

CARTA 2020

INTRODUÇÃO

Bem-vindo, 2021!

Depois de tudo que aconteceu em 2020, não existe forma melhor de começar nossa carta. Todos nós vivemos um período muito difícil durante o ano passado, e, a essa altura de 2021, já fomos bombardeados com as mais diversas avaliações e retrospectivas, tanto dos impactos econômicos, quanto das estatísticas da crise.

Assim sendo, partiremos diretamente para os próximos parágrafos, em que preparamos descrições minuciosas dos dois *cases* que mais contribuíram positivamente para o resultado do fundo e, como usual, também abordaremos nosso pior investimento do ano.

Mercado Livre (MELI)

Mercado Livre é uma posição que carregamos desde 2018 e, este ano, foi a maior contribuição para performance do fundo. Para entender o potencial de seu ecossistema e os motivos pelos quais seguimos animados com o investimento, é importante passar por alguns trechos de sua história, que coincide com o desenvolvimento da internet na América Latina. A companhia começou em uma garagem – como manda o manual das *start-ups* –, por Marcos Galperin e sua equipe que, inspirados pelas companhias de e-commerce norte-americanas, acreditaram na possibilidade da criação de uma plataforma que fosse formatada para realidade latino-americana.

Eles iniciaram a jornada apostando no modelo de leilão, dado que o E-Bay era a maior fonte de inspiração na época. Entretanto, perceberam que este modelo gerava fricção na experiência, dado que se chegava rapidamente a um preço de equilíbrio, mas era necessário esperar até o fim do leilão para que a transação fosse concluída. Habilitaram a possibilidade de definição de um preço de compra imediata por parte do vendedor, mas esses passaram a colocar o preço inicial do leilão exatamente igual ao preço de compra imediata para que a venda ocorresse de maneira célere. Desta forma, migraram para o modelo de preço fixo que vigora até hoje desde o primeiro ano do lançamento da plataforma.¹

Vale lembrar que partiram para o Brasil apenas 3 meses após o início das operações na Argentina, já que, para cumprir o objetivo de se tornar uma plataforma relevante na América Latina, esse era um país crucial. Neste contexto, Stello Tolda, amigo de Galperin do MBA nos Estados Unidos, foi designado para assumir a operação no Brasil de forma a adaptar a plataforma à realidade do país. Em um processo de internacionalização, é importante buscar executivos locais, pois as regiões possuem naturalmente muitas diferenças de hábitos, cultura e infraestrutura. Atualmente, a companhia está presente no Brasil, Argentina, México e mais outros 15 diferentes países, mas o Brasil segue como o mais relevante, representando 53% das vendas da companhia em 2019.

Em relação à tecnologia, usaram, inicialmente, uma “solução de prateleira” para lançar o produto rapidamente. Porém, em paralelo, construíram um time de TI para desenvolver uma tecnologia própria e escalável. Criar uma cultura de desenvolvimento tecnológico era primordial, dado que este seria o motor por trás dos produtos oferecidos ao público. Entretanto, entre 2009 e 2010, a tecnologia que levou a companhia até ali se tornou âncora, ao invés de propulsora de crescimento, pois o código estava ultrapassado e dificultava a agilidade da inovação. Era necessário mudar a estrutura de monolito e migrar para compartimentação, criar APIs abertas e deixar a plataforma mobile-app *friendly* (os smartphones se desenvolviam rapidamente desde o lançamento do iPhone em 2008 pela Apple), de forma a proporcionar agilidade e que terceiros pudessem se conectar facilmente à plataforma. Segundo Dani Rabinovich, CTO na época, a transformação em uma plataforma compartimentada, permitiria que cada célula tivesse seu próprio time, infraestrutura e código.²

Apesar dos riscos inerentes a tal transformação, principalmente em relação a uma companhia que, em 2010, já tinha atingindo receita líquida de USD 217 milhões e crescia a passos largos (seria como trocar os pneus com o carro em movimento), foi decidido iniciar o projeto

¹ Fonte: <https://www.likeaboss.com.br/episodios/stello-tolda-coo-do-mercado-livre/>

² Fonte: The Rise of Mercado Libre, Stanford Graduate School of Business, Case IB-109, 22/01/2020

que ficou pronto, finalmente, em 2012. Novamente, segundo Dani Rabinovich em entrevista de dezembro de 2019, essa iniciativa permitiu que o Mercado Livre sobrevivesse a esta última década.³

Outro ponto marcante na trajetória foi o Mercado Pago, que inicialmente foi criado para resolver uma dor do usuário – funcionava como uma espécie de *escrow account*, que só liberava os recursos para o vendedor quando o consumidor recebia o produto comprado –, mas que abriu uma janela de oportunidades que trataremos mais adiante.

A história é longa e foi de bastante sucesso, corroborada pelo crescimento de vendas e receita. Entre 2007 (ano do IPO) e 2019, a empresa reportou CAGR de receita em dólares de 32,8%. Entretanto, em determinado momento, o crescimento veio à custa de rentabilidade devido aos altos investimentos e acirramento da competição. Para colocar em perspectiva, o EBIT saiu de USD 180,7 milhões em 2016 para USD 56 milhões em 2017 e USD -69,7 milhões em 2018, movido, principalmente pelo início da política de subsídio de frete em 2016. Tal estratégia se mostrou acertada até agora e 2020 – mais um ano de sucesso – não foi diferente. Entretanto o início daquele ano apontava algumas preocupações.

No 1º trimestre de 2020, a companhia reportou desaceleração de GMV (*Gross Merchandise Volume*) no Brasil que cresceu 15% após crescimentos de 24% e 23% nos 3º e 4º trimestres de 2019, respectivamente. Enquanto isso, Magazine Luiza crescia 72,6% e B2W 27,4%. Um dos motivos para a subperformance relativa aos concorrentes foi a performance ruim do Mercado Livre no segmento de eletroeletrônicos, que, segundo a EBIT Nielsen, representou 68% do mercado online brasileiro em 2019. Aliada a isso veio a pandemia, que impulsionou as vendas do e-commerce devido ao fechamento dos estabelecimentos físicos, mas trazendo à tona a preocupação com a forte dependência da companhia em relação aos correios.

Para endereçar a questão das vendas no Brasil, a companhia deu incentivos para os *sellers* ligados ao setor de eletroeletrônicos de forma a deixar os preços de tais produtos competitivos para o consumidor final. Além disso, investiram em marketing que reforçasse o posicionamento de que o MELI também é uma plataforma para compras relacionadas a tal segmento. Ademais, a evolução da infraestrutura logística no país foi impressionante: a exposição aos correios que chegou a ser de 80% em dado momento do ano de 2019, foi de aproximadamente 58% no 1º trimestre de 2020 e 30% na ponta do 3º trimestre. Isso é fruto do desenvolvimento das estruturas de *cross-docking* e *fulfillment* que abordaremos mais à frente. A partir dessas iniciativas e da propulsão no mercado online gerada pela pandemia, o GMV mostrou rápida recuperação: +58% YoY no 2º trimestre e +74% YoY no 3º trimestre.

Mas por que a manutenção do investimento após alta relevante?

A companhia está muito bem posicionada em dois segmentos de alto crescimento: *e-commerce* e *fintech*.

