

Maio/2024

# DEEP DIVE

ON VTEX



**Dry's**  
CAPITAL

# Sumário

|                                    | Página |
|------------------------------------|--------|
| 1. Atualização do Setor            | 03     |
| 1.1. Mercado de <i>e-commerce</i>  | 03     |
| 1.2. Tópicos Relevantes            | 04     |
| 2. Performance da Ação             | 08     |
| 3. Últimos Acontecimentos          | 09     |
| 4. Atualização do Case e Projeções | 12     |

# 1. Atualização do Setor

## 1.1 Mercado de e-commerce

### Crescimento do *e-commerce* Global em 2023

---

Em 2023, as vendas online globais registraram um crescimento aproximado de 10%, apresentando uma aceleração de crescimento versus o ano anterior que cresceu 6%, de acordo com a Insider Intelligence (eMarketer).

De acordo com a Adobe Analytics, apenas na Black Friday, os consumidores gastaram US\$ 9,8 bilhões online, marcando um crescimento ano a ano de 7,5% e uma aceleração do crescimento, visto que em 2022 o crescimento foi de 2,3%.

Superando a Black Friday em gastos online, a Cyber Monday registrou US\$ 12,4 bilhões em transações, refletindo um aumento de 9,6% em relação ao ano anterior e uma aceleração do crescimento, visto que em 2022 o crescimento foi de 5,8%.

Essa tendência robusta de gastos sugere que, apesar de um ambiente econômico desafiador marcado por alta inflação e aumento das taxas de juros ao redor do globo, o *e-commerce* manteve uma trajetória de crescimento, impulsionado por mudanças duradouras nos hábitos de consumo e avanços tecnológicos.

### América Latina

---

Em 2023, as vendas online na América Latina experimentaram um crescimento robusto de 16%, conforme relatado pela AMVO e eMarketer - Insider Intelligence, uma aceleração do crescimento de 13% no ano anterior. Estimativas da PCMI revelam um aumento significativo na base de consumidores online, com um crescimento de 45% em comparação com os números de 2020. Esse aumento destaca o crescimento substancial da região e sua emergência como um grande mercado.

À medida que a América Latina continua a se estabelecer como uma presença formidável no comércio digital, a região permanece preparada para um crescimento significativo. Apesar de demonstrar um mercado estável e maduro, a América Latina está longe de esgotar seu potencial de crescimento.

"Ainda vemos pessoas fazendo compras online pela primeira vez. É inacreditável, mas é verdade", diz André Allain, Vice-Presidente de Crescimento da EBANX. "À medida que a infraestrutura melhora, com redes 5G e banda larga mais estável, você alcança áreas remotas e segmentos de consumidores subatendidos. Ainda há uma curva de crescimento."

### Brasil

---

De acordo com estimativas da Neotrust e da Drýs, em 2023, o crescimento do *e-commerce* desacelerou para 3%, comparado aos 8% do ano anterior, impactado principalmente pela crise na Americanas, cujo GMV despencou de R\$ 37 bilhões para R\$ 10 bilhões após revelações de fraude contábil. A queda também foi influenciada pelas condições macroeconômicas, que pressionaram o consumo de categorias como eletrodomésticos e eletrônicos. Adicionalmente, a implementação da política 'Remessa Conforme' aumentou a fiscalização e a tributação sobre as plataformas de *cross-border*, o que contribuiu para a desaceleração do crescimento dessas operações.

# 1.2 Tópicos Relevantes

## Cenário competitivo internacional

Em relação ao mercado competitivo, acompanhamos desde o *Deep Dive* de outubro de 2023 até o período atual os movimentos de seus “peers” e tendências do *e-commerce*. Seguem os principais destaques:



**Outlook / Evolução da empresa:** No ano de 2023, o Volume Bruto de Mercadorias (GMV) da Shopify aumentou 20%, alcançando \$235,9 bilhões, um crescimento de \$38,7 bilhões em relação ao ano anterior. No quarto trimestre, o GMV disparou para \$75,1 bilhões, superando a projeção do consenso de \$71,6 bilhões, impulsionado pelo forte desempenho durante a Black Friday e a Cyber Monday, pela expansão da base de comerciantes e pelo crescimento de 40% no GMV na região da EMEA. O GMV offline também experimentou um substancial crescimento de 28%, apoiado pela entrada de novos comerciantes e pela expansão de lojas das redes de comerciantes existentes. Além disso, a Shopify registrou uma inflexão na rentabilidade, alcançando uma margem de FCF de 13%, bem acima do 1% de 2019, após a venda do negócio de logística, reajuste de preços e maior disciplina de despesas.

**Novos Produtos - Shopify Audiences, Shopify Hydrogen, Oxygen, Commerce Components e IA:** Em 2023, a Shopify lançou várias funcionalidades notáveis. O Shopify Audiences auxilia comerciantes dos EUA e Canadá a segmentar anúncios digitais com base em dados dos clientes, aumentando a eficiência de marketing em meio às restrições sobre o uso de cookies de terceiros. Dando continuidade na sua estratégia de mover *upmarket* e atingir clientes de maior porte, além do Hydrogen e do Oxygen, a Shopify lançou o Commerce Components, que fornece soluções avançadas para customização de plataformas de *e-commerce*. A empresa também introduziu o Sidekick, que usa IA para automatizar tarefas de manutenção do site, e o CoPilot Magic, que melhora a produtividade de vendas e automatiza tarefas administrativas.

### Nosso view:

Em 2023, a empresa apresentou resultados sólidos, superando as expectativas do mercado em termos de crescimento e margem. No entanto, apesar dos avanços, continuamos vendo um risco baixo de competição para a VTEX no curto e médio prazo. Para a Shopify, a América Latina continua representando menos de 1% da receita e cresceu apenas 8% em 2023, enquanto a VTEX cresceu 29%, o que reforçou ainda mais seu posicionamento de liderança e suas vantagens competitivas na sua principal geografia. Ademais, segundo nosso acompanhamento com integradores e concorrentes do setor, a Shopify não tem mostrado grandes evoluções nessa região. Em relação à estratégia de mover *upmarket*, de acordo com *feedbacks* de executivos da Shopify encontrados na Tegus a grande maioria dos clientes da Shopify Plus, segmento que atende os clientes grandes, possui GMVs entre US\$ 1 a 5 milhões – embora a empresa não divulgue esses dados. Em contraste, o cliente médio da VTEX tem um GMV de US\$ 15 milhões. Além disso, a VTEX está capturando clientes relevantes nos EUA e não encontra a Shopify Plus em RFPs, evidenciando a existência de um gap significativo entre as duas em termos de perfil de cliente.



