Méliuz

BTG Pactual Equity Research
Financeiro

05 de Novembro de 2026

Momentum operacional fraco

EBITDA ajustado 45% abaixo da nossa estimativa com o enfraquecimento do e-commerce

Os resultados do 3T26 da Méliuz foram fracos, com EBITDA ajustado de R$17 milhões (-2% t/t; -38% a/a), 45% abaixo da nossa estimativa, refletindo um GMV de varejo mais fraco, o impacto da recuperação judicial da Via Varejo e os efeitos persistentes da perda de receitas relacionadas à Amazon desde o início do 2T. O EBITDA ajustado exclui uma reversão positiva de R$78,5 milhões de impairment de Bitcoin e uma provisão líquida negativa de R$10,2 milhões relacionada aos recebíveis da Via Varejo e ao cashback a pagar associado. O GMV do Shopping Brasil caiu 3% a/a, enquanto um mix de parceiros menos favorável pressionou a monetização, com a receita caindo mais de 20%. Esses desafios foram parcialmente compensados pelo crescimento contínuo das novas iniciativas além do e-commerce, incluindo o Méliuz Nota Fiscal, cujas receitas cresceram 24% a/a em base comparável. A Méliuz também vendeu 78 BTC por R$29,4 milhões para sustentar recompras. O lucro líquido ajustado atingiu R$19,6 milhões, 9% abaixo da nossa estimativa, já que a menor alíquota de impostos decorrente da venda dos BTC com prejuízo amorteceu a fraqueza operacional, mesmo excluindo o benefício fiscal positivo relacionado à incorporação da Alper.

Valuation	12/2024	12/2025	12/2026E	12/2027E	12/2028E
RoIC (EBIT) %	(15,6)	6,4	(2,1)	23,0	22,4
EV/EBITDA	(0,2)	3,3	3,3	3,1	2,7
P/L	4,0	7,2	6,2	6,5	6,3
Dividend Yield Líquido %	180,1	0,0	5,3	3,9	4,0
Financeiro (R$ milhões)	**12/2024**	**12/2025**	**12/2026E**	**12/2027E**	**12/2028E**
Receita	365	460	514	553	584
EBITDA	54	93	117	110	111
Lucro Líquido	60	53	75	70	72
LPA (R$)	0,69	0,54	0,70	0,67	0,69
DPA líquido (R$)	4,95	0,00	0,23	0,17	0,17
Dívida Líquida/Caixa	247	73	77	115	152

Fonte: relatórios da empresa, estimativas da Bovespa, BTG Pactual S.A. / Avaliações: com base na última cotação da ação do ano; (E) com base na cotação de 04 de novembro de 2026.

Rating
COMPRA

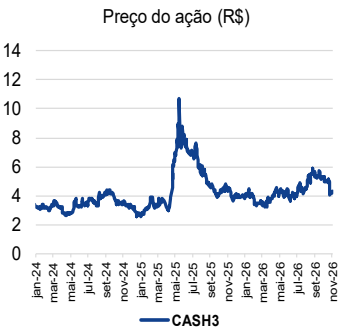
Sumário	
Ticker	CASH3
Preço Alvo (R$)	7,0
Preço (R$)	5,0
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R$ mn)	452
Vol. Méd. 12M (R$ mn)	7,27
Atualização Preço-alvo	08/12/26

Valuation:

	2026E	2027E
P/L	6,2x	6,5x
EV/EBITDA	3,3x	3,1x

Performance:

Novembro (%)	4,8%
LTM (%)	1,2%



Analistas

Eduardo Rosman
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Ricardo Buchpiguel
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Antonio Pascale
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcel Zambello
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

As receitas de e-commerce tiveram uma forte queda; o mix de parceiros adiciona pressão

A receita líquida consolidada atingiu R$96,1 milhões (-22,3% a/a; -16,9% t/t), 26% abaixo da nossa estimativa. A receita líquida do Shopping Brasil foi de R$70,7 milhões (-28,0% a/a; -23,6% t/t), impulsionada pela receita de e-commerce de R$50,4 milhões (-35,3% a/a; -30,9% t/t). A queda ocorreu sobre uma base de comparação forte e em um ambiente de varejo difícil, que impactou negativamente o crescimento do GMV e as campanhas promocionais. As mudanças no programa de afiliados da Amazon em março começaram a afetar o 2T, com alguns efeitos sobre a receita se estendendo ao 3T devido às defasagens de reconhecimento. A Via Varejo foi um desafio adicional, já que a gestão estima ~R$15 milhões em receita não realizada com base na contribuição da varejista no 3T25. O GMV do Shopping Brasil atingiu R$1,25 bilhão (-3,3% a/a; -1,7% t/t), com o crescimento de outros parceiros absorvendo grande parte do volume perdido. No entanto, a mudança no mix, incluindo a expansão do Mercado Livre, pressionou a take rate bruta para 6,3%, queda de 90bps a/a e de 20bps t/t. Pelo lado positivo, a take rate líquida melhorou para 2,2%, alta de 10bps a/a e de 20bps t/t, enquanto o total de compradores de e-commerce cresceu 9,7% a/a e os novos compradores aumentaram 20,2%.

