

Short Memo – Project Oca / Eunoia

1. Introdução

- A Eunoia (search mexicano liderado por Fernando Ponce e Eduardo Haro, que iniciou seu período de busca no segundo semestre de 2023) está avaliando a aquisição da Project Oca, uma empresa de software especializada em programas de fidelidade do consumidor para farmácias e laboratórios.
- A aquisição contempla 100% do equity da Project Oca por US\$ 10m (6,5x EBITDA 25E) e, incluindo step-up, o valor total da transação chega a US\$ 11m (7,2x EBITDA 25E), estruturados em 87% à vista e 13% via seller note, cujos termos ainda estão em negociação.
- Os searchers também estão comprando a participação de 50,1% dos donos da Oca no ITX, um aplicativo que intermedia a relação entre médicos e laboratórios e é complementar ao core business da empresa. A aquisição será paga através de um earn-out.
 - Ainda temos que aprofundar mais na estrutura do earn-out. Apesar disso, dado que o aplicativo ainda é pequeno, os searchers projetam que será equivalente a 0,2x EBITDA 25E e deverá ser pago apenas em 2030.
- Durante a diligência, os searchers encontraram um passivo tributário relevante que tem atrasado a transação. Recentemente, porém, conseguiram chegar a uma estrutura para adquirir os ativos da companhia e deixar os passivos com os sócios anteriores.
- Ainda temos que aprofundar nessa estrutura e entender se ela realmente isola a companhia desses passivos. Ainda assim, vale ressaltar que foi aprovada tanto pelo conselho jurídico dos searchers quanto pelo da Cerralvo.

2. Empresa

- A Project Oca é uma empresa de software que opera uma rede conectando ~60 laboratórios farmacêuticos com mais de 15 mil farmácias no México, com objetivo principal de gerenciar programas de fidelidade e de suporte aos pacientes.
- Entendemos que os principais diferenciais da companhia são a tecnologia usada para a intermediação de programas de fidelidade (Redemption Switch), a base relevante de farmácias e laboratórios que usam o produto e os dados de consumo que conseguem reunir a partir dessa base.

2.1. Produtos

- **Redemption Switch (51% da receita):** plataforma que automatiza e administra promoções e programas de fidelidade para laboratórios e farmácias:
 - **Para Laboratórios:** Conecta os laboratórios às farmácias, permitindo que tenham visibilidade de quem está comprando seus produtos no varejo e consigam criar promoções e programas de fidelidade direcionados ao consumidor final, que são validados automaticamente no momento da compra - sem esse produto, o laboratório teria que se conectar individualmente com cada farmácia e fazer a conciliação manual de quem está comprando seu remédio.
 - **Para Farmácias:** funciona como um motor por trás dos programas de fidelidade das farmácias, reunindo dados de compra e recorrência por cliente e validando automaticamente descontos na compra dos produtos.
 - **Monetização:** Os clientes (laboratórios ou farmácias) pagam à Oca uma taxa variável baseada no número de descontos validados pela plataforma.
- **Analytics e serviços (26% da receita):** Serviços complementares ao Redemption Switch que aumentam a monetização da base de clientes.

- **Para Laboratórios:** gerenciamento dos dados de programas de fidelidade, ajustes automáticos em regras de desconto, gestão das campanhas com consumidores;
- **Para Farmácias:** Integração do Redemption Switch com sistemas já existentes na farmácia (ex: ERP, sistemas de venda, etc.) e gerenciamento de dados.
- **Monetização:** Laboratórios e farmácias pagam valor extra por serviços utilizados.
- **Outros produtos (23% da receita):** A companhia oferece add-ons que incluem CRM para gestão das promoções, ferramentas de visualização de dados (BI) e hosting. Além disso, também tem serviços como auditoria de descontos em programas de fidelidade não administrados pela Oca.
- **ITX:** aplicativo que permite aos laboratórios oferecer um inventário virtual de amostras a médicos, que conseguem prescrever para pacientes pelo app. Isso permite que os laboratórios tenham visibilidade dos resultados de campanhas de amostras grátis (sem a ITX, não têm como saber se os médicos estão receitando seus remédios).

3. Mercado

- A empresa atua em 2 mercados principais: programas de fidelidade de laboratórios e programas de fidelidade para farmácias.
- **Laboratórios (75% da receita):** O mercado ainda é incipiente no México, com a empresa sendo praticamente o único player e possuindo mais de 80% de market share (restante são relações diretas entre farmácias e laboratórios).
 - Dado o tamanho limitado do mercado e o domínio da empresa, a principal avenida de crescimento parece ser monetizar melhor os clientes, principalmente com maior cross-sell de serviços de análise e add-ons com o produto principal (Redemption Switch).
- **Farmácias (25% da receita):** searchers acreditam que a empresa ainda tem pouca penetração nesse mercado, tendo maior potencial para crescimento. Além disso, os serviços prestados para farmácias também podem ser oferecidos para outros segmentos de varejo (como supermercados), aumentando o tamanho potencial do mercado.
 - Ainda temos que entender qual a penetração da Oca e quem são seus principais competidores nesse mercado.