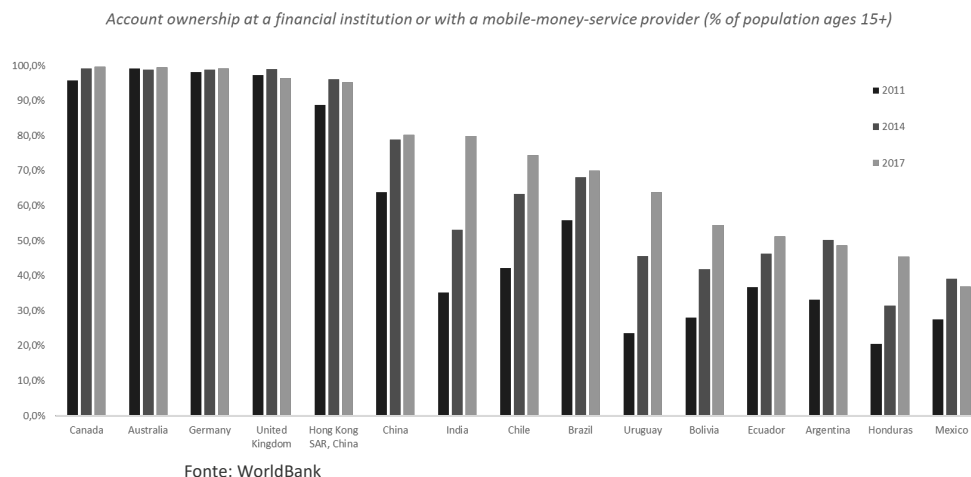
Apesar da oportunidade de maior penetração do mercado online na América Latina ser uma visão já consensual, ela não poderia deixar de ser lembrada neste documento. O quadro abaixo mostra a penetração do e-commerce, em 2019, em alguns dos países em que o Mercado Livre atua (em amarelo) comparado a outros países do globo:

País	%Online
China	28,2%
Coreia do Sul	28,2%
Grã-Bretanha	18,3%
EUA	15,2%
Holanda	14,8%
Austrália	10,8%
Canadá	10,4%
Brasil	7,5%
Chile	6,1%
Argentina	5,8%
México	5,0%
Colômbia	2,2%

Fonte: Euromonitor

³ Fonte: The Rise of Mercado Libre, Stanford Graduate School of Business, Case IB-109, 22/01/2020

Do lado da divisão *fintech*, o Mercado Pago evoluiu ao longo do tempo e já representa 40% da receita da companhia. Esta é uma divisão que tem potencial para ser maior do que o próprio e-commerce, setor que deu origem à empresa, pois a América Latina ainda é bastante carente em termos de penetração de serviços financeiros. Um veículo com capilaridade e marca reconhecida pode se transformar em um importante canal de distribuição e acesso à população.



Atualmente, esta divisão é responsável pelo processamento dos pagamentos da plataforma do Mercado Livre e de terceiros, pela conta digital (*Wallet*) e já evoluiu para o mundo físico, a partir da venda de “maquininhas” (MPOS) de processamento de cartões.

No caso do MPOS, a empresa atua no *long tail*, que ainda é caracterizado por não ter uma dinâmica de mercado de “rouba-monte”. Neste setor, a PagSeguro é referência e, segundo as nossas estimativas, o TPV do Mercado Pago no 1º trimestre de 2020 ainda era entre 20% e 25% comparado com esta companhia. Desta forma, essa é uma iniciativa em que ainda enxergamos boas possibilidades de crescimento.

Entretanto, acreditamos que é a *wallet* que proporcionará as maiores oportunidades, dado que esta poderá ser o canal de distribuição e entrada do MELI em segmentos pouco ou ainda não explorados pela companhia, como crédito, seguros e fundos de investimento. É importante ressaltar que o crédito, além de ser uma fonte de receita por si só, atua como propulsor da divisão de e-commerce, dado que dá acesso a linhas de capital de giro aos vendedores e aumenta a possibilidade de compra daqueles consumidores que têm pouco ou nenhum acesso a crédito.

Neste tema, apesar de não termos a pretensão de que a dinâmica da América Latina seja exatamente igual a de tal país, vale a pena olharmos para China. Segundo a consultoria Oliver Wyman, a Ant Financial, braço financeiro do Alibaba, é a maior originadora de crédito online para PME e consumidores da China, a maior plataforma online de investimentos em patrimônio e a maior seguradora online em termos de prêmios originados. Segundo prospecto da companhia, o balanço de crédito para PME e consumidores em junho de 2020 era de RMB 2.1 trilhões (USD 297 bilhões), o patrimônio em investimentos de RMB 4.1 trilhões (USD 580 bilhões) e foram gerados RMB 52 bilhões (USD 7,4 bilhões) em prêmios de seguros nos últimos 12 meses terminados em junho de 2020⁴. Vale destacar que a empresa atua como distribuidora na maior parte das iniciativas, alavancando-se em sua tecnologia e capilaridade.

Contudo, para entender o que está por trás das oportunidades citadas acima, é preciso falar de cultura, tecnologia e pessoas. Esses são os pilares de sustentação que baseiam qualquer argumento otimista para enfrentar o cenário que está adiante. Como mostrado anteriormente em um breve resumo histórico, a empresa tem DNA de tecnologia e o *management* mostrou confiança na tomada de decisões estratégicas. Mais importante do que a assertividade, é a coragem e confiança no caminho. Isso corrobora a nossa visão de uma companhia que dita tendências, ao invés de seguir as iniciativas dos concorrentes, mesmo que determinados frutos sejam colhidos apenas no longo prazo. Além disso, membros dos principais cargos do Mercado Livre estão na empresa há 20 anos, como Marcos Galperin (CEO e Fundador),

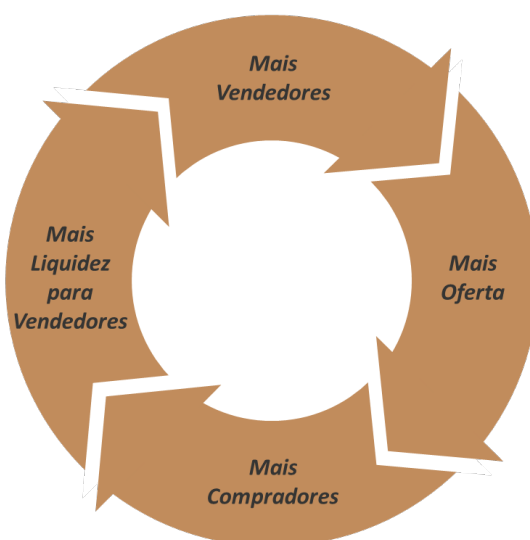
⁴ USDCNY (30/06/2020): 7,0654USDCNY Médio (30/06/2019 – 20/06/2020): 7,0304

Stelleo Tolda (Presidente de Commerce), Pedro Arnt (CFO), Osvaldo Gimenez (CEO Mercado Pago), Juan Martin de la Serna (Presidente Mercado Envios e Presidente Argentina) e Dani Rabinovich (CTO e COO).

Ademais, encontramos características no ecossistema e na organização de difícil replicação:

Efeito de Rede

Consiste no efeito que um usuário possui sobre o valor percebido da plataforma por parte de outros membros (utilizadores) do ecossistema. Quanto maior a quantidade de interações, maior será o valor percebido. No caso do Mercado Livre, a relação é observada da seguinte forma:



Além disso, as interações e sinergias entre o Mercado Livre e Mercado Pago podem ser motores adicionais na constituição de tal efeito.

É importante notar que o efeito de rede pode proporcionar características (1) defensivas e (2) ofensivas relevantes para uma organização quando o ecossistema atinge massa crítica que proporcione elevada conectividade:

Proporciona barreira de entrada significativa para qualquer competidor;

Gera ebulição de interações, *leads*, dados e transações que tornam o crescimento praticamente inevitável.