A principal iniciativa de crescimento

A receita líquida das iniciativas além do e-commerce atingiu R$20,3 milhões, alta de 3,5% t/t e estável a/a em base reportada. No entanto, o 3T25 incluiu R$4 milhões de receita reclassificada de outras receitas operacionais, incluindo valores relativos ao primeiro semestre de 2025, o que inflou a base de comparação sem afetar o EBITDA. Excluindo esse efeito, a receita cresceu 24% a/a. O segmento representa agora 28,7% da receita do Shopping Brasil, enquanto a receita dos últimos doze meses atingiu R$85,1 milhões (+89,5% a/a). O Méliuz Nota Fiscal segue como uma iniciativa-chave de crescimento, processando mais de 20 milhões de notas por mês, junto com produtos como Méliuz Prime, Ads, jogos e pesquisas. A receita bruta de serviços financeiros se recuperou para R$10,5 milhões (+10% a/a; +28% t/t), 44% acima da nossa estimativa. A Méliuz está preparando ofertas substitutas por meio de novos parceiros, incluindo um piloto de pagamentos parcelados via Pix, operado com fornecedores especializados de crédito. Essas iniciativas podem ajudar a recompor as receitas após o fim do acordo com o BV, mas sua contribuição segue incerta.

Menores custos de cashback e de pessoal amortecem a receita abaixo do esperado

As despesas de cashback reportadas caíram para R$36,6 milhões, embora incluam uma reversão extraordinária de provisões de R$4 milhões ligada a comissões da Casas Bahia. Excluindo esse benefício, as despesas de cashback foram de R$40,3 milhões, queda de 21% a/a e de 32% t/t. As despesas de pessoal atingiram R$15,4 milhões, 18% abaixo da nossa estimativa e queda de 20% a/a, refletindo principalmente uma revisão das provisões de remuneração variável. As despesas de marketing, no entanto, cresceram 17% t/t, para R$13,8 milhões, 11% acima da nossa projeção, refletindo maiores investimentos em mídia de performance e marketing B2B. Essas economias amorteceram parcialmente a receita abaixo do esperado, mas o EBITDA ajustado ainda caiu 38% a/a, para R$17,0 milhões, praticamente estável t/t, com margem de 17,7%. O EBITDA reportado foi de R$85,3 milhões, incluindo a reversão não caixa de R$78,5 milhões de impairment de Bitcoin,

parcialmente compensada por uma provisão de R$14,0 milhões sobre recebíveis da Casas Bahia e a reversão relacionada de R$4 milhões da provisão de cashback. O lucro líquido reportado foi de R$113,7 milhões, também beneficiado por R$25,8 milhões em créditos tributários diferidos extraordinários após a incorporação da Alter.

A geração de caixa desacelera; a liquidez em BTC sustenta as recompras

A geração de caixa operacional foi de R$8,3 milhões, ante R$21,3 milhões no 2T26. O caixa disponível encerrou o trimestre em R$61,5 milhões, queda de 19% t/t, enquanto caixa, equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários totalizaram R$106,3 milhões, queda de 6% t/t. A Méliuz concluiu e cancelou as 9,1 milhões de ações adquiridas no âmbito de seu primeiro programa de recompra, por R$41,5 milhões, e começou a direcionar liquidez para seu segundo programa, que abrange até 8,1 milhões de ações. Durante o 3T, vendeu 78 BTC por R$29,4 milhões, ou R$26,9 milhões líquidos dos prêmios de opções, para sustentar as recompras, ao mesmo tempo em que comprou calls que permitem recomprar esses bitcoins em 2027 por até US$5,85 milhões. As posições à vista caíram para 526,7 BTC, com valor de mercado no fim do trimestre de ~R$230 milhões.