A Bigcommerce registrou uma receita de \$84 milhões no quarto trimestre de 2023, um crescimento de 16% em relação ao mesmo período do ano anterior, superando as expectativas do mercado em 3%. A margem operacional alcançou 6,4%, excedendo a projeção de consenso que era de 4,7%. Contudo, o *guidance* de receita da empresa para 2024 variando entre \$327,1 milhões e \$335,1 milhões, que indica um aumento anual de 6% a 8% e a dificuldade da empresa em encontrar um diretor para o setor *Enterprise* para estabelecer uma estratégia de *go-to-market* nesse segmento de mercado afetaram negativamente o desempenho de suas ações que desabaram 35% *YTD*.

Em relação aos avanços no seu produto, a BigCommerce fortaleceu suas ofertas com a aquisição do Makeswift, um editor visual *no-code/low-code* que facilita a personalização de páginas e temas para os usuários. Eles também realizaram uma transição significativa de *single-store* para *multi-store*, um processo que levou quatro anos e que agora permite aos clientes gerenciar várias lojas, cada uma com designs e produtos distintos, voltados para públicos específicos. Adicionalmente, a BigCommerce lançou o Catalyst, uma solução modular que simplifica a criação de experiências de compra, otimizada para velocidade, SEO, mobilidade e acessibilidade.

Em relação à AI, a BigCommerce usa tecnologia para impulsionar o crescimento do cliente na plataforma. BigAI é o conjunto de ferramentas baseadas em IA que permite melhor conversão de *storefronts*, operações de loja mais eficientes e novas formas de comercializar e alcançar os compradores. BigAI Copywriter, construído usando IA generativa da Vertex AI do Google, lançado em 2023, oferece aos clientes a capacidade de agilizar seus fluxos de trabalho e economizar tempo, gerando descrições de produtos de alto desempenho em SEO. Ainda este ano, comentam que irão lançar recomendações de produtos usando a IA do Google. Os clientes poderão oferecer sugestões de produtos personalizadas e relevantes aos seus compradores em tempo real, aumentando o valor médio do pedido e a conversão.

#### Nosso view:

A Bigcommerce apresentou um ano de 2023 fraco, entregando um crescimento de receita bem abaixo de Shopify e VTEX, com um aumento de apenas 11% comparado aos 26% e 28%, respectivamente. A empresa está tendo dificuldades em crescer tanto no segmento de empresas de menor porte quanto em clientes *Enterprise*, seu *ARR (annual recurring revenue)* nesse último segmento cresceu somente 9% no 4T23 e mostrou uma tendência de desaceleração ao longo do ano. A recente saída de Steven Chung, ex-Demandware, e responsável pela estratégia de mercado *Enterprise*, menos de 6 meses após sua entrada, sugere problemas na definição de uma estratégia eficaz para o segmento.

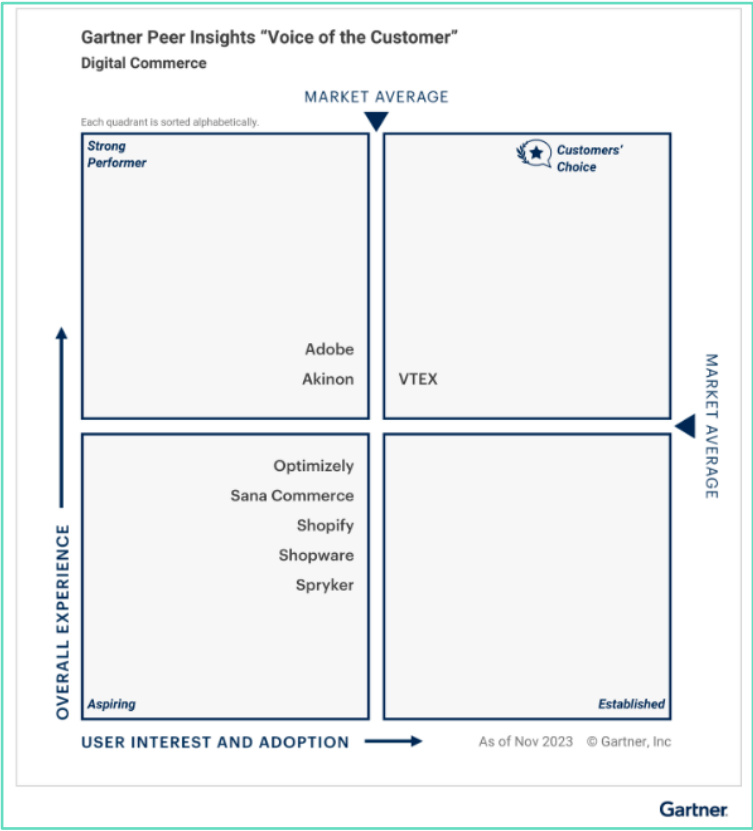
Em relação a VTEX, as atualizações de produto lançadas pela Bigcommerce este ano, incluindo recursos de *multi-store* e plataformas *low-code*, não representam uma ameaça imediata, uma vez que a VTEX já oferece essas funcionalidades há algum tempo. Além disso, há rumores que a empresa logo deve entrar na América Latina, em linha com sua estratégia de expansão global, mas ainda vemos a VTEX bem protegida nesse mercado.

Para entender melhor o posicionamento das empresas em seus respectivos mercados, nós consideramos as análises realizadas pelas principais consultorias do segmento. Do lançamento do *Deep Dive* ao período atual, três dessas análises se destacaram:

Gartner - Voice of the Customer for Digital Commerce - Janeiro 2024

A VTEX foi a única empresa mencionada no quadrante Escolha dos Clientes (*Customers' Choice*) no relatório Voice of the Customer for Digital Commerce de 2024 do Gartner®, realizado a partir de entrevistas com os clientes das plataformas. Os fornecedores reconhecidos atenderam ou superaram a média do mercado tanto no quesito Experiência Geral quanto em Interesse e Adoção dos Usuários.

Com base nas avaliações realizadas até novembro de 2023, 98% dos clientes da VTEX estão dispostos a recomendar a plataforma de comércio digital. Os fornecedores posicionados no quadrante superior direito do Voice of the Customer são reconhecidos com a distinção, indicada com um selo de Escolha dos Clientes. A VTEX foi a única a receber essa distinção no relatório de 2024.

