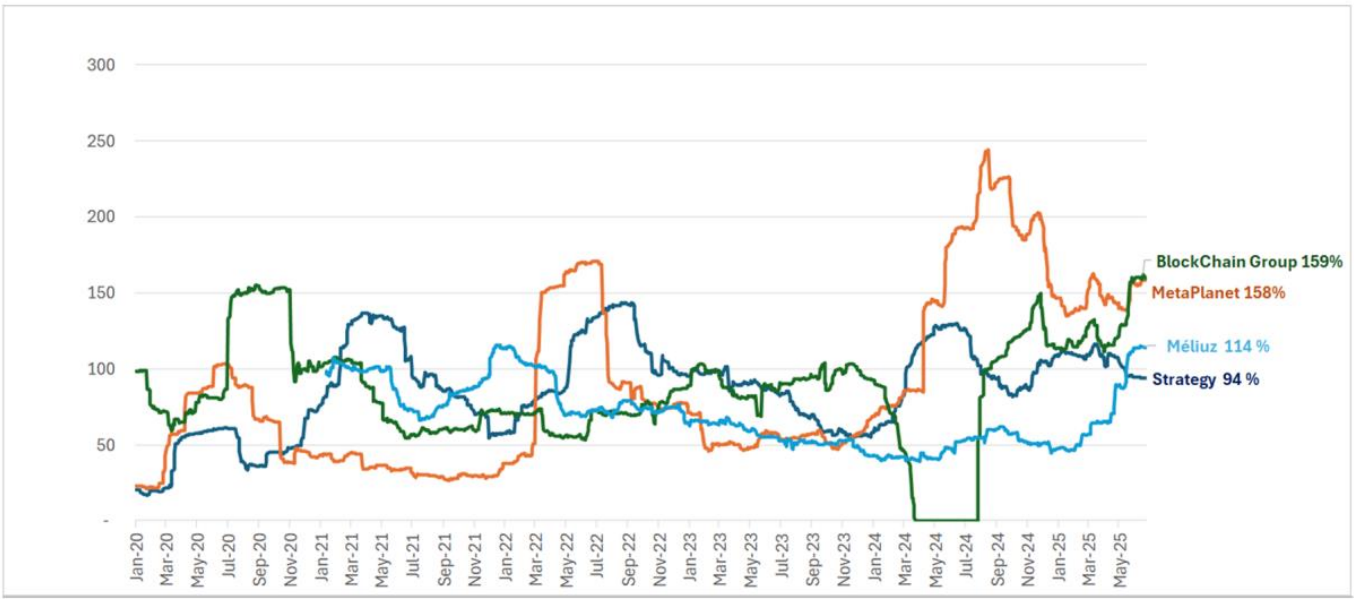
Tabela 5: mNAV e sensibilidade da volatilidade implícita em relação ao valuation do modelo de negócios de Cashback

Follow-on Junho 2025	Adj. mNAV (Pre-Money)	Adj. mNAV (Post-Money)	Implied Vol
Cashback Business valuation			
0	3,1	2,1	174%
R$50mn (EV/EBITDA 0.8x)	2,8	2,0	156%
R$100mn (EV/EBITDA 1.5x)	2,5	1,8	138%
R$150mn (EV/EBITDA 2.3x)	2,3	1,7	120%
R$200mn (EV/EBITDA 3.1x)	2,0	1,6	103%
R$250mn (EV/EBITDA 3.8x)	1,8	1,4	85%
R$300mn (EV/EBITDA 4.6x)	1,5	1,3	67%
R$350mn (EV/EBITDA 5.4x)	1,2	1,1	47%
R$400mn (EV/EBITDA 6.2x)	1,0	1,0	-
R$450mn (EV/EBITDA 6.9x)	0,7	0,9	-
R$500mn (EV/EBITDA 7.7x)	0,5	0,7	-
R$550mn (EV/EBITDA 8.5x)	0,2	0,6	-
R$600mn (EV/EBITDA 9.2x)	-0,1	0,5	-

Fonte: BTG Pactual

Abaixo, mostramos também a tendência de volatilidade de 90 dias das ações da Méliuz em comparação com seus pares: Strategy, MetaPlanet e BlockChain Group.

