

Short Memo – Secundária Mottu

Introdução:

- A Allievo nos apresentou uma nova oportunidade de investir na Mottu. Trata-se de uma venda secundária da participação de dois acionistas relevantes (Michael Moritz e Base Partners), totalizando ~US\$ 140m de NAV, dos quais a Allievo tem espaço para alocar US\$ 14m.
- Já considerando os 5% de fee upfront que pagaríamos para a gestora, estaríamos entrando a um valuation de US\$ 630m (premium de 5% sobre o valuation da Series C de jun/23), equivalente a 2,7x ARR out/25 (8,7x EBITDA e 16,2x EBIT LTM).

Update da Empresa:

- A última vez que analisamos a Mottu foi no 1S24, quando a própria Allievo nos apresentou uma oportunidade de co-investir em uma rodada secundária de US\$ 10m, a um valuation de US\$ 550m, equivalente a ~4,7x ARR.
- À época, optamos por não seguir com a oportunidade principalmente porque o valuation era elevado.
- Desde então, a Mottu tem performado bem, tendo resultados um pouco acima do que projetávamos. A empresa tem entregado ROIC de 26%, com CAGR de receita de 76% entre 2023 e 2025 (vs. 74% projetados), além de expansão de margem EBITDA de 22 p.p. e de margem EBIT de 14 p.p. no período. Segue comparação do projetado com realizado abaixo:

R\$ mm	2023A	Projeções 2024		Realizado	
		2024E	2025E	2024A	2025A
Receita Líquida	347	684	1046	667	1078
Growth	n/a	97%	53%	92%	62%
EBITDA	92	187	393	170	523
Margin	26%	27%	38%	26%	48%
EBIT	38	68	238	81	265
Margin	11%	10%	23%	12%	25%
Dívida Líquida	46	494	811	323	805
Alavancagem	0,5x	2,6x	2,1x	1,9x	1,5x

- Um ponto de atenção é o aumento relevante do endividamento desde 2023, em função de sucessivas emissões de debêntures (+R\$ 250m em 2024 e R\$ 400m em 2025) para financiar a expansão da frota.
- Por outro lado, a Mottu vem melhorando suas margens e, supostamente, atingiu o breakeven em 2025 e tem uma dinâmica de capital de giro favorável.
 - Vamos aprofundar nesses pontos na diligência.

Visita na Mottu - Visitamos a Mottu para entender melhor a situação atual da companhia, seguem principais insights:

- Com 162k motos em circulação a companhia acertou a veia ao expandir o modelo *rent-to-own*, que representa 70% da receita. Anteriormente era muito focado em motos para gig Workers e agora atinge um TAM maior ao ser uma alternativa viável economicamente.
 - A título de comparação, comprar a moto nesse plano com a Mottu é ~20% mais barato que em canais tradicionais. CEO da Mottu disse que 90% dos pedidos de financiamento tradicional são negados e os bancos cobram 50% a/a.

- O mercado nacional de motos é de 14m unidades formalizadas e com imposto em dia (~30m considerando também essas unidades). No BP compartilhado a expectativa de market share é de 5% até 2030. Ainda não temos informações para segmentar melhor o mercado e entender se essa estimativa é agressiva ou não.
- **Expansão Internacional:** O Brasil segue como principal mercado, mas a Mottu tem crescido no México e estão analisando novos mercados.
 - Começaram devagar no México para aprendizado e começaram a rampar a operação apenas no final do ano passado. Apesar de um TAM menor, é um bom laboratório para internacionalização da companhia. Como exemplo precisaram ajustar o modelo para transações com dinheiro em espécie e menos gig Workers.
 - O founder está conduzindo entrevistas em mercados que: (i) tem frota envelhecida; e (ii) baixa penetração de crédito, como Egito, Turquia, Filipinas e Indonésia.
- **Fintech:** No início do ano, a Mottu adquiriu uma SCD para estruturar sua operação de fintech, oferecendo BNPL (compras parceladas adicionadas à parcela da moto), microcrédito e asset loans (empréstimos de R\$ 4–5 mil para clientes no fim do *rent-to-own*, com taxas muito elevadas (a se aprofundar)).
 - Não esperamos que seja uma linha relevante para a companhia e por um lado é uma fonte de receita atrativa, por outro pode elevar o churn e adiciona risco de crédito e maior complexidade regulatória ao negócio.
- **Parceria com o iFood:** entregadores que utilizam a Mottu recebem benefícios. Para o iFood, a iniciativa ajuda a adquirir novos entregadores, atualmente um dos principais gargalos da empresa.
- **Valuation:** Board acredita que valuation justo da empresa está em ~US\$ 1,3b.
 - Supostamente, receberam *term sheet* de um banco de desenvolvimento a US\$ 1b de valuation para realização de um cash in pequeno. Estão considerando esse investimento por conta do selo institucional que poderia trazer em um futuro IPO;
 - Ainda, estão fazendo buyback interno a US\$ 1b.