Ademais, dado que tal efeito se dá a partir da atração de usuários, o foco na experiência do consumidor e do vendedor torna-se imperativo. Desta forma, diversos caminhos muitas vezes não intencionais podem ser abertos, já que as necessidades do cliente proporcionam um oceano azul de oportunidades. Exemplo disso foi o desenvolvimento do Mercado Pago, como comentado no início deste documento.

Neste contexto, o DNA de tecnologia da companhia é característica meritória, dado que tecnologia se constitui como base de sustentação do efeito de rede e da disrupção da lógica tradicional de organização dos sistemas.

Engajamento e Frequência:

Enxergamos o elevado nível de tráfego e frequência de compras comparado aos seus concorrentes como um atributo de importante valor. Essas são características cruciais na amplificação do efeito de rede e na otimização de uma das equações mais importantes do mundo digital, o *LTV (Life Time Value) / CAC (Customer Acquisition Cost)*. Tais atributos têm o potencial de atuar tanto no numerador como no denominador da equação: a robustez de produtos e serviços da plataforma e o longo histórico de construção de marca geram engajamento que, por sua vez, pode se traduzir em tráfego orgânico, reduzindo os custos com aquisição de cliente. Por outro lado, um elevado número de frequência de compras e sua constante expansão aumentam o *life time value*, ou o valor extraído de cada cliente conquistado. Neste contexto, a recente iniciativa de fortalecimento da categoria de CPG (*Consumer Packaged Goods*) e a declarada intenção de atuar em produtos frescos, embora tragam desafios logísticos significativos, poderão trazer interessante nível de recorrência para plataforma.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Compradores Únicos	22.000	23.600	27.700	33.700	37.400	44.200
Itens Vendidos	101.300	128.400	181.200	270.100	334.700	378.900
Itens Vendidos/Comprador Único	4,6	5,4	6,5	8,0	8,9	8,6
YoY		18,2%	20,2%	22,5%	11,7%	-4,2%

Fonte: Mercado Livre e Studio

Total monthly visits (mn) - Brasil	jan/20	fev/20	mar/20	abr/20	mai/20	jun/20	jul/20	ago/20	set/20	out/20	nov/20	dez/20
Mercado Livre	268,8	234,5	224,0	231,5	265,5	323,0	335,0	324,0	297,5	314,0	359,5	346,0
Americanas.com (B2W)	115,0	89,6	93,5	121,2	142,5	173,5	164,0	159,5	135,5	144,0	190,0	174,0
Amazon	53,7	51,6	57,5	62,0	72,8	87,0	90,8	94,2	92,1	107,5	128,6	115,3
Magazine Luiza (MGLU)	62,9	47,0	48,5	60,5	73,0	93,3	88,8	82,9	83,1	84,1	123,3	98,0
Casas Bahia (VVAR)	40,5	34,7	38,2	61,5	70,0	95,3	88,4	83,6	76,5	79,2	121,3	82,9
Netshoes (MGLU)	30,2	25,9	22,0	23,3	23,0	28,1	31,4	34,5	30,8	31,9	47,9	38,9
Submarino.com (B2W)	26,0	18,5	20,5	24,4	29,1	31,6	29,4	26,4	30,7	26,9	42,1	32,3
Shoptime (B2W)	14,9	11,5	12,0	19,9	21,1	29,1	27,8	24,3	22,0	25,2	38,2	29,3
Extra.com.br (VVAR)	16,9	12,9	14,5	20,6	22,4	29,8	27,8	26,7	25,4	26,1	35,1	24,2
CanalTech (MGLU)								22,2	21,3	21,0	23,4	23,9
Ponto Frio (VVAR)	13,3	11,1	11,0	14,7	17,6	22,7	20,6	21,3	21,9	23,7	36,9	22,9
Zattini (MGLU)	9,1	7,8	8,2	9,1	9,9	11,5	12,7	12,6	10,7	11,6	18,5	14,5
Epoca Cosméticos (MGLU)	3,2	2,9	2,9	3,7	5,0	6,0	5,8	5,7	5,9	6,0	9,7	7,0
Estante Virtual (MGLU)		5,4	5,3	5,8	6,1	7,2	7,2	7,1	6,6	6,7	6,8	6,3

Fonte: BTG Pactual e Similar Web

Daily Active Users (000) - Brasil	jan/20	fev/20	mar/20	abr/20	mai/20	jun/20	jul/20	ago/20	set/20	out/20	nov/20	dez/20
Mercado Livre	4.170	4.070	3.903	3.985	3.765	3.555	3.525	3.470	3.230	2.870	9.860	9.560
Magazine Luiza	1.343	1.095	1.021	996	922	922	934	852	845	792	3.658	3.059
Magazine Luiza	998	782	736	731	690	689	719	641	626	585	2.590	2.140
Netshoes	269	237	215	194	164	172	156	158	160	153	899	769
Zattini	59	57	53	52	48	47	46	40	46	41	148	135
Epoca Cosméticos	18	18	17	19	19	14	14	12	12	12	20	15
B2W	1.509	1.567	1.734	1.587	1.586	1.665	1.549	1.582	1.518	1.322	2.412	2.161
Americanas.com	1.263	1.351	1.492	1.362	1.371	1.476	1.368	1.404	1.320	1.150	1.890	1.740
Submarino.com	119	97	121	110	111	93	90	83	98	87	285	227
Shoptime	127	119	120	114	104	96	91	95	99	85	235	191
Supermercado Now			0	0	0	0	0	1	1	1	2	3
Amazon	254	244	236	338	106	248	78	47	24	148	864	1.350
Via Varejo	377	392	321	397	447	506	406	383	376	342	1.507	1.096
Casas Bahia	306	319	242	309	354	412	319	300	292	248	1.120	790
Ponto Frio	56	60	65	73	80	79	74	70	71	81	228	139
Extra.com	14	14	14	15	13	14	14	13	13	12	159	167

Fonte: BTG Pactual e Similar Web

Além disso, gostaríamos de deixar a seguinte provocação neste tópico: será que a expressiva quantidade de *reviews* de produtos escritas pela comunidade do Mercado Livre na plataforma não pode ser a semente de uma iniciativa que transforme o MELI como *top of mind* na pesquisa de itens de consumo? Isso poderia elevar o alcance da plataforma dentro do funil de pesquisa do consumidor, estabelecendo certa interseção com o Google. Qual seria o impacto em CAC de tamanha conquista?

Long Tail

Apesar de não intencional, o começo da jornada, baseada nas transações C2C e/ou B2B envolvendo *sellers* menores, mostrou-se um ativo significativo com o passar do tempo. A exposição ao *long tail* traz profundidade de sortimento que é engrenagem do efeito de rede, dado que atrai consumidores. Para colocar em perspectiva, segundo dados reportados pelas empresas, o Mercado Livre possuía 303,9 milhões de itens únicos na América Latina no 3º trimestre de 2020, enquanto B2W, na mesma data, tinha 56,4 milhões no Brasil e Magalu, 16 milhões no 1º trimestre de 2020, último dado de sortimento reportado pela empresa. Para efeito de comparação e aplicando o percentual que o Brasil representa do GMV da companhia, estimamos que o MELI possua 150 milhões de itens únicos no Brasil, o que demonstra diferença considerável para com os seus concorrentes.