Gráfico 7: Evolução da volatilidade anual de 90 dias para "Bitcoin Treasury Companies"



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Estimativas

Após tudo o que foi discutido ao longo deste relatório, fica claro que a criação de valor nas empresas de tesouraria em Bitcoin reside na emissão de instrumentos financeiros que aumentem o BTC por ação. Portanto, para estimar o preço-alvo da Méliuz ao final de 2025, é necessário considerar o capital que a empresa deve levantar nos próximos anos, bem como assumir uma determinada trajetória para o preço do Bitcoin nesse período.

Dado o alcance ainda limitado do mercado de capitais brasileiro — e o fato de a Méliuz ainda não ter estruturado uma plataforma offshore para emissão de dívidas conversíveis —, adotamos uma postura mais conservadora quanto ao ritmo de futuras captações.

Em nosso modelo, assumimos que a Méliuz levantará capital este ano apenas por meio do follow-on já concluído e, para manter a abordagem conservadora, consideramos apenas o exercício da primeira série de warrants, convertida em capital. Não incluímos nenhuma nova emissão adicional em 2025 — deixando o eventual exercício das demais séries como um risco de alta para a tese.

Assumimos que a companhia seguirá emitindo capital utilizando a mesma estrutura do follow-on inicial: uma combinação de ações e warrants, com o ágio sobre o mNAV atrelado à volatilidade implícita apresentada na tabela 5. Por exemplo, para 2026, assumimos uma captação de R$250 milhões a um mNAV pós-oferta de 1,4x. Sob a mesma estrutura, isso exigiria uma volatilidade implícita de, no mínimo, 79% para justificar um prêmio de 36%.

Para manter uma visão conservadora, assumimos que a Méliuz emitirá aproximadamente R$250 milhões por ano nos próximos cinco anos, enquanto a volatilidade implícita — e, portanto, o prêmio sobre o mNAV ajustado das futuras emissões — se reduz ao longo do tempo. Para adotarmos premissas mais otimistas no longo prazo, precisaríamos ter maior convicção de que a Méliuz conseguirá emitir dívidas conversíveis (ou outros instrumentos híbridos de dívida) e que haverá demanda suficiente do mercado para gerar BTC Yield positivo — mesmo que futuras emissões ocorram a 1x mNAV.

Vale destacar que o preço da ação utilizado em nossas estimativas de captação reflete apenas a disposição dos investidores em pagar por volatilidade, não considerando os benefícios potenciais de levantar capital com mNAV acima de 1x. Portanto, esses valores não devem ser interpretados como nossa opinião sobre o desempenho efetivo da ação.

Como analistas do setor financeiro, reconhecemos com humildade que não temos vantagem particular na previsão do preço do Bitcoin para o próximo ano — muito menos para os próximos cinco. Para construir nossas premissas, utilizamos como referência a curva futura do BTC disponível até 2026 e aplicamos uma taxa de crescimento anual de 10% a partir daí.

Durante a construção do modelo, nos deparamos com diversas projeções mais agressivas para o preço do Bitcoin, mas, nesses casos, a decisão de investir na ação dependeria quase inteiramente da crença

de que o ativo está significativamente subvalorizado — algo que não podemos afirmar com convicção. No entanto, acreditamos que, no longo prazo, o Bitcoin se consolidará cada vez mais como um ativo de reserva de valor "mainstream" — tornando-se gradualmente o "ouro digital" —, o que sustentaria seu preço ao longo do tempo.

Abaixo, apresentamos o detalhamento completo das premissas e cálculos utilizados.

