

CARTA AO INVESTIDOR 4T2019

- RESULTADOS
- 8 ANOS
- INOVAÇÕES E TECNOLOGIA I



RESULTADOS

AOS CLIENTES DA APEX CAPITAL:

Prezados investidores,

No quarto trimestre de 2019, o retorno do fundo **Apex Ações FIC FIA** foi de 13,33% contra 10,41% do Ibovespa. Desde seu lançamento, em novembro de 2011, o fundo acumula alta de 228,48% e o índice de 103,33%.

Tabela I. Retorno – Apex Ações FIC FIA

	APEX AÇÕES ¹	IBOVESPA
4T2019	13,33%	10,41%
2019	31,95%	31,58%
12 meses	31,95%	31,58%
36 meses	109,73%	92,02%
DESDE INÍCIO	228,48%	103,33%

¹ Início do fundo: 30/11/2011. PL Médio 12M: R\$ 22MM. PL Estratégia 31/12/2019: 1,780bi (Fonte: Quantum Axis).

O fundo **Apex Infinity Long Biased FIC FIA** subiu 12,04% no quarto trimestre de 2019.

Tabela II. Retorno – Apex Infinity LB FIC FIA

	APEX INFINITY ²	IPCA+6%	IBOVESPA ³
4T2019	12,04%	3,13%	10,41%
2019	29,75%	10,43%	31,58%
12 meses	29,75%	10,43%	31,58%
36 meses	111,14%	32,51%	92,02%
DESDE INÍCIO	269,31%	131,88%	99,01%

² Início do fundo: 27/08/2012. PL Médio 12M: R\$ 18MM PL Estratégia 31/12/2019: 2,578bi (Fonte: Quantum Axis).

³ Mera referência econômica.

O **Apex Equity Hedge FIC FIM** subiu 7,86% no quarto trimestre de 2019.

Tabela III. Retorno – Apex Equity Hedge FIC FIM

	APEX EQUITY HEDGE ⁴	CDI	%CDI
4T2019	7,86%	1,24%	634%
2019	17,36%	5,97%	291%
12 meses	17,36%	5,97%	291%
36 meses	57,25%	24,00%	239%
DESDE INÍCIO	176,80%	109,65%	161%

⁴ Início do fundo: 30/11/2011. PL Médio 12M: R\$ 1,215 bi PL Estratégia 31/12/2019: 2,241 bi (Fonte: Quantum Axis).

O retorno do **Apex Long Biased Icatu Previdência FIM 49** foi de 7,81% no quarto trimestre de 2019.

Tabela IV. Retorno – Apex Long Biased Icatu Prev FIM 49

	APEX LB ICATU PREV ⁵	CDI ⁶	%CDI
4T2019	7,81%	1,24%	630%
2019	24,75%	5,97%	415%
12 meses	24,75%	5,97%	415%
36 meses	78,15%	24,00%	326%
DESDE INÍCIO	113,19%	56,72%	200%

⁵ Início do fundo: 11/03/2015. PL Médio 12M: R\$ 155MM. PL Estratégia 31/12/2019: 326MM (Fonte: Apex Capital).

⁶ Mera referência econômica

8 ANOS

A Apex Capital foi fundada em 2011 e é atualmente uma das maiores gestoras independentes, fundamentalista e focada em ações no Brasil. Contamos com uma equipe de 34 pessoas, caracterizada pela sólida e ampla formação profissional e acadêmica em instituições renomadas, que busca entregar retornos acima dos índices de referência aos seus mais de 13 mil cotistas.

Neste trimestre passado, completamos 8 anos e o parágrafo anterior é a foto resultante do processo evolutivo da nossa gestora. Apesar da descrição acima expressar diversas conquistas, ela diz pouco sobre o caminho que percorremos para chegar até aqui. Por isso, pedimos sua atenção para essa breve introdução em que resumimos nossa trajetória e comentamos como seguiremos olhando para frente.

Foi em 30 de novembro de 2011, a data de início de atividades dos primeiros fundos da Apex Capital. Começamos a empresa com 10 pessoas, e apesar da experiência dos sócios fundadores no mercado financeiro, naquele momento eram todos empreendedores que acreditavam aprimorar um modelo de negócios.

A maioria dos nossos anos de vida foram anos de *bear market* para a bolsa brasileira, dado o cenário econômico desafiador para as empresas e conseqüentemente para nós. O Brasil teve juros e inflação altos, incertezas políticas, fragilidade fiscal, perda de grau de investimento e uma forte aversão do investidor ao mercado de renda variável.

Sobreviver exigiu extrema disciplina e parceiros diligentes e comprometidos com o longo prazo, aos quais somos profundamente gratos.

“An investment in knowledge pays the best interest.” -Benjamin Franklin

Assim, nossa história foi construída pela dedicação, estudo, discussões de um time incansável, de alguma forma sempre insatisfeito, e com isso motivado a se superar, refletir e reavaliar constantemente suas atividades. Nessa incessante busca pelo conhecimento e pela sobrevivência, a reflexão sobre os instrumentos e nossas perspectivas mostraram que precisávamos nos adaptar às transformações acontecendo no mundo.

Plataformas, *Blockchain*, *QRcodes*, *Data Mining*, 5G, Desintermediação, *UX (User Experience)* cruzaram nosso caminho alguns anos atrás, enquanto conduzíamos o tradicional processo de análise das empresas, e passamos a buscar incorporar esse conhecimento nos nossos modelos, assim como tentar compreender quais as limitações dos métodos tradicionais de *valuation* nessa nova conjuntura.

Recursos foram alocados nessa expansão do processo de análise: viagens à China, não mais apenas para cobrir Mineração, Siderurgia e Celulose, e a outros países no sudeste asiático, Estados Unidos e Israel; leitura; reuniões com empresas fechadas; questionamento às empresas listadas; acompanhamento de empresas de tecnologia disruptivas e *start-ups*. E apesar da disrupção não ser um tema novo para as empresas, é fundamental continuarmos nos aprofundando sobre o comportamento delas frente a isso, e por mais desafiador que seja olharmos para nós mesmos, desenvolvermos a autoconsciência e exercitarmos a humildade para seguirmos nosso processo constante de aprendizado.