Transação:

- Michael Moritz e a Base Partners estão buscando vender suas participações na Mottu a um equity value de US\$ 600m (mesmo valuation da Series C da empresa). A participação de ambos totaliza ~23% da Mottu, representando um NAV de US\$ 140m.
- Os vendedores são investidores da empresa desde a series A e são relevantes no cap table, com Michael Moritz sendo o segundo maior acionista, atrás apenas do Rubens:
 - De acordo com a Allievo, a Base está vendendo sua participação porque o gestor está encerrando os fundos para saída fiscal do Brasil (vai se mudar para Hong Kong). Além disso, não tem bom relacionamento com a companhia.
 - Ainda precisamos entender melhor o racional de venda do Michael Moritz.

Acionista	Participação (%)
Rubens Zanelatto	30,60%
Michael Moritz	15,80%
Management SOP	10,50%
Bicycle	7,50%
Base	7,20%
QED	6,60%
Tiger Global	5,10%
Caravela	3,00%
TVS	2,70%
Formus	2,40%
Allievo	1,90%
Outros	6,70%

- A Allievo tem espaço para alocar ~US\$ 14m na secundária (equivalente a 2,4% da Mottu) e nos apresentou a oportunidade de entrarmos na rodada. Como ponto de atenção, estariamos com preço desalinhado e precisamos aprofundar na governança e classes de ações.
- Estão levantando US\$ 15m, dos quais US\$ 14m serão investidos diretamente na empresa e o restante será usado para pagamento de fees - estão cobrando 5% de management fee upfront além de 12,5% de performance.
- O fee upfront aumenta nosso valuation de entrada na Mottu para US\$ 630m, equivalente a ~2,7x ARR (8,7x EBITDA e 16,2x EBIT LTM), vs. ~ 4,7x na secundária apresentada em 2024 e 7,3x na Series C de 2023.
- A própria Mottu está entrando com US\$ 40m na rodada atual para subsequentemente cancelar as ações, o que deve aumentar em ~7% a participação dos acionistas remanescentes.
 - Considerando esse aumento, nosso valuation de entrada seria diluído de US\$ 630m para US\$ 590m (~2,5x ARR).

Projeções

- A Allievo projeta um CAGR de receita de 45% entre 2025 e 2029, combinado com melhora na margem EBITDA (+7 p.p.) e desalavancagem até ~1,0x nesse período.

R\$ mm	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
Receita Líquida	1.078	1.771	2.883	3.772	4.637
<i>Growth</i>	62%	64%	63%	31%	23%
EBITDA	523	930	1.645	2.163	2.569
<i>Margin</i>	48%	53%	57%	57%	55%
EBIT	265	498	1.045	1.309	1.484
<i>Margin</i>	25%	28%	36%	35%	32%
Dívida Líquida	805	1.420	1.644	2.111	2.872
DL/ EBITDA	1,5x	1,5x	1,0x	1,0x	1,1x

- Considerando saída em 2029 (premissa da gestora) a 6,0x EBITDA (~10x EBIT), teríamos retornos líquidos de **39% TIR e 3,8x MOIC**.
 - Como parâmetro de comparação, a Localiza está negociando a 6x EBITDA e 9,5x EBIT LTM.
- Dadas as premissas agressivas, sensibilizamos o retorno em função do CAGR de receita e o múltiplo de saída:

	Retorno em função do Múltiplo de Saída e do CAGR de receita				
	4,0x	5,0x	6,0x	7,0x	8,0x
60%	3,7x 39%	4,8x 48%	5,9x 56%	7x 63%	8,1x 69%
50%	2,7x 28%	3,6x 37%	4,4x 45%	5,2x 51%	6,1x 57%
45%	2,3x 23%	3x 32%	3,8x 39%	4,5x 46%	5,2x 51%
40%	1,9x 17%	2,5x 26%	3,2x 33%	3,8x 40%	4,5x 45%
30%	1,2x 5%	1,7x 14%	2,2x 22%	2,7x 28%	3,1x 33%
20%	0,7x -8%	1,1x 1%	1,4x 9%	1,7x 15%	2,1x 20%

Pontos a Aprofundar:

- Revisar projeções financeiras da gestora e validar premissas de crescimento, margem e alavancagem;
- Entender necessidades de capital para sustentar crescimento e fontes de funding;
- Aprofundar no capital de giro, entender por que tem dinâmica favorável;
- Entender quais são os principais fornecedores da companhia, concentração da base de fornecedores e como é a relação da empresa com eles;
- Entender se patamar atual de ROIC é sustentável à medida que a empresa cresce;
- Entender o racional da venda de participação do Michael Moritz, bem como entender quem está comprando nessa rodada além da própria Mottu;
- Verificar qual tipo de ação estamos comprando nessa rodada, quais os share rights e liquidation preference stack;
- Aprofundar na análise do setor, principais competidores, ameaças à Mottu e tendências para os próximos anos.
- Saída: entender se IPO é a saída mais provável ou se existem compradores estratégicos que olhariam um deal grande (acima de R\$ 10b de Equity Value).