O exercício abaixo dá uma dimensão da diferença de posicionamento dos *marketplaces* brasileiros:⁵

	2019	1T20	2T20	3T20
B2W				
GMV 3P		2.728.000	4.107.000	4.396.000
Sellers	47	55	70	80
GMV/Seller Médio		53.386	65.607	58.731
Magalu				
GMV 3P		1.231.545	1.831.095	2.094.902
Sellers Base	15	26	32	40
GMV/Seller Médio		60.075	63.141	58.192
Via Varejo				
GMV 3P		465.000	901.000	849.000
Sellers Base			6	8
GMV/Seller Médio			150.167	121.286
MELI				
GMV 3P		7.507.294	10.902.433	13.401.503
Sellers Base		1.000	1.000	1.000
GMV/Seller Médio		7.507	10.902	13.402

Fonte: Companhias e Studio

Além disso, subir na pirâmide tem se mostrado um movimento mais fácil do que o contrário: a companhia tem conseguido escalar a partir de iniciativas como Mercado Líder e as Lojas Oficiais num passo mais rápido do que seus concorrentes têm conseguido atingir o *long tail*. Essa é uma situação que conseguimos observar em outros setores da economia, como o de adquirência, vide o exemplo da PagSeguro. Apesar desta última ainda não ter tomado iniciativa relevante na escalada da pirâmide para testarmos o potencial desta direção, já foi possível perceber ao longo de sua história a dificuldade tremenda que os concorrentes têm encontrado de incomodá-la no *long tail*.⁶

Excelência na execução

Neste tópico, vale utilizar como exemplo o feito enorme que a companhia realizou em logística. O que era uma fragilidade, se tornou uma fortaleza perante os competidores. Por definição, um *marketplace* conecta dois lados, que, no caso do Mercado Livre, são compradores e

⁵ O Mercado Livre divulga que tinham 11.2 milhões de vendedores únicos em 2019. Se assumirmos que o número de vendedores possui relação próxima com a representatividade do GMV brasileiro na plataforma, a companhia teria por volta de 5 milhões de vendedores no Brasil. Entretanto, muitos destes são pessoas físicas e representam pouco do GMV. Assumimos 1 milhão de *sellers* no exercício acima, mas é importante notar que mesmo que o número de vendedores não chegue a 1 milhão, a diferença de GMV/Seller entre as plataformas ainda será considerável.

⁶ Mercado Pago é um dos poucos players que incomoda a PagSeguro dado que já possui posicionamento de marca no *Long Tail*

vendedores. A logística era um ponto de fricção para ambos. Uma melhor experiência, portanto, também atuaria como poder de amplificação do efeito de rede:

Vendedores: Muitos não tinham condições de oferecer um bom nível de serviço de delivery. A consequência imediata da otimização logística é maior geração de vendas;

Compradores: A entrega rápida é um dos pontos mais relevantes na decisão de compra. Além disso, é uma característica importante para elevar a experiência do mundo online comparada à do mundo físico.

A evolução do sistema facilitou o rastreamento dos produtos, acelerou o tempo de entrega, permitiu maior assertividade no cumprimento dos prazos e reduziu custos. Os pontos anteriores são consequência de um movimento maior, que foi o envolvimento ativo da companhia em todo o processo da transação. Além disso, a evolução logística traz externalidades, como a redução do preço dos produtos para o consumidor. Isso porque o Mercado Livre divide parte do subsídio de frete com os vendedores e, portanto, a redução do custo de transporte pode se traduzir em menores preços na ponta final.

Atualmente, a infraestrutura logística utiliza os modelos de *cross-docking* e *fulfillment*, além de envolver acordos de exclusividade na utilização de frota de caminhões e até de aviões.

Cross-docking: O Mercado Livre é responsável pela coleta das mercadorias que já chegam ao centro de distribuição ou hubs logísticos com roteirização já definida para entrega ao cliente final.

Fulfillment: Os vendedores disponibilizam parte dos seus estoques dentro dos Centros de Distribuição do Mercado Livre. Normalmente, os produtos nesse modelo são de alto giro para redução do custo de armazenagem e as entregas são feitas em até 48 horas.

É importante notar a estratégia adotada pela companhia ao longo de 2020, que foi incluir sortimento diverso de produtos no modelo de *fulfillment* ao invés de concentrar em categorias específicas. Isso promove a sensação, por parte dos usuários, de que a companhia entrega tudo de maneira rápida.

Vale lembrar que essa era uma área em que a empresa não possuía expertise e seu desenvolvimento se iniciou a partir de parcerias com empresas terceiras, como as transportadoras. Entretanto, atualmente, a companhia já exige o uso pelos parceiros logísticos da tecnologia desenvolvida internamente. Isso mostra a capacidade de aprendizado dessa organização e como ela usa a tecnologia como linha mestra para potencializar os ativos existentes.⁷

Assim como o FBA (*Fulfillment By Amazon*) foi a conexão entre o *marketplace* e o Prime que, por sua vez, permitiu um novo motor propulsor de crescimento do e-commerce, vemos o passo iniciado nos últimos anos pelo Mercado Livre na logística como um movimento de importância equivalente, diferenciando-se dos concorrentes, melhorando a experiência do usuário e barateando o produto. Novas oportunidades surgirão desse *flywheel*.

Mas o fato dos concorrentes no Brasil – principal região de atuação da companhia – estarem capitalizados não aponta para um duro cenário competitivo?

Além de todas as características exploradas acima vale a pena, mais uma vez, recorrer ao passado para endereçar essa questão. O Mercado Livre enfrentou duros e diversos cenários competitivos ao longo de sua trajetória, inclusive nos primeiros anos após sua fundação: lançaram a plataforma sem cobrar pelo serviço, dado que na época o cenário era competitivo e havia 3 players bastante capitalizados, Arremate, Lokau e iBazar. Apesar da clareza de que o negócio não era sustentável sem cobrança, ninguém queria tomar a iniciativa. Mais uma vez, o MELI mostrou pioneirismo e passou a cobrar 2,9% por transação. Em pouco tempo, como um bom exemplo de aplicação prática de Teoria

⁷ <https://neofeed.com.br/blog/home/tudo-mudou-no-mercado-livre-depois-de-2012-diz-stelleo-tolda/>

dos Jogos, o Arremate iniciou o modelo de cobranças de 2,7%, o Local de 2,5% e o iBazar decidiu adotar um modelo de cobrança baseado apenas em publicidade. Ao longo dos anos subsequentes, a companhia acabou comprando todos esses 3 players.⁸

Vale lembrar também que o Mercado Livre trava dura batalha com a Amazon, titã do meio digital, no México, quintal da concorrente. Existe cenário competitivo mais duro do que esse?

*“O Futuro tem muitos nomes
Para os fracos é o inalcançável
Para os temerosos, o desconhecido
Para os valentes é a oportunidade”
Vitor Hugo*

Julgamos que ainda há pouca sinergia entre o Mercado Livre (divisão *Commerce*) e o Mercado Pago (divisão *fintech*). A partir de nossas interações com pessoas do setor e que trabalharam na companhia, observamos que essas divisões ainda operam com uma integração menor do que consideramos ideal. Embora enxerguemos tal situação como uma fragilidade, uma futura melhor integração entre as divisões pode gerar valor significativo, reforçando a conectividade do ecossistema. Entendemos que um caminho para endereçar essa questão pode ser através de um desenvolvimento mais robusto do programa de fidelidade (Mercado Pontos) que gere os incentivos necessários para que a interseção entre usuários do aplicativo azul e amarelo aumente. Desta forma, as divisões poderiam funcionar como engrenagens engatadas: o giro de uma proporcionaria tração na outra. Neste contexto, é possível observar passos iniciais dados pela companhia, a partir da associação das plataformas do HBO Go e do Disney Plus ao seu programa de fidelidade.