Nosso desafio e motivação é evoluir diariamente no processo de análise, nossa matéria prima. Nestes 8 anos, algumas vantagens competitivas que duravam anos e décadas vieram sendo questionadas e ameaçadas em um curto prazo curto. Outras vantagens foram criadas com a mesma rapidez. E a maneira linear que pensamos e projetamos empresas foi colocado à prova pelo uso de tecnologias disruptivas. Há vários setores onde o crescimento é exponencial e não mais linear.

Ainda vemos empresas com foco em produtos e não na satisfação dos clientes; remuneração de executivos pouco alinhadas com o longo prazo e as transformações necessárias para a sobrevivência das empresas e de sua geração de caixa; *profit pools* elevados em indústrias onde a satisfação dos clientes é baixa.

As empresas vencedoras no longo prazo também precisarão se reinventar continuamente. Para isso, a gestão e cultura empreendedora são essenciais neste ambiente de democratização da tecnologia. Novas oportunidades de investimento e novos negócios rentáveis surgirão, assim como empresas tidas como vencedoras hoje serão ameaçadas e seus *valuations* serão menores.

Apesar da exigência de superação permanente neste cenário, somos otimistas com o tamanho da oportunidade para as empresas e nossos investimentos e assim persistiremos nos aperfeiçoando continuamente.

Nesse sentido e ampliando nossa publicação *Tech disruption* de maio de 2018, impulsionados por mudanças de comportamento/hábitos de consumo e aumento da penetração da internet no Brasil, seguimos acreditando no grande potencial de crescimento dos três setores apresentados naquela carta: e-commerce, meios de pagamento e bancos digitais. Assim apresentamos aqui uma atualização sobre os temas abordados em nossa carta anterior e um aprofundamento da análise sobre as iniciativas desenvolvidas pelas empresas que compõe nosso universo de investimento e da cadeia de valor, apesar de nem todas representarem posições dos nossos fundos.

Para facilitar a absorção do conteúdo, dividimos a discussão atual em duas cartas interconectadas. Nesta primeira publicação, abordamos os temas de e-commerce, meios de pagamento e software, e trazemos nossas opiniões sobre como as empresas listadas têm navegado por esses setores. A segunda parte aborda os temas de bancos digitais, crédito digital e 5G tendo como pano de fundo as discussões iniciadas aqui.

INOVAÇÕES E TECNOLOGIA I: E-COMMERCE, MEIOS DE PAGAMENTO & SOFTWARE

Em e-commerce, como antecipado em nossa última carta, continuamos a ver as principais empresas expandindo seu sortimento, melhorando níveis de serviço e reduzindo prazos e custos de frete. Apesar da entrada mais assertiva da Amazon no mercado brasileiro, não observamos nenhuma desaceleração significativa nas taxas de crescimentos dos players domésticos. Além disso, uma tendência importante que também notamos em nossa última carta, a oferta de serviços financeiros dessas empresas tem crescido e expandido para outros segmentos além de pagamentos, como crédito. Vale ressaltar que o mercado de crédito é a maior fonte de lucro dos bancos brasileiros e grande objetivo de praticamente todas as novas entrantes em serviços financeiros, atraídas pelos altos retornos desse segmento no Brasil. No setor de e-commerce, damos preferência para as empresas que possuem ampla base de clientes, histórico de execução consistente e *know-how* digital, uma característica difícil de ser replicada e que se torna uma vantagem competitiva relevante. Acreditamos que Magazine Luiza, Lojas Renner e MercadoLibre estão bem posicionadas para se beneficiar das tendências aqui destacadas. Discorreremos em mais detalhe sobre estas empresas no conteúdo desta carta.

Em meios de pagamento, também destacamos a evolução no portfólio de produtos financeiros dos novos entrantes, como PagSeguro e Stone, que no último ano passaram a atuar na concessão de crédito para capital de giro para seus clientes pessoa jurídica. Para frear o crescimento desses novos entrantes, os incumbentes reduziram seus preços em aquisição, abrindo mão de um percentual alto de suas margens. Essa tática visa proteger as principais receitas bancárias destas instituições, receitas essas ameaçadas pelos novos entrantes, como vimos acima. Apesar dos esforços, o crescimento desses novos entrantes continua em ritmo acelerado e esperamos a manutenção desta tendência a médio prazo. Acreditamos que a PagSeguro possui uma das ofertas mais completas neste setor, após o lançamento do Pagbank para sua base de microempresários, possibilitando-a crescer e diversificar receitas com novos produtos, como o crédito já citado, seguros e investimentos.

Empresas de software de gestão também têm se beneficiado das tendências positivas para pagamentos eletrônicos mencionadas acima e, com isso, buscado atingir novos segmentos de mercado. A Linx, por exemplo, criou sua divisão de serviços financeiros chamada Linx Pay Hub, inicialmente oferecendo pagamentos eletrônicos integrados aos seus produtos de software, mas que no futuro evoluirá para outros serviços mais complexos e rentáveis como, mais uma vez, crédito. A TOTVS, por sua vez, tem investido no segmento de crédito para pessoa jurídica com a aquisição recente da Supplier, financeira de antecipação de recebíveis para fornecedores de cadeias produtivas. Acreditamos que ambas as empresas estão passando por um momento positivo nos seus negócios principais e que as novas linhas de receita apresentam uma grande oportunidade de crescimento de lucro, alavancando suas vastas bases de dados e relacionamento com as empresas-clientes.

ECOMMERCE

Uma das maiores mudanças no setor no último ano foi a entrada da Amazon no Brasil com produtos próprios – o chamado venda 1P (*first party*) - e o lançamento do programa de assinatura Prime em setembro de 2019. A gigante norte americana já operava livros no modelo 1P desde 2012 e em 2017 lançou seu *marketplace* diversificado, mas dependente de *sellers* terceiros – conhecido como 3P (*third party*). Com a entrada no 1P, ela ganha flexibilidade na operação, podendo ser mais agressiva em promoções e tendo maior controle da qualidade de serviço. Curiosamente, esse movimento é diferente do que a empresa adotou em outros países, onde iniciou suas operações com 1P e depois desenvolveu o 3P suportado pelo tráfego e reputação que construiu anteriormente. Acreditamos que as complexidades tributárias e logísticas do Brasil possam ter contribuído para o plano diferenciado por aqui. Sobre o Prime, a empresa trouxe um valor bem competitivo (R\$89 por ano), similar ao Americanas Prime (R\$79 anuais), mas com o catálogo de vídeo e música global incluso no pacote. Com o Prime, o cliente tem direito a entregas gratuitas ilimitadas em até 2 dias úteis para os estados do Sul e Sudeste. Entretanto, no restante do país, a entrega prometida está bem acima disso, em linha com outros players domésticos.