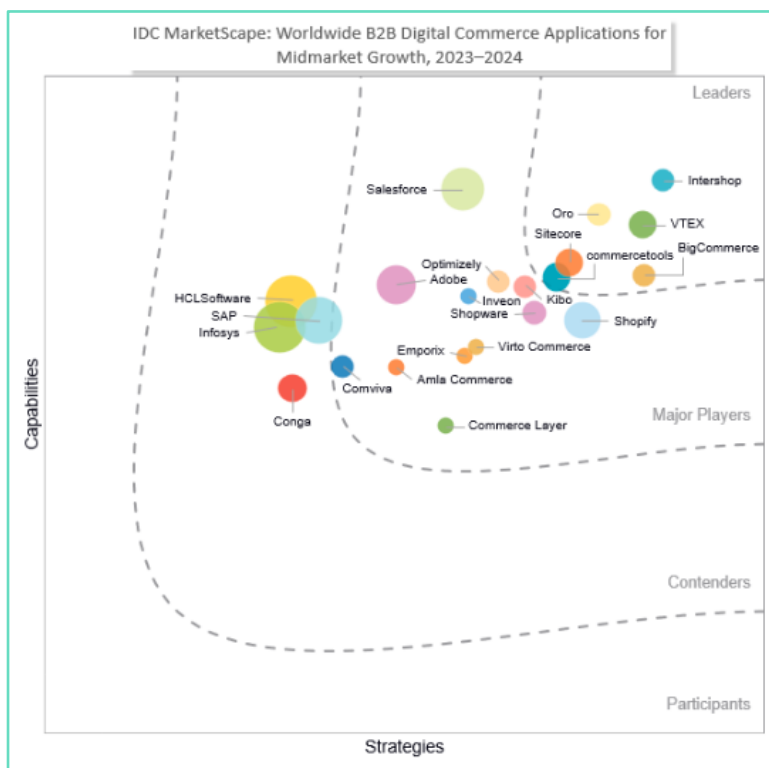


Fonte: Gartner

IDC MarketScape: Worldwide B2B Digital Commerce Applications for Midmarket Growth 2023-2024 Vendor Assessment - Dezembro 2023

Após uma avaliação completa das estratégias e capacidades da VTEX, a IDC posicionou a empresa na categoria Líderes no IDC MarketScape: Worldwide B2B Digital Commerce Applications for Midmarket Growth 2023-2024 Vendor Assessment.

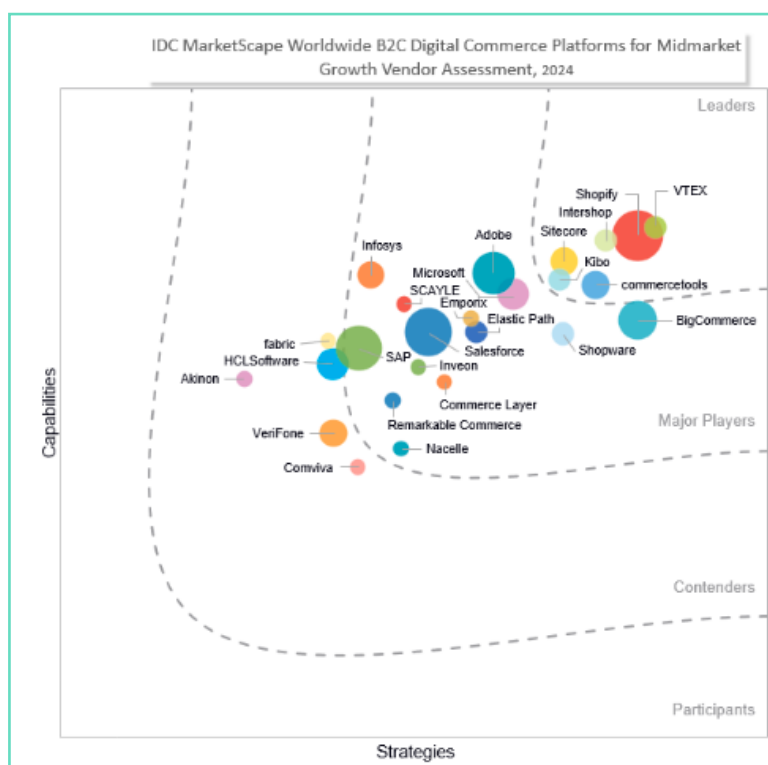
"A VTEX é adequada para empresas de médio e grande porte que buscam uma plataforma de *e-commerce* SaaS capaz de suportar mercados B2B, B2C e *marketplaces*, tudo em uma única instância. A VTEX pode ser uma excelente opção se sua organização estiver focada principalmente na diferenciação por meio de estratégias de comércio lideradas pela agilidade de negócios, pela agilidade tecnológica e pela experiência."