Tabela 6: Estimativas do Yield de BTC (2025-2026)

R$ milhões	Pre-Deal	Follow-on	2Q25E	Warrant (1° tranche)	2025E	Aumento de Capital	2026E
Posição em BTC #	320	275	596	125	721	409	1.130
Preço do BTC (US$ '000)	105,9	103,9	105,9	107,0	109,0	112,5	116,0
Valor de Mercado da posição em BTC	187		348		433		722
Cashback Business EV	400		400		400		400
Caixa	31		54		54		54
Valor justo a 1x P/NAV	618		802		887		1.176
Aumento de Capital		180		74	254	254	254
Ações # (milhões)	87	25,5	113	8,9	122	26,7	148
Preço da Ação (R$)	7,0	7,0		8,2	8,2	9,5	9,5
P/NAV	0,9	0,9	1,0	1,3	1,3	1,4	1,3
Volatilidade Implícita				70%		79%	
Posição em BTC # / ações # (milhões)	3,7		5,3		5,9		7,6
Valor em BTC / ação (R$)	2,1		3,1		3,6		4,9
Cashback business EV / ação	4,6		3,5		3,3		2,7
Caixa / ação	0,4		0,5		0,4		0,4
Valor justo a 1x P/NAV / ação	7,1		7,1		7,3		7,9
BTC Yield			44%		61%		29%

Fonte: BTG Pactual

Tabela 7: Estimativas do Yield de BTC (2026-2030)

2026E	Aumento de Capital	2027E	Aumento de Capital	2028E	Aumento de Capital	2029E	Aumento de Capital	2030E
1.130	378	1.508	344	1.852	313	2.164	284	2.449
116,0	121,8	127,6	134,0	140,4	147,4	154,4	162,1	169,8
722		1.060		1.432		1.841		2.291
400		400		400		400		400
54		54		54		54		54
1.176		1.514		1.886		2.295		2.745
254	254	254	254	254	254	254	254	254
148	25,4	174	24,2	198	23,1	221	22,1	243
9,5	10,0	10,0	10,5	10,5	11,0	11,0	11,5	11,5
1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
	67%		55%		45%		37%	
7,6		8,7		9,4		9,8		10,1
4,9		6,1		7,2		8,3		9,4
2,7		2,3		2,0		1,8		1,6
0,4		0,3		0,3		0,2		0,2
7,9		8,7		9,5		10,4		11,3
29%		14%		8%		5%		3%

Fonte: BTG Pactual

Com essas premissas, projetamos o BTC por ação até 2030. Multiplicando esse valor pelo preço do Bitcoin, obtemos o "ganho do BTC em R$" para cada ano — essencialmente o valor por ação gerado tanto pela acumulação de BTC quanto pela valorização do ativo. Por outro lado, essas captações diluem o valuation de R$400 milhões que atribuirmos ao negócio de cashback, além da posição líquida de caixa de aproximadamente R$50 milhões.

Ao combinar o ganho em R$ do BTC com a diluição do valuation do negócio de cashback por ação, chegamos ao "ganho do BTC ajustado em R$"" — uma métrica aproximadamente análoga ao LPA dentro dessa estrutura. Estimamos esse valor em R$0,64/ação em 2026 e uma média de aproximadamente R$0,85 entre 2027 e 2033. Por fim, ao somar esse "ganho do BTC ajustado em R$"", descontado a uma taxa de custo de capital próprio de 17,5%, ao valor justo estimado de R$7,30 por ação no final de 2025 (a 1x mNAV ajustado), chegamos a um preço-alvo para o final de 2025 de R$10 (potencial de valorização de 43%), o que implica um múltiplo mNAV ajustado de 1,7x.

Tabela 8: Cálculo para o Preço-alvo

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Posição em BTC # / ações # (milhões)	5,9	7,6	8,7	9,4	9,8	10,1
BTC Yield		29%	14%	8%	5%	3%
Valor em BTC / ação (R$)	3,6	4,9	6,1	7,2	8,3	9,4
Ganho BTC R$		**1,3**	**1,2**	**1,1**	**1,1**	**1,1**
Cashback business EV / ação	3,3	2,7	2,3	2,0	1,8	1,6
Caixa / ação	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2
Cashback business e caixa / ações diluídas (R$)		**(0,7)**	**(0,4)**	**(0,3)**	**(0,2)**	**(0,2)**
Valor justo (a 1x P/NAV) / ação	7,3	7,9	8,7	9,5	10,4	11,3
Ganho BTC Ajustado R$		**0,64**	**0,79**	**0,81**	**0,86**	**0,91**
Custo de Capital Próprio		17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Anos	0	1	2	3	4	5
Fator de desconto		1,18	1,38	1,62	1,91	2,24
Valor justo gerado / ação		0,5	0,6	0,5	0,4	0,4