Acompanhamos de perto os movimentos da Amazon na região já que consideramos essa uma das maiores ameaças às nossas teses de investimento em e-commerce. No entanto, até o momento não observamos um nível de agressividade de preço e serviço da Amazon que justificasse uma mudança de opinião. Além disso, a marca ainda é pouco conhecida do grande público brasileiro, o que se traduz em baixo tráfego para o site e aplicativo, porém com uma clara tendência de crescimento. Mesmo com o FBA (*Fulfillment By Amazon*)¹, ainda vemos dificuldades para a Amazon crescer, uma vez que será preciso um volume expressivo de vendas para que os *sellers* enviem seu estoque exclusivamente para um *marketplace* incipiente. Quando comparamos aos competidores domésticos, também empenhados nessa modalidade e que entregam um maior volume de vendas, como Mercado Livre e B2W, ficamos mais convictos dos desafios que o FBA enfrentará no Brasil. Contudo, não duvidamos do potencial da Amazon de ser bem-sucedida aqui e continuamos atentos ao seu desenvolvimento por se tratar da empresa de maior sucesso do setor no Ocidente, possuir um *track record* comprovado de inovações e ter conquistado parcelas de mercado relevantes em outros países, como Índia e México.

Ainda no tema de e-commerce, vimos o crescimento de diversos aplicativos de hiper-conveniência como Rappi, iFood, UberEats, Delivery Center etc. realizando entregas ponto-a-ponto em menos de 1 hora. Aproveitando essa oportunidade para expandir seus mercados, operadoras de shopping centers têm firmado parcerias com esses aplicativos a fim de melhorar o nível de serviço de suas lojas no e-commerce e facilitar o fluxo dos entregadores pelo shopping. A Aliansce Sonae firmou parceria com o Rappi e iFood, duas das maiores empresas desse segmento, fazendo com que os produtos das lojas e restaurantes de seus shoppings fiquem disponíveis para compra naqueles aplicativos. Inicialmente, essa funcionalidade está disponível no Shopping Parque Dom Pedro em Campinas, mas o projeto prevê integração com outros cinco empreendimentos da companhia. Consideramos a iniciativa positiva para ambos, uma vez que amplia o sortimento dos aplicativos e abre um canal de venda incremental para os lojistas, aumentando assim as receitas do shopping. Neste tipo de parceria, o shopping consegue alavancar sua localização privilegiada próxima aos consumidores, reduzindo custo e prazo de entrega, dois dos maiores ofensores à conversão no e-commerce.

Recentemente, o Mercado Livre anunciou uma parceria com o Delivery Center, por onde produtos de lojistas do Shopping Villa Lobos em São Paulo são anunciados para entrega no mesmo dia usando a logística do Delivery Center. Seguindo a

¹ *Fulfillment By Amazon* é uma modalidade logística onde o estoque do vendedor terceiro é armazenado dentro do centro de distribuição da Amazon junto com produtos próprios aproveitando a escala das operações. No Brasil, Mercado Livre e B2W oferecem esse serviço.

mesma linha, a Linx (maior provedora de software de gestão para varejo do Brasil com 40% de *market share*) anunciou que seu sistema de OMS (*Order Management System*)² será integrado à plataforma do Delivery Center, permitindo aos lojistas terem seus produtos anunciados nos canais do Delivery Center e entregues no mesmo dia da compra. Os clientes do OMS da Linx também terão a opção de anunciar seus produtos nos *marketplaces* do Magazine Luiza e da B2W, sendo mais um exemplo de parcerias benéficas para ambas as partes, uma vez que aumenta o sortimento dos *marketplaces* e abre novos canais de venda incremental para os varejistas.

Os shoppings no Brasil tem a área de varejo per capita significativamente menor que nos EUA e possuem mixes de loja mais voltados para entretenimento, serviços e produtos não-comoditizados (como alimentos), características que não são integralmente replicáveis no e-commerce. Dessa forma, não acreditamos que o Brasil tenha fechamentos em massa de lojas em shopping centers, como observado nos EUA nos últimos anos, em grande parte devido ao crescimento do e-commerce e consequente queda de fluxo desses espaços. Uma analogia interessante a ser feita sobre o papel dos shopping centers no mundo digital é que estes espaços são como “*super apps*”³ físicos”, onde consumidores conseguem satisfazer grande parte de suas demandas em um só lugar. Iniciativas como o Rappi e Delivery Center aceleram o processo de digitalização desses “*super apps* físicos”.

Seguindo a tendência descrita em nossa carta anterior, os sites de e-commerce têm expandido o sortimento de seus *marketplaces* para categorias de maior recorrência, buscando uma parcela maior dos gastos dos usuários. O MercadoLibre anunciou testes em piloto com bens de consumo e vestuário usando estoque próprio (1P) no México podendo, assim, ser mais competitivo em preço e obter melhor *unit economics*⁴. Seguindo na mesma linha, o Magazine Luiza anunciou a compra da totalidade das ações da Netshoes no primeiro semestre de 2019. Essa aquisição incrementa o GMV (*Gross Merchandise Volume*)⁵ do Magazine Luiza em aproximadamente 20% e aumenta o número de novos clientes atendidos anualmente em 4,4 milhões, chegando a 23,5 milhões de clientes ativos atendidos pelo Magazine. Além disso, a aquisição aumenta a frequência média de compra do grupo consolidado devido ao sortimento de maior recorrência (vestuário) da Netshoes comparado aos tradicionais bens duráveis de menor recorrência do Magazine. Em paralelo à aquisição da Netshoes, o Magazine continua sua estratégia de expansão para novas categorias de maior recorrência, como bens de consumo, e expande seu *marketplace* para novas categorias. Acreditamos que essa tendência deva continuar, uma vez que aumenta o mercado potencial desses e-commerces e reduz o custo de aquisição do cliente (CAC) com a maior recorrência de compra. Outra parceria interessante do Magazine Luiza foi a colocação de pequenas *side stores* dentro de hipermercados da rede Carrefour e das Lojas Marisa para venda de eletroeletrônicos, expandindo assim seus pontos de retirada de produtos comprados pelo e-commerce e complementando a experiência de compra dos clientes que vão aos hipermercados/lojas dessas redes. O Carrefour enfatiza que sua estratégia de e-commerce é toda voltada para o segmento alimentar, no qual detém vantagens competitivas como relacionamento com fornecedores, cadeia logística, marca etc., quando comparado a players oriundos de outros segmentos.