Fonte: IDC 2023

## IDC MarketScape: Worldwide B2C Digital Commerce Platforms for Midmarket Growth 2024 Vendor Assessment - Janeiro 2024

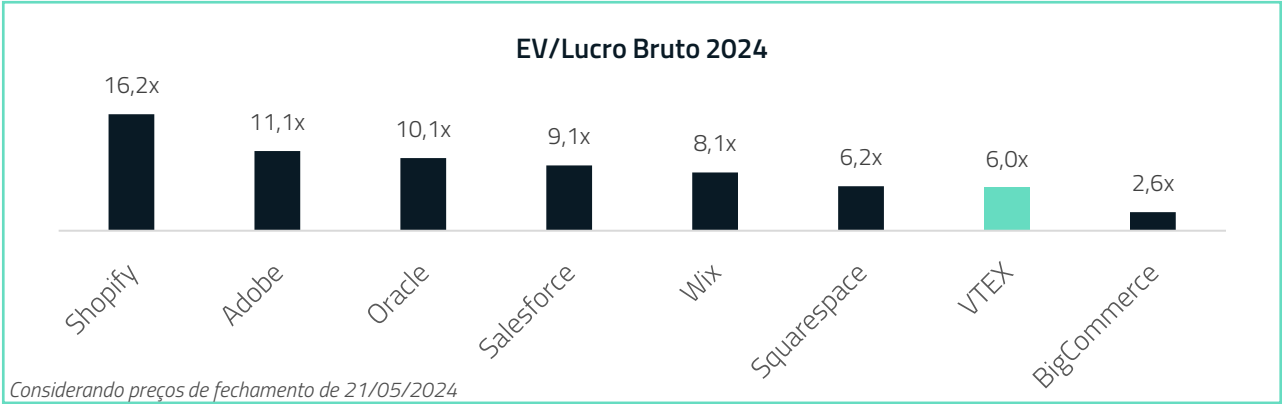
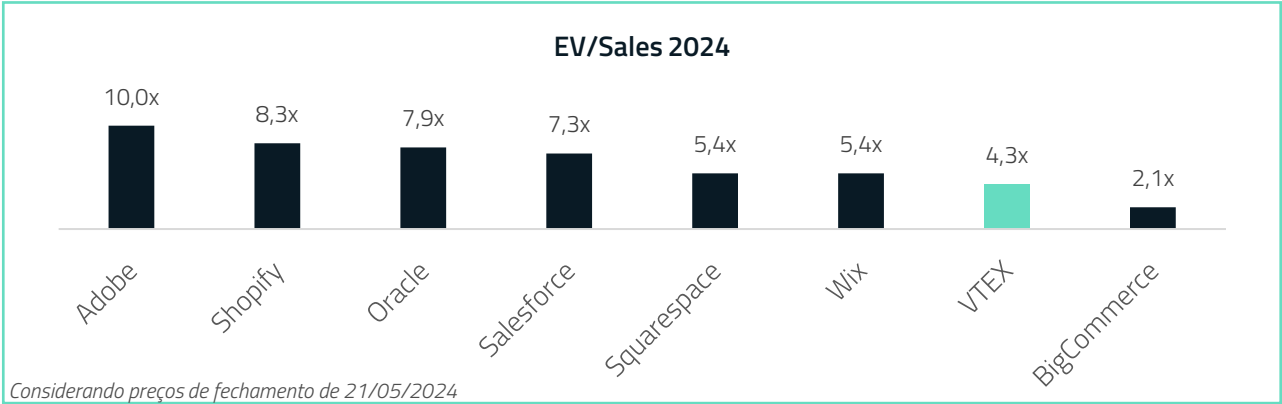
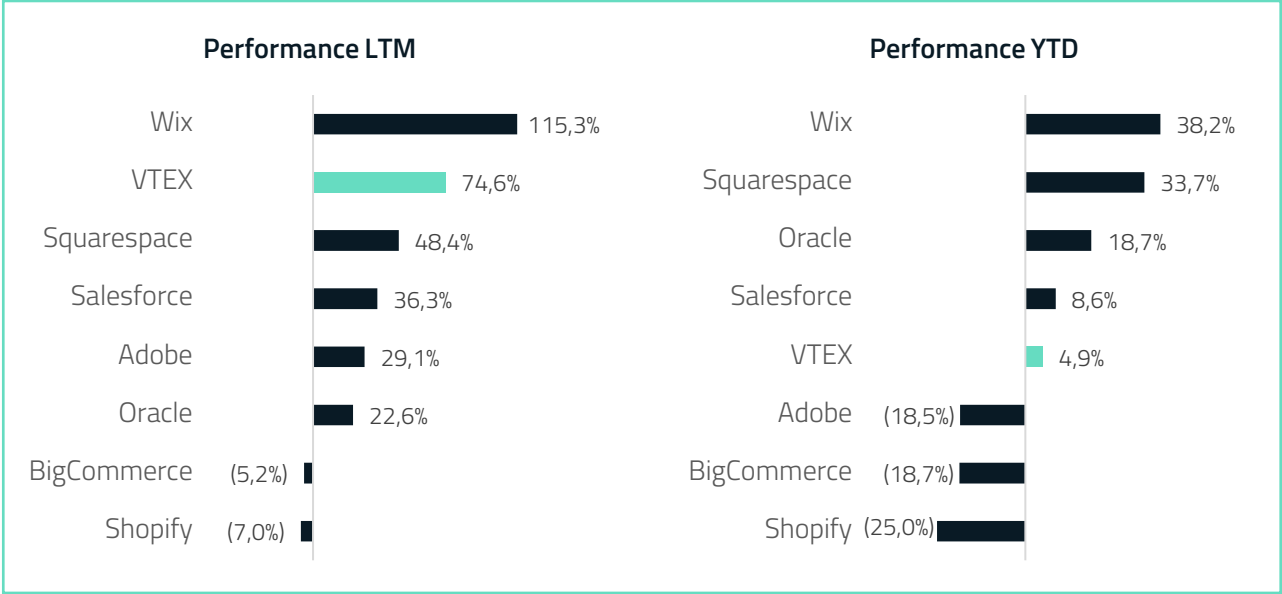
VTEX é apontada como líder no IDC MarketScape: Worldwide B2C Digital Commerce Platforms for Midmarket Growth 2024 Vendor Assessment: A VTEX é o líder mais bem classificado entre os 25 fornecedores de *e-commerce* avaliados no relatório. Com sua abordagem de *pragmatic composability*, a VTEX é reconhecida por sua versatilidade em vários setores, incluindo varejo, bens de consumo embalados, supermercados, manufatura, distribuição e outros.



Fonte: IDC 2024



# 2. Performance da Ação





# 3. Últimos Acontecimentos

Desde a produção do relatório *Deep Dive*, observamos os seguintes desenvolvimentos para a empresa:

## Resultados

**2023:** No ano de 2023, a VTEX realizou uma receita de USD 202 milhões, um aumento de 28% em relação ao ano anterior. Esse valor ultrapassou a previsão mais otimista do *guidance* que passaram no início de 2023, que era de USD 189 milhões, e ficou 9% acima do meio do *guidance*. A margem operacional também foi destaque, vale ressaltar que o *breakeven* do lucro operacional (EBIT) foi alcançado no 3T23, um trimestre antes do previsto. No 4T23, a margem EBIT foi de 9%, bem acima dos esperados 4% do mercado, com um FCF positivo de US\$ 9,5 milhões em comparação com US\$ 2,5 milhões no 4T22.

Nas regiões dos Estados Unidos e da Europa, a VTEX está se saindo bem, superando o crescimento das outras geografias. Em 2022, representaram cerca de 10% da receita, um número que aumentou para 11% em 2023. Esse número poderia ter sido maior, dado que os grandes clientes começaram nessas regiões só no final do ano.. O potencial de crescimento continua em todas as regiões, com o Brasil mostrando crescimento do GMV das lojas existentes e ganhos contínuos de participação de mercado.

Outros destaques chamaram atenção significativa, com comentários indicando que a eficiência de vendas aumentou, prevendo um ciclo de vendas melhor para o ano, e a margem operacional de clientes existentes aumentou de 22% em 2022 para 35% em 2023.

**1T24:** No 1T24, a empresa entregou uma receita de USD 53 milhões, crescimento que veio no *bottom* do *guidance* de +25% yoy, devido à situação macroeconômica da Argentina, que representa 8% da receita. Devido à rápida desaceleração na Argentina, a VTEX revisou o *guidance* de crescimento FX Neutral para o ano de 18-22% para 16-20%. Isso levou à decepção do mercado e uma correção nos preços das ações, dado que a empresa vinha batendo consistentemente o topo do *guidance* nos últimos resultados.