Valuation atrativo, apesar do momentum de curto prazo mais fraco

Após alguns trimestres de forte momentum operacional, o 2T já mostrava sinais de alguma desaceleração, e o 3T confirmou um momentum operacional mais fraco, embora os efeitos negativos da Via Varejo devam se dissipar gradualmente ao longo do tempo, como vimos com a Americanas. Dito isso, o segundo semestre de 2026 como um todo também enfrenta bases de comparação maiores, já que as receitas fora do e-commerce ganharam tração relevante no mesmo período do ano passado. Uma nova desaceleração econômica também poderia limitar o crescimento do GMV de e-commerce em 2027, enquanto o fim da parceria com o BV deve impactar negativamente as receitas de serviços financeiros. No entanto, o crescimento contínuo das novas linhas de negócio, particularmente o Méliuz Nota Fiscal, pode ajudar a compensar parcialmente essas pressões, e novas parcerias podem ajudar a recompor as receitas de serviços financeiros. O valuation parece atrativo, com a ação negociando a ~1x EV/EBITDA 2026E. No entanto, após a recente forte queda das ações brasileiras, small caps como a Méliuz podem continuar fora do radar dos investidores e ter desempenho inferior no curto prazo, particularmente enquanto o momentum operacional seguir fraco. Dito isso, mantemos nossa recomendação de Compra.

Tabela 1: Revisão dos resultados do 3T26 (R$ milhões)

Income Statement (R$mn)	3Q26A	3Q26E	3QA/3QE%	2Q26	3Q25	QoQ %	YoY %
Gross revenues	**106**	**145**	**-26.6%**	**128**	**137**	**-17.0%**	**-22.2%**
Marketplace	78	119	-34.9%	102	108	-23.7%	-27.9%
Financial Services	12	8	44.0%	9	11	28.0%	9.5%
Picodi	3	3	-18.7%	3	5	-17.9%	-46.4%
Others	15	15	1.2%	14	14	2.2%	6.1%
Deductions	(14)	(14)	0.0%	(11)	(13)	30.9%	10.6%
Net revenues	**96**	**130**	**-26.4%**	**116**	**124**	**-17.0%**	**-22.3%**
Withdrawn Cashback	(37)	(60)	-38.6%	(59)	(51)	-38.2%	-28.8%
Sales & Marketing Expenses	(14)	(12)	11.1%	(12)	(13)	16.7%	3.1%
Personnel Expenses	(15)	(19)	-17.8%	(18)	(19)	-16.2%	-19.8%
Administrative Expenses	3	(7)	-136.8%	(7)	(7)	-137.2%	-139.5%
Other Expenses	(16)	(2)	728.4%	(2)	(6)	728.4%	187.8%
Non-Recurring Expenses	68	0	n.a	(32)	(1)	-312.7%	n.a
SG&A	**(11)**	**(100)**	**-89.1%**	**(130)**	**(97)**	**-91.7%**	**-88.9%**
EBITDA	**85**	**31**	**177.1%**	**(15)**	**26**	**-677.9%**	**221.9%**
EBITDA Margin	89%	24%	65.1pp	-13%	21%	101.5pp	67.3pp
Adjusted EBITDA	**17**	**31**	**-45.4%**	**17**	**28**	**-3.6%**	**-39.1%**
EBITDA Margin	17%	24%	-6.1pp	15%	22%	2.4pp	-4.8pp
D&A	(3)	(4)	-27.0%	(4)	(5)	-27.0%	-41.1%
Financial Results	4	2	73.1%	2	2	73.1%	148.7%
Earnings Before Taxes	**86**	**29**	**198.9%**	**(17)**	**23**	**-616.4%**	**277.6%**
Taxes	28	(7)	-474.3%	(6)	(9)	-582.2%	-418.3%
% Effective Tax rate	-346%	-26%	-320.8pp	34%	-38%	-380.5pp	-308.5pp
Net Income	**114**	**21**	**429.8%**	**(22)**	**15**	**-607.1%**	**641.4%**
% Net Margin	***118.3%***	***16.4%***	101.9pp	***-19.4%***	***12.4%***	***137.7pp***	***105.9pp***
Adjusted Net Income	**20**	**21**	**-8.8%**	**10**	**16**	**100.6%**	**19.1%**
% Net Margin	***20.4%***	***16.4%***	3.9pp	***8.4%***	***13.3%***	***11.9pp***	***7.1pp***

Key business metrics:	3Q26A	3Q26E	3QA/3QE%	2Q26	3Q25	QoQ %	YoY %
GMV Marketplace	1,252	1,359	-7.9%	1,273	1,294	-1.7%	-3.3%
Take rate Marketplace	6.2%	20.3%	-14.1pp	8.0%	8.3%	-1.8pp	-2.1pp
Cashback over Total GMV	2.9%	13.2%	-10.3pp	4.7%	4.0%	-1.7pp	-1.0pp
Cashback over Gross revenues	30%	41%	-10.8pp	54%	44%	-23.0pp	-13.0pp

Fonte: relatórios da empresa; BTG Pactual.

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 não 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