² *Order Management System* da Linx é um sistema de gestão de pedidos que possibilita a integração entre canais online e offline

³ O conceito de *super app* foi apresentado em nossa carta anterior *Tech disruption*, maio 2018

⁴ *Unit economics* é o resultado financeiro de uma única transação considerando todas as receitas e custos provenientes da venda/prestação de uma unidade de produto/serviço

⁵ *Gross Merchandise Volume* é um termo usado no e-commerce para indicar o valor financeiro total vendido por um marketplace sobre o qual é cobrada uma tarifa de intermediação (*take rate*)

Alimentos perecíveis é uma categoria de alta recorrência e grande parcela do consumo das famílias que sempre atraiu o interesse dos e-commerces. Esta categoria recebeu muita atenção quando a Amazon anunciou a compra da Whole Foods Market, varejista americano focado em alimentos perecíveis, em junho de 2017. Muito foi especulado na época sobre qual seria a estratégia da Amazon após a aquisição; a pioneira de e-commerce é extremamente reservada quanto à sua estratégia e pouquíssimos detalhes foram divulgados a respeito da transação. Mesmo hoje, após mais de 2 anos, a operação de perecíveis online da Amazon ainda não atingiu a excelência operacional pela qual a empresa é conhecida e as avaliações desses produtos no site ainda estão aquém do que vemos em outras categorias, principalmente devido a questionamentos sobre a qualidade com que são entregues para o cliente final.

No Brasil, o que temos observado são varejistas do segmento de alimentos buscando parceiros externos para viabilizar a logística desse tipo de produto, claramente um desafio até para a maior empresa global do setor. O Carrefour, por exemplo, se aliou oficialmente ao Rappi conectando seus sistemas ao aplicativo e estruturando *dark stores*⁶ para o melhor funcionamento desta modalidade. No entanto, o Carrefour é claro ao dizer que esta é uma solução temporária enquanto desenvolve sua própria capacidade de realizar esse tipo de entrega, conhecida como *same hour*, onde não há adensamento de pedidos ou troca de veículo. Além disso, o Carrefour se beneficia dos US\$ 1,4 bilhão que a startup colombiana levantou com o SoftBank e que a permitiu continuar com sua política agressiva de subsídio de frete. O Grupo Pão de Açúcar (GPA) adotou uma estratégia diametralmente oposta com a compra do James Delivery, startup de logística de *last mile*, após a saída do Pão de Açúcar do aplicativo do Rappi. Esse movimento buscou trazer mais independência para essa operação do GPA e evitar que os clientes deixassem de ser clientes “do Pão de Açúcar” para se tornarem clientes “do Rappi”, perdendo fidelidade à forte marca do Grupo. Hoje, o mesmo serviço de entrega de perecíveis, antes feito pelo Rappi, é oferecido pelo James Delivery exclusivamente com o GPA. Comparando as duas estratégias, julgamos que o GPA encontrará bastante dificuldade para ganhar tração no aplicativo do James por se tratar de uma marca menos conhecida e com menos casos de uso para o usuário comparado ao Rappi, além da forte competição de um player maior e mais capitalizado (Rappi) no estágio atual de queima de caixa dessas startups. Para o Carrefour, continua o risco de Rappi removê-lo da cadeia passando a fornecer os produtos diretamente, já que o aplicativo possui os dados do cliente, dados de demanda, preços praticados e a capacidade de entrega. Ou ainda, o Rappi pode encontrar dificuldade para se capitalizar no futuro, caso seu modelo de negócio não se prove rentável até lá, comprometendo as operações com o Carrefour. Entretanto, entendemos que o Carrefour tem conhecimento dos riscos da iniciativa, mas que os benefícios se sobressaem aos riscos no médio prazo, opinião que compartilhamos.

MEIOS DE PAGAMENTO

Outro movimento que antecipamos em nossa última carta é o da entrada de players de e-commerce em serviços financeiros. O MercadoLibre tem investido no seu braço financeiro, chamado MercadoPago, e incentivado a criação de uma rede de pagamentos paralela às bandeiras: um arranjo fechado usando *QR codes*, similar aos desenvolvidos na China pelo Alibaba e Tencent, com menos intermediários acarretando um custo mais baixo. O MercadoLibre tem se apoiado no relacionamento com mais de 10 milhões de *sellers* anuais em seu *marketplace*, muitos dos quais possuem também presença física, e dos 3 milhões de mPOS (*mobile point of sale*)⁷ do MercadoPago para distribuir seus *QR codes*. O

⁶ *Dark stores* são pequenos centros de distribuição localizados dentro das cidades onde são coletados e faturados pedidos exclusivamente para e-commerce evitando rupturas de estoque que podem ocorrer em lojas com vendas para o público

⁷ *Mobile point of sale* são terminais de cartão mais simples e que necessitam de pareamento com um smartphone via Bluetooth para acesso à internet apexcapital.com.br

MercadoLibre também fechou parcerias importantes com grandes redes varejistas como RaiaDrogasil, McDonald's, Burger King, Shell entre outros onde já é possível pagar via *QR codes* e receber *cashback* na conta MercadoPago como forma de incentivo à adoção. Vale adicionar que o MercadoLibre levantou US\$ 2 bilhões no começo de 2019, em um *follow on*, para investir em serviços financeiros e na sua rede logística proprietária. Consideramos o MercadoLibre como uma das empresas mais bem posicionadas para se beneficiar das tendências destacadas nesta carta, operando de forma sinérgica o maior e-commerce do Brasil e a 2ª maior base instalada de mPOS para pequenos comerciantes do país.