Por outro lado, a empresa continuou entregando uma forte alavancagem operacional de +15 pps e sua margem operacional de 6% surpreendeu positivamente, levando a uma revisão do *guidance* de margem EBIT para o ano de mid-to-high single digits para high single *digits*. Outros pontos positivos do resultado foram (i) o crescimento ex-Argentina, que continuou robusto, (ii) o anúncio de novos clientes relevantes como a OBI (uma grande rede de materiais de construção da Alemanha), as operações B2B das marcas profissionais da Colgate nos EUA, a Hmart (rede de supermercados nos EUA) e a expansão da Nike para a Colômbia.

Apesar do resultado misto devido à situação na Argentina, a tese de longo prazo permanece intacta, dado que o país não era parte relevante do crescimento esperado. A empresa continua a crescer nos seus principais mercados, conquistando novos clientes importantes nos EUA e Europa, e demonstrando uma boa alavancagem operacional, com margens operacionais surpreendendo positivamente.

## Black Friday

A VTEX anunciou um desempenho global forte durante o início da temporada de compras de fim de ano, com o início da Black Friday. O GMV atingiu US\$ 353,8 milhões, representando um aumento de 41% em dólares americanos sobre o mesmo período em 2022 e 31% em uma base neutra em FX, além de um aumento de 29% no número de pedidos em relação ao ano anterior.

## Update clientes dos EUA anunciados no Investor Day

**Beautycounter** - Desde 23 de novembro, a Beautycounter está operando 100% na VTEX, anteriormente cliente Magento. Decidiram migrar completamente para a VTEX antes da Black Friday, encerrando suas operações anteriores de *e-commerce* e confiando na VTEX. O resultado foi um sucesso de acordo com a empresa; eles não forneceram dados quantitativos, mas cresceram bem e ficaram satisfeitos com o resultado.

**Hearst** - Na Hearst, estão na fase de *ramp-up*; o site está no ar e estão migrando gradualmente da plataforma antiga para a VTEX. Estão no ar com a Men's Health. Estão satisfeitos; lançaram uma das marcas e continuam a lançar gradualmente outras marcas na VTEX.

**Grupo Casino** - Estão enfrentando atrasos nos lançamentos devido ao foco no processo de troca de controladores.

## Board estratégico de US

A VTEX expandiu seu *Strategic Advisory Board* com cinco líderes do setor de varejo. Estas adições são fundamentais para reforçar a presença e a estratégia de crescimento da empresa na América do Norte. Os cinco membros que integram o conselho consultivo trazem experiência e conhecimento no setor de varejo que aprimorarão a capacidade da VTEX de navegar pelo mercado americano.

Os membros nomeados trabalharão em colaboração com a liderança da VTEX para fornecer aconselhamento estratégico sobre expansão, marketing de produtos, estratégias de vendas e outros assuntos.

"Estamos honrados em receber esses conceituados profissionais em nosso *Strategic Advisory Board*", disse Mariano Gomide de Faria, co-CEO da VTEX. "Seus conhecimentos e experiências desempenharão um papel fundamental na orientação de nossas decisões estratégicas e no reforço de nossa presença na América do Norte."

## VTEX Day 2024

O VTEX Day 2024 foi realizado no início de abril de 2024 e trouxe algumas novidades e atualizações em relação ao produto da VTEX. Os anúncios de produtos no VTEX Day 2024 incluíram:

**VTEX Ad Network:** Lançada em dezembro de 2023 com 14 clientes da VTEX. A indústria investe em anúncios para promover produtos nos sites dos clientes da VTEX. Um exemplo dado é a marca Colgate investindo em anúncios para destacar seus produtos no site da Pague Menos, uma rede de farmácias cliente da VTEX. No VTEX Day, o produto foi aberto para o Brasil, com planos de expansão para a América Latina no futuro.

**VTEX Data Pipeline:** Aprimorando conexões de dados para capacitar empresas com a utilização eficaz de IA. A solução fornece APIs especializadas para utilização de dados e um serviço seguro de compartilhamento de dados. Com isso, os clientes da VTEX obtêm uma visão abrangente de seus dados de *e-commerce* e podem utilizá-los de forma mais eficaz para seu uso em IA.

**VTEX Shield:** capacitando os clientes a monitorar, proteger contra ameaças de segurança e preservar a receita enquanto garantem a segurança de dados sensíveis para manter a confiança do cliente. A solução adiciona uma camada extra para aprimorar as medidas de proteção de dados.

**VTEX WhatsApp Campaigns & AI Search:** Através do uso de inteligência artificial, a nova solução da VTEX pode enviar uma mensagem personalizada via WhatsApp para o consumidor que deixou um item em seu carrinho de compras. Esta mensagem inclui imagens dos itens deixados e um link para redirecionar o cliente de volta ao site. Além disso, outra funcionalidade para melhorar a experiência do consumidor é a AI Search, que otimiza a pesquisa de itens dentro do site usando inteligência artificial.

**Atualização VTEX FastStore:** Atualmente disponível para lojas online B2C, o FastStore também estará disponível para B2B, desbloqueando recursos como catálogos personalizados e preços contratuais.

**FastCheckout:** Aproveitando elementos do FastStore, esta solução permite pagamentos com um clique usando GooglePay, ApplePay ou PayPal. O produto aumenta as taxas de conversão nos sites da VTEX, aprimorando a jornada do consumidor. Atualmente em fase de teste com clientes selecionados e espera-se que esteja disponível para todos os clientes da VTEX no segundo semestre de 2024.