A relevância que os negócios de plataformas e seus desdobramentos estão alcançando é um assunto fascinante, ao qual temos dedicado muito tempo para melhor compreender. A abordagem de *valuation* é um desafio enorme, já que esses negócios têm como característica, normalmente, passar nas despesas todo o investimento que é feito no crescimento, tornando os resultados operacionais muito baixos ou até negativos. Adicionalmente, quando o efeito de rede se torna realmente poderoso, abrem-se novos mercados para serem explorados. Tudo isso torna nossas ferramentas tradicionais de *valuation*, como DCF e múltiplos, pouco eficazes.

Todavia, seguimos confiantes de que o ecossistema que está sendo criado segue capaz, pelos pontos citados acima, de ser relevantemente maior do que é hoje. O organismo vivo proporcionado por essa organização que se retroalimenta de diversas formas, exponencializando efeitos via dados e tecnologia, acaba por gerar oportunidades inimagináveis *ex-ante*.

A maior referência de contínuo aumento de mercado endereçável vem, logicamente, da Amazon. A *Big Tech* foi capaz de transformar linhas de custos e despesas em novas receitas – logística, TI, *ads* –, o que mantém um altíssimo crescimento por décadas. O desenvolvimento do AWS criou um mercado que não existia e ajudou a torná-lo enorme – entendemos que, hoje, o AWS seja até mais valioso do que a operação de e-commerce. No mercado de propaganda, em poucos anos, a força da plataforma fez a Amazon se tornar o terceiro player em mídia digital nos EUA e o que mais cresce⁹, em um mercado dominado pelos gigantes Facebook e Google, que tem nisso o *core* de seus negócios. Como sempre, “*It’s still Day 1*” para a empresa de Bezos: as oportunidades seguem enormes – em ramos como saúde, financeiro, educação, para citar alguns. Quem consegue imaginar onde a visão de longo prazo, obsessão pelo cliente, inovação e capacidade de uso da tecnologia como ferramenta podem chegar? O Mercado Livre é a Amazon da América Latina.

⁸ <https://www.likeaboss.com.br/episodios/stelleo-tolda-coo-do-mercado-livre/>

⁹ <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2020/12/30/amazon-atrai-mais-anuncios-e-avanca-na-seara-do-google.ghtml>

Banco BTG Pactual

Em 2020, o quarto maior ganho do fundo veio da posição no Banco BTG Pactual, cujas ações subiram 25.3% no ano, mas 159.2% desde que iniciamos a posição, na metade do mês de maio, quando negociavam a aproximadamente 1.3x P/B após uma queda de pouco mais de 50% devido à pandemia do Covid-19.

O BTG Pactual é um dos maiores bancos hoje em operação no nosso país, sendo classificado, pelo Banco Central do Brasil, como "S1", categoria dada às instituições que possuem exposição a ativos que superam 10% do PIB brasileiro (somando *on* e *off-balance*) e que tenham exposição internacional relevante. Esse grupo compreende também grandes bancos como Itaú, Bradesco, Santander, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal. Apesar disso, suas fontes de retorno (denominadas franquias ou *business areas*), que serão exploradas em maior detalhe ao longo desta carta, são sensivelmente distintas dos bancos supracitados.

Os últimos anos propuseram um cenário competitivo mais desafiador para o setor bancário brasileiro. Esse movimento vem acontecendo pelo surgimento, principalmente após 2014, de bancos digitais, plataformas de investimentos e *fintechs* de crédito no Brasil, e tem se intensificado a cada ano. Apesar do modelo de negócios ainda precisar se provar rentável ao longo do tempo, os bancos digitais, como Nubank, Inter, BTG Digital/BTG+, entre outros, surgiram com uma proposta de cobrança zero (ou quase zero) de tarifas por seus serviços bancários, um alto nível de serviço na interação com o cliente, excelente *user experience* em seus aplicativos e no acesso a indiscriminada gama de produtos, um baixo custo de operação e de aquisição de clientes, oriundo de um modelo sem o uso de agências bancárias. Dessa maneira, frente a essa realidade, os grandes bancos se viram em um cenário de alta competição por clientes, expectativa de crescimento de receitas de serviços mais baixas ou em declínio, maiores investimentos em tecnologia da informação e relacionamento com o cliente, melhoria de produtos e corte de tarifas, na tentativa de correr atrás do tempo perdido. No entanto, os mesmos ainda sofrem muito com seus legados de sistemas – muitas vezes sem integração ou ultrapassados –, questões regulatórias mais restritivas, processos decisórios burocráticos e a inércia de serem grandes “transatlânticos” navegando no sistema financeiro brasileiro.

Adicionalmente, e em especial após a eleição de Jair Bolsonaro e a substituição de Ilan Goldfajn por Roberto Campos Neto no comando do Banco Central do Brasil, este iniciou uma agenda com iniciativas de fomento do aumento da competição em diversas áreas do setor financeiro, incentivando a entrada de novos players para capturar o excesso de rentabilidade com o qual os grandes bancos de varejo há muitos anos operam.

Financial Deepening

Financial deepening é o termo cunhado para se referir ao aumento da sofisticação dos mercados financeiro e de capitais e o aumento de disponibilidade e acesso a produtos financeiros para diferentes grupos econômicos, incluindo os *unbanked* e os *underbanked*. Nesse contexto, o BTG Pactual e a XP estão muito bem posicionados para se aproveitar desse movimento, através do oferecimento de produtos financeiros adequados (*suitability*), alta qualidade no atendimento ao cliente sem cobrança de tarifas e ecossistema digital rápido e eficiente, se capitalizando em cima de um mercado ainda muito concentrado na mão dos grandes bancos, marcados por serviços ruins e cobrança de tarifas importantes. Vale ressaltar também que, no Brasil, os juros nos menores patamares da história atuam como um vento de cauda para essa tendência, pois geram um ímpeto maior na busca por conhecimento de outros produtos financeiros por parte dos investidores menos sofisticados, que estavam acostumados a ser remunerados a juros altos mesmo tomando pouco risco. Nas três tabelas a seguir, podemos ver o tamanho da oportunidade de crescimento, tanto da indústria de investimentos, quanto da desconcentração bancária.

Tabela 1

Market share de produtos bancários detidos por grandes bancos (2019)

Produto	Tamanho do Mercado (R\$ bilhões)	%
Investimentos	8.605	90%
Depósitos	2.745	78%
Hipotecas	635	99%
Cartões de crédito	284	80%
Fundos de pensão abertos	933	92%
Investimentos (institucional)	5.419	56%
Crédito ao consumidor	2.002	80%
Crédito corporativo	1.468	70%

Fonte: Oliver Wyman, Anbima, Banco Central do Brasil e XP Inc.

Tabela 2

Market share de ativos sob administração por bancos, por país (2018)

País	%
Brasil	93%
Espanha	90%
Itália	67%
Alemanha	65%
França	65%
Estados Unidos	13%

Fonte: XP Inc.

Tabela 3

Evolução da indústria de investimentos, R\$ bilhões nominais

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Saldo sob administração	3,8	4,4	4,8	5,4	6,1	6,7	7,2	7,9	8,6
Market share, grandes bancos								93%	90%

CAGR: 10,7%

CAGR esperado para os próximos anos para não-bancos: 30%

Fonte: XP Inc. e Studio

O BTG atualmente possui 7 franquias, sendo as principais: *investment banking*, *corporate lending*, *sales and trading* e *asset/wealth management*.

Asset/Wealth Management

A divisão de *asset/wealth management* é uma das maiores beneficiadas por esse processo. Apesar de ainda representar aproximadamente 20% da receita do banco, essa é uma das áreas que cresceu mais rapidamente nos últimos anos.