A B2W por sua vez seguiu um caminho similar ao do MercadoLibre com a Ame Digital, focando no uso dentro das propriedades da marca, com fortes campanhas de aquisição de clientes via *cashback* e integração com a rede física das Lojas Americanas. Em agosto, a estrutura societária da Ame Digital foi determinada: 53% Lojas Americanas e 47% B2W. Com essa resolução, a Ame fica possibilitada de buscar um sócio independente com expertise no setor, algo que a B2W já anunciou desejar. Assim como MercadoLibre, a B2W concluiu um aumento de capital no montante de R\$ 2,5 bilhões, com a controladora (LASA) cobrindo 60% desse valor.

Recentemente foi anunciado que ambas as carteiras digitais poderão ser utilizadas em estabelecimentos comerciais que usam sistemas de automação da Linx, líder no segmento com 100 mil pontos de venda. Vemos o movimento como positivo para ambos, já que a Linx é líder na conectividade no lado do lojista e os sites de e-commerce do lado consumidor. Como pode-se observar, a Linx vem se antecipando à regulação de pagamentos instantâneos do Banco Central - discutido em mais detalhe abaixo - e está criando seu próprio modelo de interoperabilidade de *wallets* através do seu Linx Pay Hub, conta digital para as empresas a partir de onde planejam expandir seu portfólio de produtos financeiros com pagamentos, crédito, folha de pagamentos, etc., entrando em novos *pools* de receita financeira altamente lucrativos.

Por fim, a ViaVarejo, que passou por uma mudança societária relevante em 2019, anunciou uma parceria com a fintech Airfox para criar e gerir seu banco digital chamado banQi. A estratégia da ViaVarejo é alavancar suas mais de 1000 lojas físicas e seu vasto histórico de crédito das classes C e D para ofertar esta conta digital. As lojas onde o banQi está disponível passaram por uma mudança no visual e contam com vendedores especializados para credenciamento dos clientes. A expectativa é que o *rollout* nacional aconteça ainda em janeiro de 2020.

Outras duas varejistas listadas que também estão expandindo em serviços financeiros são o Magazine Luiza e as Lojas Renner. No caso do Magalu, o projeto é bastante ambicioso e faz parte da iniciativa divulgada na carta anual de 2018 sobre o Magalu-as-a-Service, um projeto nos moldes do *New Retail* do Alibaba abordado na nossa última carta. O Magalu-as-a-Service busca digitalizar o varejo brasileiro, focando nos pequenos varejistas e dando a eles os recursos tecnológicos, financeiros e logísticos antes restritos aos grandes players, além de integrar estes varejistas à plataforma de e-commerce do Magalu. Após a conclusão do processo de transformação digital do Magazine Luiza, aproveitando o bom momento operacional, a empresa está pronta para entregar nos novos projetos citados aqui. Recentemente, foi concluída uma oferta de R\$ 5 bilhões de reais para investimento nessas novas iniciativas e acreditamos que esse capital, somado à cultura digital, estratégia correta e histórico positivo de entregas da empresa, a coloca em um patamar acima das demais do setor. O primeiro passo da carteira digital do Magalu será para recebimento dos fluxos de venda dos *sellers* de seu marketplace em uma conta digital integrada ao *super app* já existente. Também será possível fazer *cash in* em todas as 1000 lojas da rede ou por transferência pelo Banco do Brasil, com quem fecharam uma parceria para o projeto. As lojas

e e-commerce também estarão habilitados a receberem pagamentos a partir da conta digital, que será o meio de pagamento preferido.

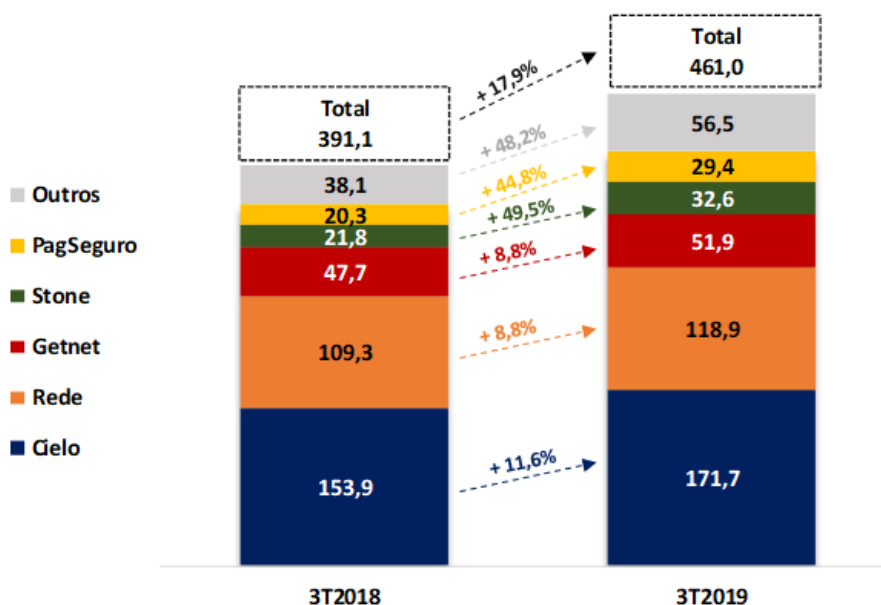
No caso das Lojas Renner, o projeto de *wallet* tem como inspiração o Starbucks Rewards e o Sephora Beauty Insider, 2 programas de fidelidade de grande sucesso. A razão da grande adoção de ambos os programas advém de regalias para clientes frequentes como: exclusividade de novos produtos, promoções especiais, filas mais curtas, entre outras vantagens que vão se aprimorando quanto maior for a frequência de compra. Para ambas varejistas vemos um potencial muito grande para suas *wallets* dada a ampla base de clientes engajados que as empresas possuem. Para contextualizar, o Magazine Luiza possui uma base de cerca de 4,9 milhões de cartões emitidos, dos quais estimamos que aproximadamente 90% estiveram ativos nos últimos 12 meses, e a Renner mais de 6 milhões de cartões ativos. Além disso, ambas as empresas têm o potencial de alavancar seus fluxos de dezenas de milhões de consumidores em suas lojas e sites para as iniciativas de suas *wallets*. Também acreditamos no grande potencial da Renner em liderar o mercado online de vestuário, alavancando sua forte marca e excelência operacional nas lojas físicas. O desenvolvimento de sua carteira digital é mais um ponto positivo que vemos nessa tese e que deve se tornar um diferencial para o relacionamento da empresa com seus clientes.