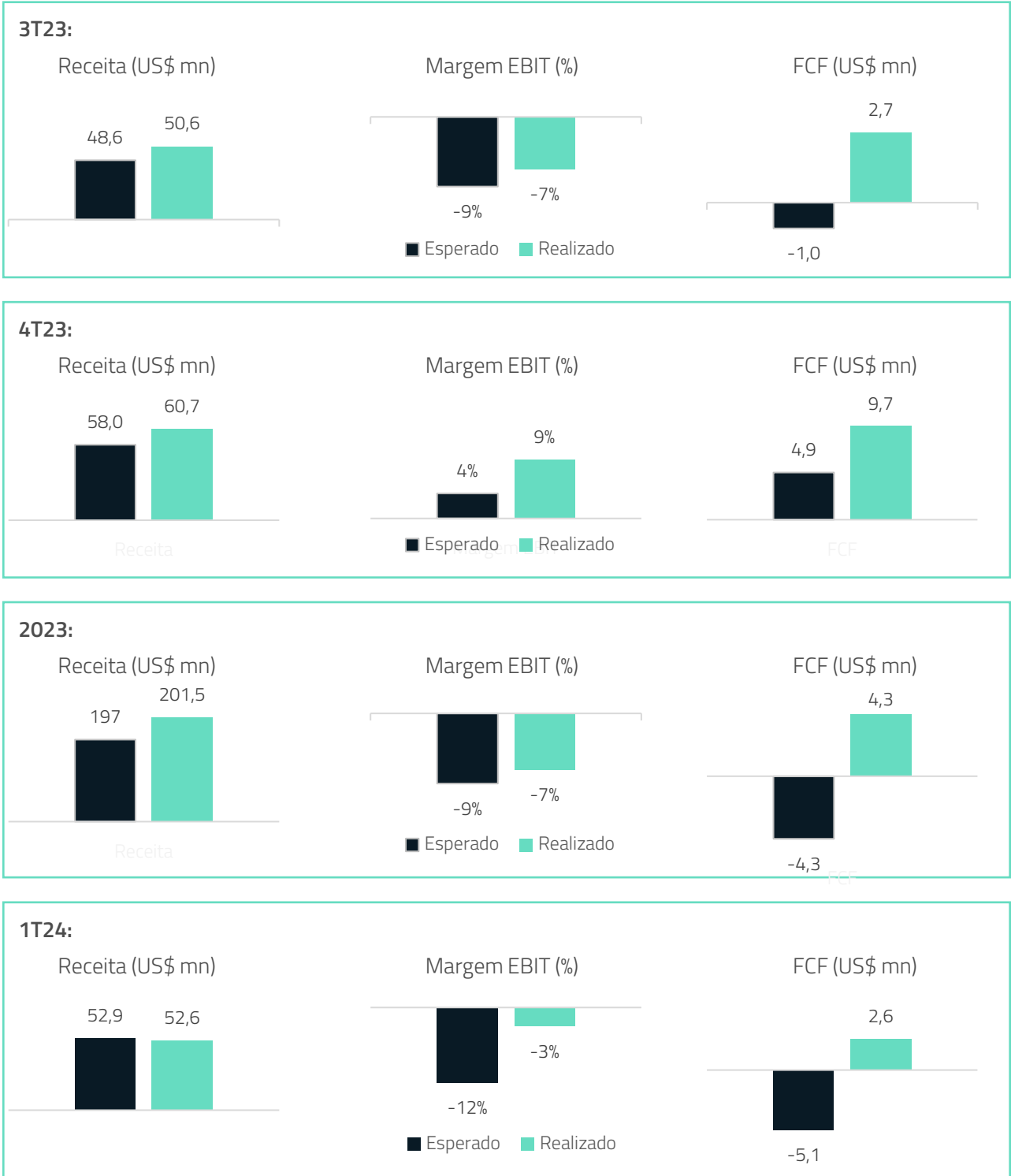
Com o avanço da inteligência artificial (IA), novas oportunidades surgem juntamente com o aumento do risco tecnológico para a VTEX. No relatório de resultado do último trimestre de 2023 e no VTEX Day 2024, a VTEX anunciou novas funcionalidades relacionadas à IA, incluindo soluções para organização de dados de clientes VTEX para uso posterior em modelos de IA, ferramentas de busca otimizadas para IA e funcionalidades de chat. Embora esses novos produtos ainda estejam em seus estágios iniciais e informações detalhadas ainda não estejam disponíveis, identificamos um potencial significativo para tais soluções e reconhecemos que a VTEX está caminhando na direção certa nesse sentido.

Porém, a IA também traz novos desafios para a VTEX, que temos monitorado ainda mais de perto. Concorrentes como Salesforce e Shopify têm a capacidade de investir mais em pesquisas focadas em IA devido aos seus maiores recursos financeiros. Além disso, novas soluções de criação de sites baseadas em IA podem surgir e potencialmente impactar o mercado da VTEX ou reduzir suas vantagens competitivas.

# 4. Atualização do Case e Projeções

## O que Observamos em 2023 e no 1T24?

Nos últimos trimestres relatados pela VTEX, bem como ao longo do ano de 2023, a empresa registrou um desempenho positivo em suas métricas financeiras. Durante esses períodos, a VTEX superou as expectativas em três métricas-chave: receita, margem EBIT e fluxo de caixa livre (FCF).



Revisão de Projeções

Passamos por um processo de revisão de nossas previsões, o que resultou em uma versão atualizada do relatório *Deep Dive*, datado de outubro de 2023. Esta atualização foi feita para abordar algumas áreas de melhoria nas projeções, que refletiam as melhores suposições que tínhamos na época. Além disso, nos meses seguintes, continuamos monitorando de perto a operação para avaliar nossas premissas. Abaixo, listamos as principais premissas e ajustes feitos durante este período:

**Mudança de perspectiva de eficiência de vendas:** De acordo com a companhia, o ciclo de vendas vem melhorando e conforme a expansão internacional se solidificar, a eficiência de vendas vai aumentar por uma redução nas despesas de marketing. Alteramos nossa perspectiva de eficiência de vendas no longo prazo com aumento de 10%, passando de 0.5 para 0.55.

**Margem:** Como comentamos no *Deep Dive*, a margem de clientes existente *non-GAAP* da companhia foi de 22% em 2022. Esse número passou para 35% em 2023, fruto do forte trabalho de redução de despesas iniciado em 2022. Esses elementos suportam a nossa visão sobre o alto potencial de lucratividade da empresa, com esses dados revisamos nossa margem estrutural da companhia de 30% para 35%. Além disso, revisamos a nossa margem operacional de 2024 de acordo com o *guidance* da companhia de *non-GAAP mid-to-high single digits*.

| % of revenue, non-GAAP      | 2022A<br>(VTEX platform + SMB + others + services) | 2022 Existing stores<br>(~85% of VTEX rev., excl. SMB) | 2022 New stores<br>(~15% of VTEX rev., excl. SMB) |
|-----------------------------|----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|
|                             |                                                    |                                                        |                                                   |
| Gross margin <sup>(1)</sup> | 67%                                                | ~73%                                                   | ~45%                                              |
| Sales & Marketing           | (40)%                                              | ~(3)%                                                  | ~(186)%                                           |
| Research & Development      | (33)%                                              | ~(33)%                                                 | ~(33)%                                            |
| General & Administrative    | (15)%                                              | ~(15)%                                                 | ~(15)%                                            |
| Operating margin            | (22)%                                              | ~22%                                                   | ~(189)%                                           |

| % of revenue, non-GAAP      | 2023A<br>(VTEX platform + SMB + others + services) | 2023 Existing stores<br>(~80% of VTEX rev., excl. SMB) | 2023 New stores<br>(~20% of VTEX rev., excl. SMB) |
|-----------------------------|----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|
|                             |                                                    |                                                        |                                                   |
| Gross margin <sup>(1)</sup> | 70%                                                | ~77%                                                   | ~45%                                              |
| Sales & Marketing           | (27)%                                              | ~(3)%                                                  | ~(121)%                                           |
| Research & Development      | (26)%                                              | ~(25)%                                                 | ~(25)%                                            |
| General & Administrative    | (13)%                                              | ~(13)%                                                 | ~(13)%                                            |
| Operating margin            | 4%                                                 | ~35%                                                   | ~(115)%                                           |