Tabela 4

BTG Pactual, em R\$ bilhões

Wealth Under Management	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	9M20
Total WuM, ex-BSI	39	62	68	81	84	74	87	119	168	222
Net New Money, ex-BSI	8	8	0	10	-10	-9	4	24	25	43
Receita por WuM médio	0,40%	0,44%	0,59%	0,54%	0,66%	0,82%	0,45%	0,45%	0,42%	0,43%
Assets Under Management	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	9M20
Total AuM	120	171	189	190	193	116	145	208	273	329
Net New Money	18	18	0	2	-42	-81	16	44	37	38
Receita por AuM médio	0,41%	0,85%	0,64%	0,72%	0,60%	0,40%	0,38%	0,41%	0,37%	0,30%
Soma Net New Money	26	27	0	12	-52	-90	20	67	61	81

*** A receita por WuM e AuM médios nos 9M20 está anualizada**

Fonte: BTG Pactual e Studio

Podemos verificar através da Tabela 4 a grande velocidade de crescimento do AuM e do WuM, principalmente a partir de 2017, após o episódio no final de 2015, envolvendo a prisão de André Esteves, o então CEO e maior acionista do banco, quando o BTG Pactual sofreu profundamente em termos de rentabilidade e captação líquida (*net new money*) por causa de sua imagem.

Para os próximos anos, a expectativa é de que essa franquia seja a de maior crescimento no banco e que suas receitas por AuM/WuM médios se mantenham estáveis, mesmo em um cenário de taxas por produto em declínio, pois hoje vivemos a tendência de migração de produtos de menor risco para produtos mais arriscados/exóticos (fundos imobiliários, fundos ESG, fundos de *private equity*, fundos de investimentos em ações, COEs, entre outros) e, consequentemente, o mix de taxas é compensado. Especificamente em *wealth management*, a receita por WuM médio deve permanecer estável para os segmentos de mais alta-renda (o BTG já oferece taxas abaixo do mercado para a maioria dos produtos) e há um potencial de aumento dessa receita via BTG Pactual Digital, o banco de investimentos do BTG, e o BTG+.

O BTG+ é a solução completa de varejo alta-renda e PME, com serviços de conta corrente, cartões de crédito com *cashback* (no qual o *cashback* é pago diretamente para um fundo de investimento), entre outros, e está na fase piloto, depois de ser desenvolvido por mais de um ano e meio. Pelo perfil desse cliente, a ideia é não competir diretamente com outros bancos digitais como Nubank e Inter, o que fará com que a operação já inicie de maneira rentável para o banco. Essa solução, por ser estruturada a partir de APIs e possuir uma grande facilidade de customização, ao longo do tempo, se beneficiará do desenvolvimento de novas funcionalidades, como gerenciamento de fluxo de caixa, investimentos e crédito.

A estratégia principal do banco nesse segmento é atuar em três frentes:

Iniciativa B2B: montagem de uma rede sofisticada de agentes autônomos de investimentos (AAI), dado que cada vez mais a qualidade do serviço será priorizada em detrimento de precificação e oferta de produtos, que tendem a se *commoditizar* com o passar do tempo. Por exemplo: a aquisição em 2020 de 49% da EQI (R\$ 9.5 bilhões de AuC) e da Lifetime (R\$ 4.5 bilhões de AuC), anteriormente AAIs da XP, que optaram pelo modelo proposto pelo BTG

Iniciativa B2C: uma plataforma digital direto ao cliente, que surgiu da aquisição de 100% da Necton (R\$ 16.1 bilhões de AuC), com possibilidade de *cross-sell* para o segmento de *private banking*, dado o tamanho dos clientes

BTG Pactual Advisors: AAI proprietário, oriunda da aquisição da Ourinvest DTVM

O objetivo da administração da companhia é que esse segmento atinja entre 10% e 15% de *market share* em 2022, um número similar ao que o BTG possui no segmento de *private banking*.

Para isso, o BTG está fazendo sua segunda oferta primária de ações em um espaço de seis meses. Na primeira, foram captados aproximadamente R\$ 2.5 bilhões de reais, dos quais 70% foram investidos em M&A e estima-se que a segunda deva resultar na captação de um montante similar. É importante ressaltar que o BTG Pactual não está sozinho nessa busca por bons ativos. Recentemente também vimos, por exemplo, o Credit Suisse comprar 35% do ModalMais, o Inter comprar 70% da DLM e o Nubank comprar a Easynvest. Apesar das muitas transações, o BTG afirma que, se soubesse que o ambiente estaria tão propício, teria levantado mais dinheiro para aproveitar o enorme número de oportunidades vistas nos últimos meses.

Nas tabelas a seguir, é possível ver os volumes de recursos sob administração dos grandes bancos e da XP, bem como as respectivas receitas por ativos médios. Nelas ficam claras as tendências de crescimento desse mercado, assim como o declínio das taxas.

Tabela 5

Recursos sob Administração - Fundos e Carteiras Administradas

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	9M20
Bradesco, em R\$ bilhões	335	442	435	489	550	756	835	898	1001	973
Receita por AuM médio	0,62%	0,56%	0,53%	0,53%	0,51%	0,48%	0,47%	0,46%	0,40%	0,36%
Itaú, em R\$ bilhões	450	562	659	650	749	801	946	1107	1363	1343
Receita por AuM médio		0,37%	0,34%	0,31%	0,28%	0,29%	0,33%	0,36%	0,39%	0,37%
Banco do Brasil, em R\$ bilhões	416	444	494	557	608	735	872	947	1067	1202
Receita por AuM médio	0,80%	0,81%	0,78%	0,78%	0,79%	0,81%	0,66%	0,65%	0,62%	0,61%
Caixa Econômica Federal, em R\$ bilhões									605	608
Receita por AuM médio									0,42%	0,36%

*A receita por AuM médios nos 9M20 está anualizada

**Os recursos sob administração divulgados pela Caixa Econômica Federal anteriores a 2019 apresentavam dupla contagem e por isso não foram incluídos na tabela

Fonte: Bradesco, Itaú, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e Studio

Apesar do BTG não abrir muitos KPIs relativos ao segmento digital e de varejo, por motivos concorrenciais e para evitar uma pressão do mercado financeiro com resultados de curto prazo, o que muitas vezes prejudica a estratégia de longo prazo, estima-se que o banco esteja abrindo mão de 1.5% de ROE (além do desembolso de recursos para as aquisições) ao ano devido aos investimentos nesse segmento.

Investment Banking e Corporate Lending

A franquia de *investment banking* também é uma das mais beneficiadas pelo *financial deepening*, e seu crescimento é sustentado pelo aumento de transações de *financial advisory* para M&As entre companhias, ECM (*equity underwriting* – ofertas de ações) e DCM (*debt underwriting* – colocação de títulos de dívidas corporativas).