Outras empresas também têm buscado criar redes de pagamentos paralelas. Aqui destacamos o iFood e o Rappi, ambos da vertical de *food delivery*, que aproveitaram o relacionamento com restaurantes, um setor de alta recorrência, para criar uma rede de aceitação de seus meios de pagamento de *QR code*. Essas duas empresas têm investido pesado em *cashback* para incentivar o uso de suas *wallets*. Ambas as empresas estão bem capitalizadas: o Rappi levantou US\$ 1.4 bilhão com o SoftBank em 2019 e o iFood, US\$ 500 milhões no final de 2018 com seus acionistas já existentes.

Como comentamos em nossa última carta, na parte mais tradicional de meios de pagamento, a competição continua se acirrando. Vimos uma forte redução nas taxas de desconto (MDR, *Merchant Discount Rate*), aluguel e antecipação pelos players incumbentes, iniciada pela Rede, na tentativa de recuperar o *market share* e clientes perdidos nos últimos anos. A redução no preço foi seguida pela Cielo que, como líder de mercado, foi a mais prejudicada pela ação da Rede. Enquanto isso, vimos a Stone continuar a expansão de seu *market share* em ritmo acelerado ganhando 2 pontos percentuais nos últimos 12 meses, consequência do melhor atendimento/serviço que a companhia presta para o segmento de PMEs (Pequena e Média Empresa) e da expansão de seus hubs de apoio.

A Linx anunciou que também passaria a oferecer serviços de adquirência em parceria com a Rede e, no primeiro semestre do ano passado, a própria Rede anunciou que vai pagar todos os clientes com faturamento anual até R\$ 30 milhões em D+2 na modalidade crédito à vista, ao contrário do D+30 que é o padrão de mercado, efetivamente eliminando a taxa de antecipação. Por fim, o Banco Safra, que historicamente não focava no segmento de varejo, também entrou com agressividade no setor de pagamentos, oferecendo MDR 0% até R\$ 50 mil de faturamento mensal e maquininha gratuita para novos clientes. Interessante notar que a competição de preços está sendo relevante tanto na taxa de desconto, que vem caindo nos últimos anos, como no preço/aluguel do hardware; o próprio aluguel tem sido menos favorecido hoje após a entrada de novos competidores adotando modelos de venda, consequentemente prejudicando essa linha de receita dos incumbentes. Considerando o crescimento dos novos entrantes e altas margens ainda vistos no setor, acreditamos que a agressividade na competição deva continuar por algum tempo ainda, até as mudanças de *market share* se estabilizarem.

Volume e crescimento das principais adquirentes (R\$ bi)