<sup>(1)</sup> Services revenue and services cost are included only in the "New Stores" P&L, as our services are mostly related to white glove PMO service to guide new stores implementations by 3rd party SIs

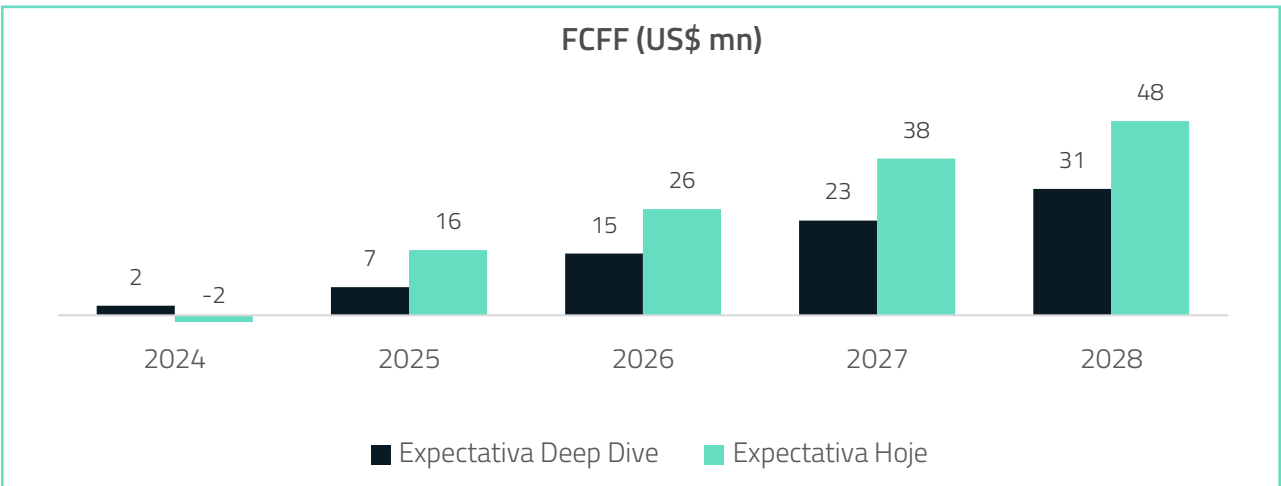
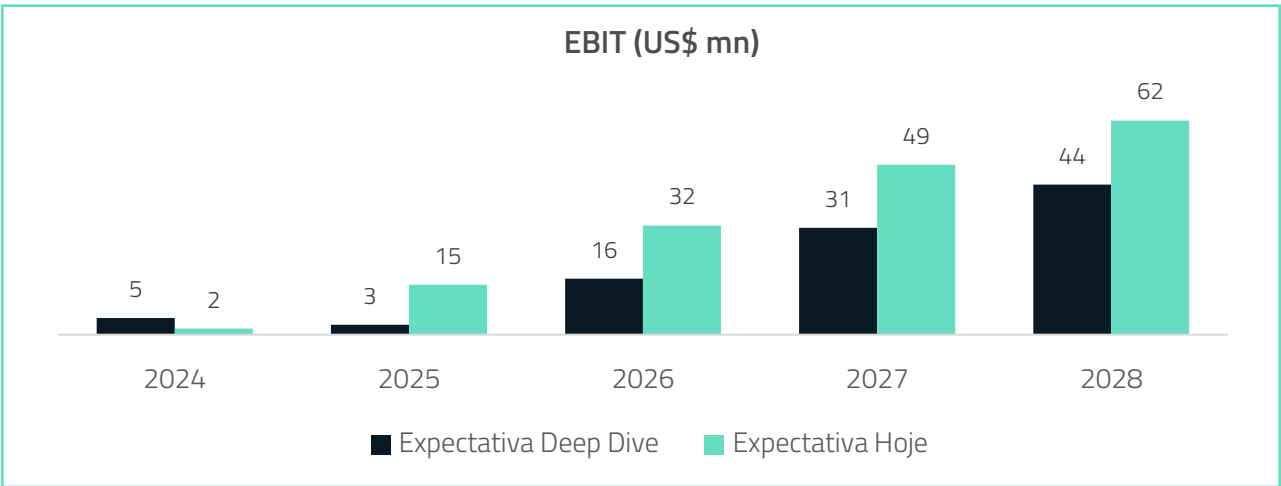
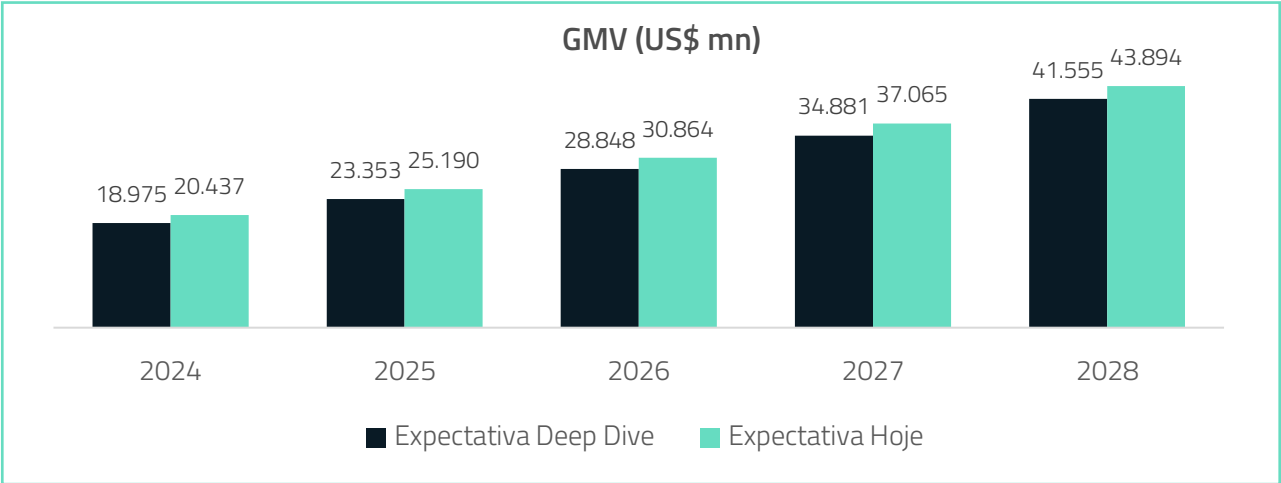
28

The Enterprise Digital Commerce Platform

Fonte: VTEX

**Market share no Brasil:** O crescimento da VTEX no Brasil em 2023 superou nossas expectativas. Esperávamos um crescimento de 15% para 2023, mas o crescimento realizado foi de 30%. Essa forte performance no Brasil é impulsionada pelo sólido posicionamento/liderança da VTEX no mercado Enterprise na região e pelos resultados positivos dos clientes existentes da VTEX. Com esses dados, a participação de mercado da VTEX no Brasil foi de 51%, em comparação com os 45% esperados. Na projeção, mantivemos um ganho de 2 pontos percentuais na participação de mercado no Brasil, agora alcançando 53% em 2033.