4. Financials e Projeções:

- A receita da Oca tem crescido a um CAGR de 14% desde 2022, com os produtos principais (Redemption Switch e Analytics) sendo os drivers de crescimento, enquanto os produtos complementares (Add-ons) têm andado de lado. Em paralelo, a margem EBITDA tem permanecido alta e estável:

MX\$ mm	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Revenue	55	64	73	81	93	119	158	200	252
<i>Growth YoY</i>	7%	17%	14%	12%	15%	27%	33%	26%	26%
Redemption Switch	24	31	37	41	49	63	80	99	122
Analytics e serviços	14	17	19	21	24	29	39	47	57
Add-ons e outros produtos	16	16	17	19	20	27	39	53	73
EBITDA	20	23	26	29	31	43	64	83	110
<i>Margem %</i>	36%	35%	36%	36%	34%	36%	40%	41%	44%

- Vale ressaltar que o crescimento projetado para 2025 foi afetado pela perda de um cliente relevante que tem tido problemas de solvência. Além disso, a receita histórica considera serviços de call center para alguns clientes que a companhia está descontinuando. Excluindo os dois efeitos, o CAGR do portfólio de produtos atual da companhia seria de 17% entre 2022 e 2025.

- As projeções de crescimento dos searchers são mais agressivas, com CAGR de 25% entre 2025 e 2030, com 22% vindos dos produtos atuais (vs. CAGR histórico de 17%) e 3% de novos produtos:
 - Produtos atuais:** Aumento de cross-sell e aceleração no ganho de novos clientes através de esforços comerciais mais ativos (na visão dos searchers, a área comercial da Oca ainda é pouco desenvolvida) e melhorias nos principais produtos;
 - Novos Produtos:** investimento na área de tecnologia da empresa para lançamento de novos produtos, como serviços de informação usando a base de dados da Oca (oferecendo KPIs como benchmarking de adesão, sell-out, fidelidade de farmácias etc.).
- Os searchers também estimam crescimento de 8 p.p. de margem até 2030 com alavancagem operacional.
- ITX:** Como os searchers só estão comprando 50% do aplicativo, os financeiros não são consolidados. Atualmente, o ITX tem receita de MXN 6m (equivalente a 7% da receita da Oca) e margens negativas, mas tem crescido muito nos últimos anos (60% a/a desde 2022). Estão projetando que o ativo irá crescer 40% a/a até 2030 e atingir margens semelhantes à Oca:

MX\$ mm	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Revenue	2	5	6	8	11	16	23	31
<i>Growth YoY</i>	448%	104%	25%	29%	43%	50%	41%	35%
EBITDA	-1	-1	-3	-3	-1	2	6	12
<i>Margem %</i>	-36%	-22%	-43%	-35%	-13%	15%	27%	38%

- Considerando essas projeções e saída em 2030 a 7x EBITDA, os searchers estimam retornos de 36% TIR e 3,9x MOIC em USD.

5. Searchers

- Estamos bem impressionados com os searchers, que estão demonstrando uma postura bastante profissional e construtiva, além de apresentarem bom conhecimento sobre o deal.
- Estão financiando os últimos 2-3 meses do search do próprio bolso, tendo em vista que já não tem mais budget.

5.1. Captable

- Os searchers já receberam soft commitment de Ambit e Cerralvo, que sinalizou interesse em fazer mais do que o pro-rata.
- Por outro lado, a JB46 nos acessou comentando que não gostam do deal, principalmente por considerarem a estrutura complexa e entenderem que o modelo de negócios da empresa não é provado no México (o que discordamos dado que a empresa é a líder no país).

Investidor	Units	%
Cerralvo Capital	2,00	11,1%
Spectra Investments	2,00	11,1%
Ambit Partners	2,00	11,1%
Peterson Partners	1,80	10,0%
Paltus Capital	1,75	9,7%
JB46	1,70	9,4%
Kinderhook Partners	1,50	8,3%
Vonzeo Capital	1,25	6,9%
Operand Group	1,00	5,6%
Istria Capital	1,00	5,6%
Alza Capital	1,00	5,6%
Ventura Capital	0,75	4,2%
Marcos Mulcahy	0,06	0,3%
Sergio Patricio Trespalacios	0,06	0,3%
Santiago López Martinez	0,13	0,7%
Total	18	100%

6. Pontos a Aprofundar:

- Aprofundar na estrutura da transação para entender se a empresa realmente não ficará exposta aos passivos tributários pós-aquisição;
- Entender se a tecnologia da empresa, a base de clientes e os dados de consumo são diferenciais competitivos relevantes;
- Aprofundar na análise do modelo financeiro dos searchers e nas premissas e projeções para a Oca, principalmente crescimento de receita e melhora de margem;
- Entender se a Oca tem espaço para crescimento no segmento de laboratórios dado o alto market share que a companhia já possui;
- Aprofundar no mercado de fidelidade para farmácias: entender o market share da Oca, quais são seus principais competidores e se os serviços podem ser expandidos para outros segmentos de varejo;
- Aprofundar na estrutura de aquisição da ITX, na governança do ativo (dado que searchers não terão 100%) e nas projeções e financeiros do aplicativo.
- Entender se o pipeline de desenvolvimento de novos produtos é executável e se tem potencial para gerar receitas relevantes para a companhia.