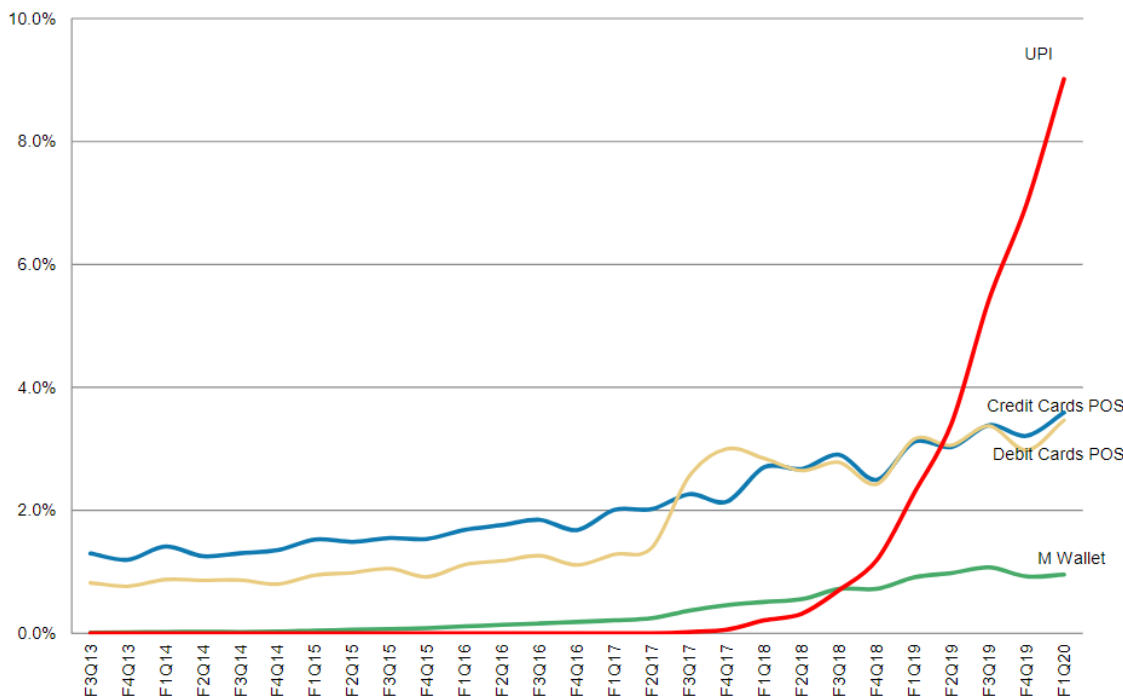
Fonte: Cardmonitor

Do lado do pequeno comerciante, seguindo a mesma tendência de aumento na competição, Stelo (Cielo) e Credicard (Rede) investiram pesado em marketing e subsídios de hardware, mas com sucesso limitado. Apesar das promoções, a porcentagem de ativações ficou aquém do esperado pelo mercado e pouco impactou o crescimento da PagSeguro, a líder no segmento. Os últimos resultados da PagSeguro inclusive mostram uma aceleração no número de adições líquidas, confirmando a ineficácia da estratégia dos incumbentes. A própria PagSeguro também anunciou o lançamento do Pagbank em 2019, um banco digital voltado ao microempreendedor que já é cliente da empresa e recebe seus pagamentos na conta digital. Com o Pagbank, a PagSeguro amplia sua oferta de produtos financeiros buscando alavancar seus dados e relacionamento com esses usuários e, assim, expandir suas fontes de receita com, por exemplo, crédito para capital de giro. Acreditamos que a PagSeguro possui uma vantagem competitiva relevante nesse segmento devido ao seu reconhecimento de marca (*first mover*) e *know-how* operacional de negócios digitais. Após as tentativas frustradas dos incumbentes, ficou claro que vender e servir digitalmente não é algo trivial de ser replicado. Sobre esse último ponto, destacamos que o 2º maior player nesse nicho também nasceu no meio digital: o MercadoPago.

Em paralelo aos movimentos das empresas, o Banco Central anunciou que criará um sistema de pagamentos instantâneos interoperável, funcionando 24/7 e que o próprio BC ficará responsável por operá-lo. Como comentamos em nossa última carta, além da experiência de uso melhor, essa iniciativa visa reduzir os custos para lojistas com taxas de aquisição e antecipação, aumentando a eficiência do sistema. No mundo todo temos observado iniciativas nessa direção, a de maior sucesso é a UPI (*Unified Payments Interface*) da Índia lançada em 2016 e operada pela NPCI (*National Payments Corporation of India*), equivalente à brasileira CIP (Câmara Interbancária de Pagamentos). O México também começou a operar um sistema parecido chamado CoDi (*Cobro Digital*) em piloto desde o dia 1º de outubro de 2019. A expectativa do BC é que o sistema brasileiro fique pronto no segundo semestre de 2020 e comece a operar comercialmente no primeiro semestre de 2021. Apesar de reconhecermos o risco dessa iniciativa canibalizar os volumes de cartão de débito,

uma vez que o fluxo de pagamentos será similar, em outros países, como na Índia, o crescimento do UPI se deu sobre transações em dinheiro em espécie, como podemos ver no gráfico abaixo. Acreditamos ser mais provável que o mesmo ocorra aqui quando o sistema estiver implementado.

Meios de pagamentos digitais na Índia (em % do PIB)



Fonte: National Payments Corporation of India, Reserve Bank of India, Morgan Stanley Research

Na sequência da iniciativa da Linx de interoperabilidade de wallets comentada acima, a implementação do sistema do BC acelerará a adoção das carteiras digitais do país, já que elas serão interoperáveis. A digitalização do dinheiro em espécie reduzirá custos para lojistas e bancos, e abrirá uma nova frente na análise de dados para os players que dominarem esse setor. Vale ressaltar que a Índia passou por um amplo processo de digitalização conduzido pelo governo desde 2010, que eliminou a necessidade de cópias físicas de vários documentos públicos. Também foi criado um documento de identidade nacional digital (Aadhaar) para todos os seus cidadãos e, recentemente, foram beneficiados de uma forte competição em telecomunicações, levando o país a ter o custo de dados móveis mais baixo do mundo. Por fim, no final de 2016, o governo promoveu a troca de notas de alto valor por um novo modelo, em um processo complexo que acabou acelerando a adoção do UPI, suportado pelos movimentos descritos acima. Como podemos ver no gráfico acima, o UPI ultrapassou todas as outras formas de pagamentos digitais muito rapidamente, reduzindo o volume transacionado em dinheiro em espécie, tal como o governo indiano desejava.

Uma iniciativa do Facebook que acompanhamos com atenção é o Whatsapp Pay, a carteira digital do Whatsapp, em funcionamento em piloto na Índia via UPI. A atratividade do Brasil é clara, haja vista sermos o país com o 2º maior número de usuários de Whatsapp e possuímos um mercado de pagamentos que retorna altas margens, mesmo após o aumento na competição recente. Soma-se a isso o fato de o Whatsapp ainda ser uma divisão deficitária no Facebook, mesmo após 5 anos da aquisição por US\$ 19 bilhões. Acreditamos que o Whatsapp Pay tem o potencial de deslocar as carteiras digitais aqui mencionadas, dada sua onipresença nos smartphones brasileiros. Os paralelos com o WeChat Pay na China são óbvios, mas ressaltamos que a penetração de meios de pagamentos digitais no Brasil é maior do que na China, se

comparado à data de lançamento do app chinês, o que dificulta a adoção de um novo sistema de pagamentos no Brasil. Além disso, o Whatsapp enfrentará o desafio de construir uma rede de aceitação no começo, até que seu uso se torne predominante e os comerciantes passem a buscar seu próprio credenciamento. Acreditamos que tal lançamento não está muito distante pelas razões citadas acima e pelo relativo sucesso obtido na Índia até agora. Uma entrada do Whatsapp como meio de pagamento também traz ameaças aos bancos incumbentes pois, apesar de várias diferenças para as circunstâncias brasileiras, os apps de pagamentos na China expandiram suas atuações para além das competências iniciais e capturaram grande parte das receitas bancárias de pessoas físicas de varejo por lá.

Em 2019 também vimos uma das entradas mais incisivas de outra *Big Tech* no setor financeiro: o Apple Card, um cartão de crédito desenvolvido pela Apple em parceria com a Goldman Sachs. O design, funcionalidade e UX foram vastamente elogiados, apesar do produto não trazer nenhuma grande inovação em termos de modelo de negócio e da análise de crédito ainda depender de um banco tradicional. Entretanto, não podemos desconsiderar que tal movimento seja apenas o início de ambições maiores da Apple no setor financeiro.