**Nosso view:** Desde o Deep Dive em outubro de 2023 até o período atual, ganhamos ainda mais confiança nas nossas projeções dos números da VTEX. A empresa entregou resultados dentro ou acima do esperado e surpreendeu na margem operacional, enquanto também demonstrou melhorias em aspectos-chave de sua operação. Esses resultados reforçam os principais pilares da nossa tese de investimento, que incluem: (i) seu sólido posicionamento em mercados estabelecidos, suportado pelo forte crescimento de 29% de GMV na América Latina em 2023; (ii) a qualidade e as melhorias contínuas de seu produto, validadas pelas análises de consultorias mencionadas anteriormente; (iii) seu potencial de crescimento, reforçado pela expansão para novos mercados através da aquisição de novos clientes relevantes; e (iv) a rentabilidade do seu modelo de negócios, demonstrada por uma melhor eficiência de vendas e da margem. Acreditamos que a empresa tem um longo caminho de crescimento com alta rentabilidade pela frente e que esse potencial é subestimado pelo mercado. Enxergamos uma TIR de 34% a.a. para os próximos 3 anos.



Análise de Retorno

Considerando preço de tela de 20/05/2023, nossas projeções atualizadas e atual cenário de juros, enxergamos TIR nominal de 34% a.a. para os próximos 3 anos. Esse cenário implica na multiplicação de seu market cap (US\$ 1,3 bi) por mais de 2x no período.

TIR saída em 3 anos - % a.a. nominal

|                   |     | WACC  |       |       |       |       |       |       |
|-------------------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Margem estrutural |     | 10.2% | 11.2% | 12.2% | 13.2% | 14.2% | 15.2% | 16.2% |
|                   | 45% | 74%   | 61%   | 51%   | 42%   | 35%   | 28%   | 22%   |
|                   | 42% | 70%   | 58%   | 48%   | 40%   | 33%   | 26%   | 21%   |
|                   | 38% | 66%   | 55%   | 45%   | 37%   | 30%   | 24%   | 18%   |
|                   | 35% | 62%   | 51%   | 42%   | 34%   | 28%   | 22%   | 17%   |
|                   | 32% | 59%   | 48%   | 39%   | 32%   | 25%   | 20%   | 15%   |
|                   | 28% | 53%   | 43%   | 35%   | 28%   | 22%   | 17%   | 12%   |
|                   | 25% | 49%   | 40%   | 32%   | 25%   | 19%   | 14%   | 10%   |

TIR saída em 3 anos - % a.a. nominal

|                   |     | Receita CAGR 23-28 |       |       |       |       |       |       |
|-------------------|-----|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Margem estrutural |     | 9.6%               | 14.0% | 17.8% | 21.1% | 24.1% | 26.8% | 29.4% |
|                   | 45% | 20%                | 28%   | 36%   | 42%   | 48%   | 54%   | 59%   |
|                   | 42% | 18%                | 26%   | 33%   | 40%   | 46%   | 52%   | 57%   |
|                   | 38% | 15%                | 23%   | 30%   | 37%   | 43%   | 48%   | 53%   |
|                   | 35% | 13%                | 21%   | 28%   | 34%   | 40%   | 45%   | 51%   |
|                   | 32% | 11%                | 19%   | 25%   | 32%   | 37%   | 43%   | 48%   |
|                   | 28% | 8%                 | 15%   | 22%   | 28%   | 34%   | 39%   | 44%   |
|                   | 25% | 5%                 | 13%   | 19%   | 25%   | 31%   | 36%   | 40%   |

| Múltiplos considerando preço de tela de 20/05/2024 |  | Ajustado |
|----------------------------------------------------|--|----------|
| EV/EBITDA 2024                                     |  | 9,9x     |
| EV/EBITDA 2025                                     |  | 7,9x     |
| P/E 2024                                           |  | 22,7x    |
| P/E 2025                                           |  | 17,8x    |
| EV/Sales 2024                                      |  | 4,3x     |
| EV/Sales 2025                                      |  | 3,5x     |



## DISCLAIMERS

Este material foi desenvolvido pela Drýs Capital Ltda. ("Drýs") com caráter meramente informativo e, portanto, não deve ser entendido como oferta, recomendação ou análise de investimento ou ativo, nem tampouco constitui uma oferta de serviço e nem venda de cotas dos fundos sob gestão.

Parte do conteúdo contido nesse documento é relacionado a ativos financeiros investidos pelos fundos de investimento sob gestão da Drýs. Ressaltamos que as projeções ou estimativas apresentadas poderão ter origem em simulações ou modelos proprietários, com o risco de divergir significativamente dos resultados reais, sendo obtidas a partir de dados estatísticos, modelos probabilísticos e metodologias proprietárias, com base em fatos e resultados financeiros obtidos de fontes públicas, ou através de relatórios e análises contratados. Como tal, eventuais estimativas ou projeções contidas nesse documento servem somente para contextualizar o processo de decisão de investimentos da Gestora e não expressam, em nenhum momento, promessa ou garantia de retorno ou resultado do portfólio ou de ativos individuais.

Ainda, apesar do cuidado na obtenção e manuseio das informações apresentadas, a Drýs não declara ou garante a integridade, confiabilidade ou exatidão das informações, as quais podem inclusive serem modificadas sem comunicação, eximindo-se de quaisquer responsabilidades por prejuízos diretos ou indiretos que venham a ocorrer pelo seu uso.

O conteúdo deste documento não pode ser copiado, reproduzido, publicado, retransmitido ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, da Drýs através de seus representantes.

Para dúvidas ou esclarecimentos adicionais sobre metodologia, modelos ou de métricas e estimativas relativas às empresas ou ativos investidos contidos nesse material, entrar em contato através do e-mail [contato@dryscapital.com.br](mailto:contato@dryscapital.com.br)



**EQUITAS**

**Drýs**  
CAPITAL



## **Drýs Capital**

Rua Funchal - n. 375  
Conjuntos 151 e 152  
CEP. 04551-060  
Vila Olímpia - São Paulo

**Drýs**  
CAPITAL