Valor justo (a 1x P/NAV) / # ações em 25 (R$)	7,3
Valor justo gerado (R$)	2,5
Preço-alvo (R$)	**9,8**
mNAV justo	**1,7**

Fonte: BTG Pactual

Conclusão

A tese de investimento da Méliuz se apoia essencialmente em quatro pilares: (i) o valuation do seu negócio de cashback; (ii) a alta volatilidade de suas ações; (iii) a capacidade da empresa de emitir dívida ou instrumentos híbridos atrelados ao Bitcoin (como dívidas conversíveis ou ações preferenciais); e (iv) principalmente, o desempenho do próprio Bitcoin. Em nossas estimativas atuais, estamos incorporando os pilares (i), (ii) e (iv).

No entanto, a tese pode se desfazer caso qualquer um desses pilares enfraqueça e não seja compensado pelo fortalecimento dos demais. Por exemplo, se o negócio legado passar a valer zero e a empresa não conseguir emitir instrumentos vinculados ao Bitcoin, a volatilidade da ação teria que ser extremamente elevada e/ou o preço do BTC precisaria performar excepcionalmente bem para compensar.

Esses instrumentos de dívida ou híbridos não apenas permitem que empresas de tesouraria em BTC (como a Strategy) gerem BTC Yield mesmo com mNAV em 1x, como também oferecem uma exposição alavancada ao preço do ativo. Portanto, representam uma fonte poderosa de opcionalidade dentro da tese de investimento. Por outro lado, a Méliuz não enfrenta o risco de ser forçada a vender suas posições em Bitcoin a preços deprimidos — ou mesmo de entrar em falência — caso o preço do BTC colapse, problema enfrentado pela Strategy em 2022 e resolvido via emissão de ações.

Como mencionamos, a valorização contínua do Bitcoin pode ser o pilar mais importante — não apenas porque impulsiona diretamente o ganho do BTC em R$ ao longo do tempo, mas também porque um ambiente de alta para o Bitcoin tende a reforçar os demais pilares: eleva a volatilidade das ações, reduz o mNAV (e, portanto, a volatilidade

implícita nas emissões) e aumenta o interesse dos investidores por captações atreladas ao ativo.

Assim, caso o Bitcoin tenha um desempenho fraco nos próximos anos, o investidor não apenas estaria exposto a um ativo em depreciação, como também a empresa poderia falhar em levantar novos instrumentos — o que significaria que o investidor teria pago um prêmio sobre o mNAV sem colher os benefícios do BTC Yield.

Trata-se de uma tese altamente complexa, na qual é difícil ter convicção elevada. Primeiro, o modelo de empresa de tesouraria em Bitcoin ainda é muito novo — globalmente, e mais ainda para nós, que começamos a estudá-lo há poucas semanas. Não podemos descartar a possibilidade de a empresa falhar na captação de capital para adquirir mais BTC, o que quebraria a lógica central do modelo. E, evidentemente, é praticamente impossível prever com certeza o preço do Bitcoin.

Dito isso, acreditamos que o Bitcoin está se tornando cada vez mais um investimento convencional, o que deve sustentar um bom desempenho do ativo nos próximos anos. Considerando o desempenho das réplicas globais da Strategy — e o fato de que a Méliuz negocia atualmente próxima de 1x mNAV ajustado, com potencial significativo de valorização caso a estratégia seja bem-sucedida —, acreditamos que vale conceder o benefício da dúvida ao novo direcionamento da companhia e, por isso, retomamos a cobertura com recomendação de COMPRA.

Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) Nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculados ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:
(i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes; (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A, suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou possa ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

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