CONCLUSÃO

O setor de e-commerce segue apresentando taxas de crescimento superiores às do varejo tradicional, aproveitando as tendências citadas nesta carta, como aumento do alcance da internet entre a população e melhora na qualidade de serviço dos principais players, principalmente na parte logística. A penetração do e-commerce no varejo brasileiro é de aproximadamente 6%, um número ainda baixo comparado a outros países como EUA e China (13% e 23%, respectivamente), que há alguns anos passaram pelo ciclo de investimento que observamos no Brasil atualmente. Acreditamos que o e-commerce brasileiro deva seguir a mesma tendência observada em outros países e continue ganhando mercado sobre o varejo físico nos próximos anos. Aliado a isso, diversas iniciativas por parte de shopping centers e empresas de software visam integrar o varejo físico com o mundo digital, o chamado *omnichannel*, trazendo mais sortimento para os sites de e-commerce e aumentando as vendas das lojas físicas.

Como apresentado em mais detalhe em nossa carta anterior, as linhas que separam as áreas de atuação das empresas digitais estão cada vez mais tênues. Por exemplo, empresas de e-commerce têm investido agressivamente em meios de pagamento, seguindo os exemplos de sucesso de pares chineses que evoluíram muito além de meios de pagamento e hoje atendem grande parte das demandas de consumo de seus usuários (*super app*). As empresas de e-commerce brasileiras têm buscado um caminho similar ao chinês e acreditamos que as condições encontradas aqui de alta penetração de smartphones e conectividade são propícias para o desenvolvimento dessas iniciativas, apesar das diferenças entre os mercados brasileiro e chinês. Nesse sentido, gostamos das iniciativas do Magazine Luiza e Banco Inter, que apesar de partirem de frentes diferentes, ambos buscam aumentar os casos de uso de seus aplicativos visando se tornarem *super apps*.

Acreditamos que o mercado de meios de pagamento deve continuar pressionado pelos incumbentes, diminuindo os custos para seus clientes mesmo que afetando suas margens de lucro. Nesse ambiente competitivo, ressaltamos aqui o esforço dos players de e-commerce e meios de pagamento em crescer no mercado de crédito, alavancando suas bases

de dados e canais de distribuição, com o objetivo de diversificar suas fontes de receita frente à competição. Neste cenário de rápida transformação, acreditamos que a PagSeguro e o MercadoPago (MercadoLibre) possuem vantagens competitivas relevantes por suas distribuições digitais e foco no microempreendedor, segmento mais insulado da competição, que tem se concentrado nas pequenas-médias empresas. Continuamos nossa análise sobre crédito digital e as ofertas dos bancos digitais brasileiros na segunda parte desta carta.

Agradecemos a confiança,

Apex Capital Ltda

LEIA O PROSPECTO, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC. AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE MATERIAL SÃO MERAMENTE INFORMATIVAS E NÃO SE CONSTITUEM EM QUALQUER TIPO DE OFERTA DE INVESTIMENTOS, CONVITE OU VENDA E NEM ACONSELHAMENTO OU SUGESTÃO DE INVESTIMENTO. OS INVESTIDORES DEVEM BUSCAR ACONSELHAMENTO PROFISSIONAL COM RELAÇÃO AOS ASPECTOS TRIBUTÁRIOS, REGULATÓRIOS E OUTROS QUE SEJAM RELEVANTES À SUA CONDIÇÃO ESPECÍFICA, SENDO QUE O PRESENTE MATERIAL NÃO FOI ELABORADO COM ESTA FINALIDADE. INVESTIMENTOS NOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS ESTÃO SUJEITOS A RISCOS DE PERDA DO CAPITAL INVESTIDO. RESSALTAMOS QUE: (I) OS DADOS E INFORMAÇÕES AQUI CONTIDOS NÃO DEVEM SERVIR COMO BASE EXCLUSIVA PARA TOMADAS DE DECISÕES DE INVESTIMENTO, QUE SOMENTE DEVERÃO SER EXECUTADAS APÓS A COMPREENSÃO DOS RISCOS ENVOLVIDOS E DA ANÁLISE DE SEUS OBJETIVOS PESSOAIS, E (II) OS RESULTADOS E EVENTUAIS RENTABILIDADES VERIFICADAS NO PASSADO PARA DETERMINADO PRODUTO, MODALIDADE DE INVESTIMENTO OU EM ALGUM SEGMENTO ENVOLVENDO DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DE SUAS POLÍTICAS DE INVESTIMENTO, TAIS ESTRATÉGIAS PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS INVESTIDORES, E INCLUSIVE ACARREJAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO E A CONSEQUENTE OBRIGAÇÃO DO INVESTIDOR DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS PARA COBRIR OS PREJUÍZOS GERADOS. EM SE TRATANDO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO, AS NORMAS DA ANBIMA RECOMENDAM QUE A ANÁLISE DE RENTABILIDADE DE FUNDOS DE INVESTIMENTO SEJA EFETUADA CONSIDERANDO, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO ESTRANGEIROS MENCIONADOS NESTE MATERIAL NÃO POSSUEM REGISTRO JUNTO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E, CONSEQUENTEMENTE, NÃO ESTÃO SUJEITOS A OFERTA PÚBLICA NO BRASIL. ADICIONALMENTE, RESTRIÇÕES DE NATUREZA FISCAL PODEM SE APLICAR EM RELAÇÃO A INVESTIMENTOS POR PARTE DE RESIDENTES NO BRASIL. A APEX CAPITAL LTDA, SEUS ADMINISTRADORES E FUNCIONÁRIOS ISENTAM-SE DE RESPONSABILIDADE SOBRE QUAISQUER DANOS RESULTANTES DIRETA OU INDIRETAMENTE DAS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE MATERIAL. AS INFORMAÇÕES UTILIZADAS PARA A ELABORAÇÃO DESTE RELATÓRIO FORAM CONSIDERADAS COMO DE PRECEDÊNCIA IDÔNEAS PELA APEX, NO ENTANTO, ESTA NÃO SE RESPONSABILIZA POR EVENTUAIS INEXATIDÕES, OMISSÕES OU ERROS COMETIDOS POR SUAS FONTES. ESTA APRESENTAÇÃO NÃO DEVERÁ SER REPRODUZIDA, DISTRIBUIDA OU PUBLICADA SOB QUALQUER PROPÓSITO E SEU CONTEÚDO PODE SER REVISTO OU ALTERADO PELA APEX A QUALQUER TEMPO INDEPENDENTE DE NOTIFICAÇÃO OU JUSTIFICATIVA.