Nas tabelas a seguir é possível observar o posicionamento de destaque do BTG nesses segmentos:

Tabela 6

XP Inc., em bilhões

Assets Under Custody	2017	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	2T20	3T20
Total AuC	126	144	158	181	202	232	274	350	409	366	436	563
Net New Money									30	36	29	39
Receita por AuC médio	1,64%	1,53%	1,55%	1,37%	1,39%	1,29%	1,38%	1,21%	1,22%	1,29%	1,47%	1,36%

*A receita por AuC médio trimestral está anualizada

**A XP não oferece o serviço de administração fiduciária de fundos, que possui uma receita por AuC médio muito baixa

Fonte: XP Inc. e Studio

Tabela 7

Investment Banking

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	9M20
Receitas, em R\$ milhões	338	448	459	456	383	367	367	464	949	812
# de Transações	106	153	134	100	75	67	107	107	150	102
Valor das transações, em R\$ milhões	53.077	69.528	101.427	90.526	74.858	75.609	115.688	72.008	55.535	62.120

*# de transações engloba Financial Advisory (M&A), Equity Underwriting (ECM) e Debt Underwriting (DCM)

Fonte: XP Inc. e Studio

Tabela 8

Ranking M&A, 2010 - 3T20				Investment Banking			Ranking DCM, 9M20			
Ranking ECM, 2010 - 3T20				Ranking ECM, 2010 - 3T20			Ranking DCM, 9M20			
#	Instituição	# deals	Volume*	#	Instituição	# deals	Volume*	#	Instituição	Volume
1	IBBA	490	212,8	1	BTG	185	19,2	1	BTG	3,0
2	BTG	464	191,7	2	IBBA	181	23,2	2	IBBA	2,6
3	BofAML	139	177,9	3	BBI	129	18,3	3	Santander	1,7
4	CS	192	155,7	4	CS	110	14,9	4	BBI	1,3
5	JPM	115	146,8	5	BofAML	106	19,2	5	Votorantim	0,9

*em US\$ bilhões

Fonte: BTG Pactual

É importante lembrar que, com o aumento da liquidez e do apetite do mercado por títulos de dívida corporativa, as companhias tendem a preferir realizar emissões ao mercado por conseguirem taxas de financiamento mais atrativas e o estoque/risco tende a sair do balanço dos bancos em direção às instituições/fundos/pessoas físicas que os compram. No entanto, a originação e distribuição dos mesmos, onde há maior diferenciação de serviço, ainda permanecem na mão das grandes instituições.

Além disso, o BTG Pactual, recentemente, criou uma solução automatizada para aprovação de crédito para fornecedores (risco sacado) das empresas constituintes do seu portfólio *large corporate* (crédito AAA), o que faz com que *spreads* sejam um pouco melhores, mas que o risco global da carteira permaneça similar. Essa solução já conta com 5 mil clientes ativos e R\$ 20 mil de ticket médio. No futuro, a carteira de crédito do BTG, que está em acelerado crescimento, também contará com crédito *clean*, fumaça e cartão de crédito.

Tabela 9

Corporate Lending (R\$ bilhões)										
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	9M20
Carteira <i>corporate</i>	21,1	33,8	39,6	52,2	35,3	24,3	28,6	38,0	54,6	78,8
Carteira PME*									2,2	5,8

*A carteira PME está contida na carteira *corporate*

Fonte: BTG Pactual

Sales and Trading

A franquia de *sales and trading* engloba, em linhas gerais, o business de corretagem, incluindo *sales* e *research*, que são constantemente bem ranqueados por seus clientes institucionais, e o resultado da mesa proprietária do banco, que tradicionalmente sempre foi muito ganhadora.

Tabela 10

Receitas de Corretagem	2017	2018	2019	3M20, LTM
Volume de corretagem, R\$ B	169	244	420	717
VaR médio diário (% PL)	0,65%	0,44%	0,67%	0,51%
Receita de <i>sales and trading</i> , R\$ M	2389	1539	2801	3043

Fonte: BTG Pactual

Tabela 11

Ranking Sales & Research	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Brasil Equity Sales	#1	#1	#2	#2	#1		#1
Brasil Equity Research	#1	#1	#1	#2	#1	#1	#2
Latam Equity Sales	#1	#1	#2		#2	#2	#2

Fonte: BTG Pactual

Hoje, as receitas de *sales and trading* são as mais relevantes do banco como um todo, perfazendo entre 35% e 40% da receita total. Na tabela 10, percebe-se a evolução dos volumes de corretagem que o BTG Pactual gerou, que se multiplicaram por mais de três vezes desde 2017, oriundos da valorização da capitalização de mercado das companhias brasileiras, de novas ofertas de ações, aumento do número de gestores de fundos de renda variável e renda fixa, maior giro/velocity dos diferentes mercados, entre outros.

Antes da pandemia do Covid-19, já gostávamos bastante da tese de *financial deepening* e do digital, éramos acionistas de XP e estávamos um pouco mais negativos com os grandes bancos tradicionais. Nós enxergamos a queda acentuada das ações do BTG como uma oportunidade de compra, mesmo com as grandes incertezas do cenário turbulento do primeiro semestre de 2020, principalmente porque nos parecia que essa tese, independentemente do cenário, ainda permaneceria intacta por muitos anos, e que sua força seria muito superior a outros efeitos negativos de curto prazo que a pandemia poderia causar nos resultados do banco.

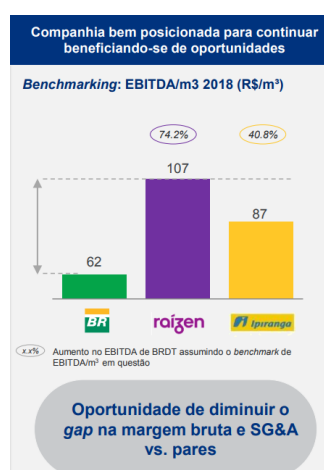
Felizmente, por possuir uma carteira de crédito AAA, o BTG não sofreu e nem deve sofrer com inadimplência, ainda se beneficiando do estresse no mercado para comprar dívidas a preços atrativos. À época não era claro o que aconteceria com a inadimplência dos grandes bancos, que acabaram também sendo pouco afetados. Os efeitos das postergações das parcelas dos empréstimos, renda extra do auxílio emergencial e queda no consumo de determinados bens serviços fará com que, apesar das provisões bilionárias realizadas pelos grandes bancos, a inadimplência não suba de maneira relevante. No entanto, isso só ficou claro para nós a posteriori, de modo que, para o BTG, a pouca inadimplência por conta do perfil da carteira de crédito nos fosse mais óbvia quando tomamos a decisão de investimento.

As outras linhas principais de receita foram, em geral, bastante pouco afetadas, já retomando suas tendências de crescimento. Permanecemos animados com o *case* para os próximos anos.

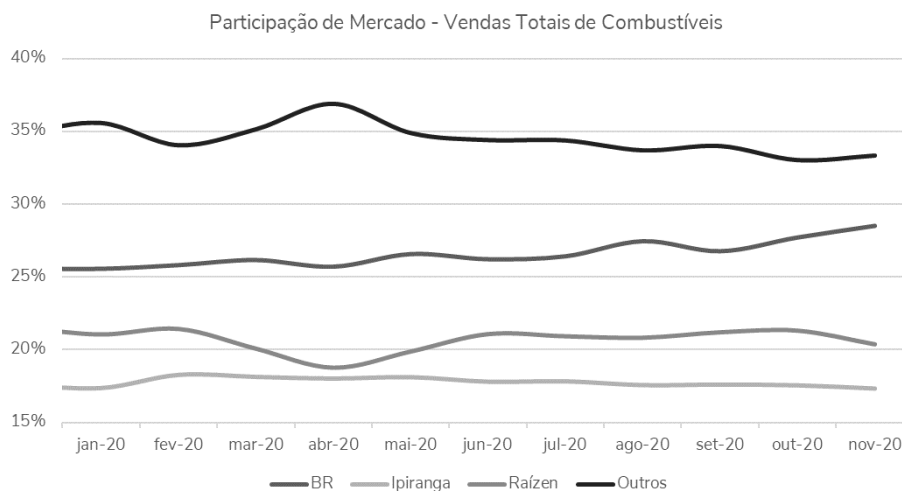
BR Distribuidora

Até os seus 45 anos de existência, a BR Distribuidora era controlada pela Petrobras. Em 2017, com a execução do programa de desinvestimentos da última, ocorre a oferta pública inicial de 28,75% das ações da maior distribuidora de combustíveis em território nacional. Em 2019, após o *follow-on* de 33,75% de suas ações, a empresa se torna efetivamente uma companhia privada com capital pulverizado. É iniciada então uma nova conjuntura, delineada por um grupo de iniciativas de aumento de eficiência na BR Distribuidora e liderada por uma experiente equipe de gestão. Alguns exemplos dessas medidas seriam a revisão do método de precificação, aprimoramento da estratégia de suprimento, readequação dos serviços de transporte contratados e, talvez a de maior impacto esperado, a redução de custos com pessoal através de planos de desligamento.

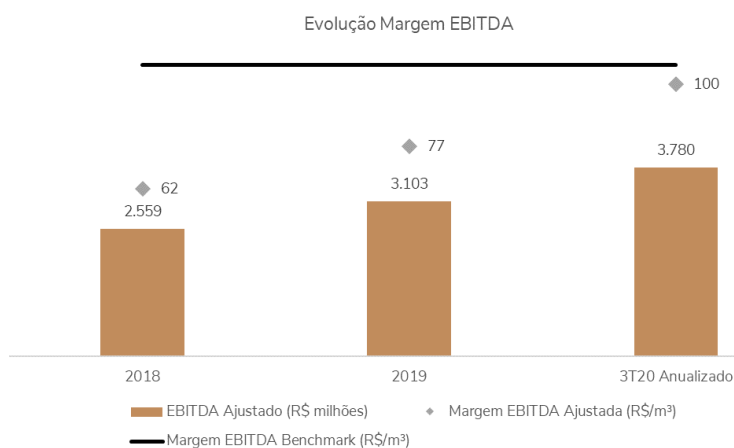
Embora seja a empresa líder no segmento de distribuição de combustíveis, a companhia apresentava margens operacionais (i.e., EBITDA/m³) consideravelmente inferiores às de seus competidores mais próximos. Em 2018, enquanto a BR possuía uma margem de R\$ 62/m³, a Raízen Combustíveis apresentava R\$ 107/m³. Ou seja, o segundo maior player do mercado apresentava uma margem 74% superior à BR. Dessa forma, nossa percepção era de que existia uma grande possibilidade da “nova” BR conseguir realizar a redução do gap de rentabilidade em relação a seus pares, com a implementação de seu plano de transformação ao longo dos próximos anos.



O ano de 2020 foi desafiador para a indústria de distribuição de combustíveis. Com o início das medidas de isolamento social no final de março, houve forte queda do volume comercializado de combustíveis. Em abril, o mercado apresentou uma queda em relação ao ano anterior de aproximadamente 14% no diesel, 28,5% na gasolina, 33,5% no etanol e 84,7% no querosene de aviação. No entanto, ao longo do terceiro trimestre já era possível observar uma tendência de recuperação no consumo. Comparado novamente ao mesmo período do ano anterior, o consumo foi 1,7% superior no diesel, 5,5% inferior na gasolina, 14,7% inferior no etanol e 66,1% inferior no querosene de aviação. No que tange a performance individual das distribuidoras de combustíveis, a BR apresentou uma dinâmica de evolução sequencial de vendas totais superior ao restante do mercado.



Mesmo com as dificuldades impostas pelo momento de grande incerteza, as novas iniciativas começaram a apresentar resultados surpreendentes já em seu primeiro ano de execução. A BR começou o projeto de transformação organizacional em outubro de 2019 com 5.450 colaboradores. Em agosto de 2020 o quadro de funcionários era de 3.977 pessoas, uma redução superior a um quarto do total em menos de um ano. A redução no número de funcionários possibilitou uma queda de 35% nas despesas com pessoal nos nove primeiros meses de 2020, quando comparado ao mesmo período do ano anterior. Em relação às iniciativas voltadas para logística e transporte, a empresa implantou um novo modelo de contratação, reduzindo o número total de 144 para 57 transportadoras. Em seu primeiro ano completo como empresa privada, observamos uma grande redução do *gap* de margem operacional da companhia em relação ao par considerado *benchmark* de rentabilidade:



Apesar de grande parte das iniciativas de execução ter gerado frutos nos últimos resultados divulgados pela companhia, inclusive em velocidade superior à inicialmente prevista, e do volume de vendas ter se mostrado melhor do que o temido em função da pandemia, com a BR ganhando participação de mercado, as ações da distribuidora caíram 23,2% no ano de 2020. Mesmo que possível, é raro obtermos como resultado da concretização de boa parte de uma tese de investimentos a desvalorização das ações da companhia investida. Essa dinâmica contra intuitiva nos leva a repensar quais serão as forças futuras que podem gerar impactos nas ações da BR Distribuidora e avaliar se o atrativo *valuation* da empresa contra seu *peer* listado melhor comparável (15x e 20x P/E para 2021, respectivamente) é motivo suficientemente satisfatório para a manutenção do investimento.

Outro ponto que nos chama atenção é o fato de o atual patamar de preço das ações da empresa ser inferior ao do momento da oferta de privatização em 2019 (próximo a R\$ 22,0 e R\$ 24,5, respectivamente), onde o risco de execução era consideravelmente superior. Com a dinâmica positiva dos fundamentos ao longo de 2020, entendemos que um fator de mercado com viés técnico possa ter influenciado a performance da ação. A Petrobras ainda detém 37,5% das ações da companhia e se mostrou disposta a realizar o desinvestimento de sua participação remanescente (aprovado pelo seu conselho no final de agosto). A expectativa pela realização desse evento gera um problema semelhante à questão do paradoxo do “ovo ou galinha”: os agentes de mercado optam por eventualmente realizar o investimento no momento da oferta, porém a Petrobras não realiza a mesma até o preço de mercado alcançar o valor justo aprovado internamente. Assim, a possibilidade de uma oferta de ações detidas pela Petrobras continua a ser um risco para a valorização das ações da BR Distribuidora no curto/médio prazo.

COMENTÁRIOS FINAIS

Nossa sociedade mais uma vez reagiu e se adaptou em meio a esse enorme desafio. Mudanças de hábitos, políticas de auxílio governamental, desenvolvimento de vacinas, medicamentos, procedimentos médicos inovadores... Em todos os campos, a população mundial se moveu e segue se movendo para encontrar uma nova normalidade.

Ainda mais velozes do que as mudanças da sociedade são as mudanças que ocorrem dentro das companhias. Gestores qualificados, acionistas alinhados, equipes motivadas e bem lideradas, inovam numa velocidade impressionante. Transformam seus negócios e endereçam os desejos e interesses dos consumidores em seus círculos de influência.

Momentos como os que passamos em 2020 reforçam a relevância de avaliar profundamente as companhias, conhecer cada uma das pessoas responsáveis pelas decisões e investir nos melhores.

O novo ano começou com uma perspectiva mais positiva sobre a recuperação do cenário econômico. No mercado doméstico, estamos vivendo uma explosão de novas aberturas de capital. Este contexto oferece um pano de fundo muito fértil para os clientes e parceiros da Studio Investimentos. Passamos os últimos 11 anos aprimorando nossos processos de investimento e construindo uma equipe que consideramos hoje totalmente preparada para avaliar e tirar proveito das oportunidades que se mostram cada vez mais abundantes nesse universo crescente de companhias *investíveis*.

